



Katja Taipalus – Kari Korhonen –
Pertti Pylkkönen

Arvopaperistaminen



Tutkimuksia
A:104 • 2003

Arvopaperistaminen

SUOMEN PANKKI
PL 160
00101 HELSINKI

Puhelin: (09) 1831
Faksi: (09) 174 872
Sähköposti: publications@bof.fi

A-sarjan tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uudet yhteystiedot

Yritys

.....

Nimi

Osoite

.....

Uusi tilaus

Peruutus

Kpl



Katja Taipalus – Kari Korhonen –
Pertti Pylkkönen



Arvopaperistaminen

Tutkimuksia
A:104 • 2003

Tässä julkaisussa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajien eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ISBN 952-462-067-7
ISSN 1238-1683
(painettu julkaisu)

ISBN 952-462-068-5
ISSN 1456-5943
(verkkojulkaisu)

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2003



Taipalus, K. – Korhonen, K.
– Pylkkönen, P.

Arvopaperistaminen

Tutkimuksia
A:104 • 2003

Tässä julkaisussa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajien
eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ISBN 952-462--
ISSN 1238-1683
(painettu julkaisu)

ISBN 952-462--
ISSN 1456-5943
(verkkajulkaisu)

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2003

Tiivistelmä

Julkaisun tarkoituksena on lisätä tietoa kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla nopeasti yleistyneestä arvopaperistamisesta. Aluksi selvitetään arvopaperistamistoiminnan lähtökohtia, sen perusrakenteita sekä erilaisten arvopaperistamistapojen eroja pääpiirteissään. Samalla pohditaan myös arvopaperistamistoiminnan motiiveja lähinnä pankkien ja yritysten näkökulmasta. Lisäksi arvioidaan arvopaperistamisen vaikutuksia rahoituksen saatavuuteen ja rahoitusmarkkinoihin. Julkaisussa pyritään arvioimaan myös arvopaperistamiseen liittyviä mahdollisia ongelmia. Lisäksi tarkastellaan arvopaperistamista Suomessa sekä arvopaperistamisen mahdollisia esteitä maassamme ja esitellään suomalaisten pankkien ja sijoittajien näkökulmia arvopaperistamiseen.

Viranomaisten kiinnostus arvopaperistamiseen on lisääntynyt, koska arvopaperistaminen on uudistanut rahoitusmarkkinoita sekä tuonut markkinoille uusia riskienhallintamenetelmiä ja keinoja jakaa riskejä uudelleen. Keskuspankkien näkökulmasta on hyödyllistä pyrkiä arvioimaan arvopaperistamisen vaikutuksia erityisesti rahapolitiikan välittymisen näkökulmasta sekä sitä, mitä mahdollisuuksia arvopaperistaminen luo vakuuskäytännön kehittämiseksi.

Julkaisussa esitellään myös arvopaperistamista koskevaa sääntelyä ja pyritään arvioimaan tarvetta sääntelyn kehittämiseen. Pankkien vakavaraisuussääntely on uudistumassa, ja uusissa vakavaraisuusvaatimuksissa otettaneen käyttöön esimerkiksi arvopaperistettuja eriä koskevia säännöksiä. Julkaisussa arvioidaan tulevien vakavaraisuussääntösten vaikutuksia mm. pankkien tase-erien arvopaperistamiseen.

Julkaisun lopussa luodaan katsaus arvopaperistamisen kehittymiseen, tehtyihin lainsäädännöllisiin toimenpiteisiin sekä muihin toimiin, joihin eräissä maissa on ryhdytty arvopaperistamisen edistämiseksi.

Asiasanat: arvopaperistaminen, riskienhallinta, sääntely, vakavaraisuuskohtelu

Abstract

The present study sets out to increase knowledge on securitisation, a process which has been rapidly gaining ground in international financial markets. We begin by examining the background to securitisation and its basic structures and take a broad look at the main features that distinguish the different approaches to the securitisation process. At this point, we also consider the aims of securitisation, primarily from the point of view of banks and non-financial corporations, and assess the impact of securitisation on financing opportunities and the financial markets. Another aim of the study is to assess the possible problems attendant on securitisation, such as legal issues connected with the provision of incentives. In chapter 6, we look at securitisation in Finland and possible obstacles to the process in our country, and present the views of Finnish banks and investors.

The authorities are taking an increasing interest in securitisation, as it has led to the restructuring of financial markets and introduced new methods of managing and redistributing risk. From a central bank perspective, it would be beneficial to assess the impact of securitisation on the transmission of monetary policy, in particular, and the opportunities it provides for the development of collateral practices.

We also present the current regulations on securitisation and assess the need for development in this area. The regulations on capital adequacy requirements for banks are currently being updated, and the new requirements will probably see the introduction of provisions on securitised items. The study assesses the likely impact of the new capital adequacy requirements on areas such as the securitisation of banks' assets.

We conclude the study with a review of the development of securitisation and the legislative measures and other action undertaken in different countries to encourage the practice.

Key words: securitisation, risk management, regulation, capital adequacy management

Esipuhe

Arvopaperistamisella tarkoitetaan taseen epälikvidien saamisten muuntamista sijoittajille myytävään muotoon. Tyypillinen esimerkki tase-erästä, joka voidaan arvopaperistaa, ovat asuntolainat. Erityisesti pankit ovat olleet aktiivisia arvopaperistajia, mutta myös monet muut yritykset ovat arvopaperistaneet mm. myyntisaamisiaan. Rahoitussektori on tuottanut jatkuvasti uusia innovaatioita, joiden myötä arvopaperistamista on saatettu soveltaa hyvin erilaisiin eriin. Sanana arvopaperistaminen on lähellä arvopaperistumista, jolla tarkoitetaan rahoitusmuotojen yleistä markkinaehtoistumista. Arvopaperistamiset ovat siten esimerkki tästä yleisestä kehityksestä.

Arvopaperistettujen erien myyntihinta perustuu niiden tulevien kassavirtojen nykyarvoon. Oikeus näihin kassavirtoihin siirtyy sijoittajille. Näin ollen arvopaperistaminen voidaan ymmärtää rahoitusmuodoksi. Samalla tuleviin kassavirtoihin liittyvä riski siirtyy osittain tai kokonaan arvopaperistamisen alullepanijalta sijoittajille, joten kyseessä on myös riskienhallintaväline. Sijoittajien näkökulmasta arvopaperistamiset tarjoavat uusia sijoituskohteita. Rahoitus- ja sijoitusvaihtoehtojen monipuolistamisen ohella arvopaperistamisen motiivina voi olla taserakenteen selkeyttäminen, jolla arvopaperistamisen alullepanija saattaa lisätä avoimuuttaan markkinoilla ja hyötyä näin laskevista rahoituskustannuksista. Käänteinen esimerkki tästä oli amerikkalaisyhtiö Enron, joka käytti arvopaperistamistekniikkaa velkaisuutensa ja riskiensä piilotteluun. Tässä suhteessa arvopaperistamisia voitaneen verrata johdannaisinstrumentteihin, joihin liittyy suurten hyötyjen lisäksi myös merkittäviä väärinkäytösten vaaroja. Näyttää myös siltä, että joidenkin arvopaperistamisten motiivina on ollut sääntelyn aiheuttamien rajoitusten välttäminen.

Tämän teoksen tarkoituksena on lisätä tietoa arvopaperistamisesta ja luoda katsaus arvopaperistamisen edellytyksiin Suomessa. Siksi teoksessa selvitetään toiminnan lähtökohdat ja erilaisten arvopaperistamistapojen erot pääpiirteissään. Lisäksi pohditaan arvopaperistamisen vaikutuksia rahoituksen saatavuuteen ja rahoitusmarkkinoihin laajemminkin. Suomessa arvopaperistaminen on ollut toistaiseksi verraten vähäistä. Asuntorahaston vuonna 1995 aloittama kuuden Fennica-emission sarja lienee paras esimerkki tämäntyypisistä onnistuneista suomalaisista transaktioista, joskin nämäkin emissiot toteutettiin ulkomaisina liikkeeseenlaskuina. Onkin keskeistä arvioida, olisiko arvopaperistamisen edellytyksiä maassamme parannettava. Tätä silmällä pitäen teoksessa esitellään eräissä maissa toimeenpantuja lainsäädännöllisiä ja muita edistämistoimia. Sääntelykysymyksiä tarkas-

tellaan ensisijaisesti pankkien näkökulmasta, mutta myös muiden yritysten näkökulma on pyritty ottamaan huomioon mahdollisimman laajasti. Kilpailukyvyn ylläpitämiseksi suomalaisten toimijoiden ja viranomaisten tulisi pysyä ajan tasalla arvopaperistamisen erityispiirteistä, sillä erilaisine variaatioineen arvopaperistaminen näyttää yleistyvän kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

Teoksen ovat laatineet Katja Taipalus, Kari Korhonen ja Pertti Pylkkönen Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosastolta. Julkaisuraatiin ovat Suomen Pankin Esa Jokivuolteen johdolla osallistuneet Rahoitustarkastuksen Raimo Husu ja valtiovarainministeriön Veikko Kantola, joita kirjoittajat kiittävät rakentavista kommenteista. Arvokasta tukea julkaisuun on saatu myös Suomen Pankin Heikki Koskenkylältä ja Kimmo Virolaiselta sekä eräiden rahoituslaitosten edustajilta. Suomen kielen asu on tarkastettu Kielitoimistossa. Teknisestä valmistelusta ovat vastanneet Päivi Nietosvaara, Kaisa Paasovaara, Kati Salminen ja Janne Villanen. Teos on kirjoitettu pääosin kevään ja syys­ talven 2002 aikana.

Helsingissä syyskuussa 2003
Matti Louekoski

Sisällys

Tiivistelmä.....	5
Abstract	6
Esipuhe	7
1 Arvopaperistaminen.....	11
1.1 Johdanto	11
1.2 Arvopaperistamisprosessi	12
1.3 Arvopaperistamisen perusrakenne.....	14
1.4 Arvopaperistamalla muodostetut instrumentit	17
1.5 Synteettiset rakenteet	20
1.6 Arvopaperistamisen sijoitusriskit	24
1.6.1 Saataviin liittyvät riskit.....	24
1.6.2 Muut riskit	26
2 Arvopaperistamisen motiivit.....	27
2.1 Pankkien motiivit	29
2.2 Yritysten motiivit	34
2.3 Sijoittajan motiivit	38
3 Arvopaperistamisen ongelmat	40
3.1 Kannustinongelmat	40
3.2 Juridiset ongelmat	44
4 Arvopaperistettujen instrumenttien markkinat	46
4.1 MBS-markkinat Euroopassa	49
4.2 ABS-markkinat Euroopassa.....	50
4.3 CDO-markkinat Euroopassa	52
4.4 Arvopaperistaminen rahoituskanavana ja sen vaikutukset... 54	
5 Arvopaperistamisen sääntely	64
5.1 Arvopaperistamista koskevat oikeudelliset, verotukselliset sekä kirjanpidolliset tekijät	64
5.2 Vakavaraisuuskohtelu	66
5.3 Kirjanpitosäännökset	72
5.4 Sääntelyn tulevat haasteet.....	74

6	Arvopaperistaminen Suomessa.....	76
6.1	Arvopaperistamisen historiaa Suomessa	76
6.2	Arvopaperistamisen sääntely Suomessa.....	79
6.2.1	Lainsäädäntö	79
6.2.2	Verotus.....	85
6.2.3	Arvopaperistettavan massan siirto erillisyyhtiölle	86
6.3	Välittäjien ja sijoittajien näkökulma arvopaperistamiseen... ..	88
6.4	Arvopaperistamisen esteet Suomessa.....	91
6.5	Mitä tehdä arvopaperistamisen edistämiseksi?	94
7	Arvopaperistamisen kehittyminen eräissä maissa.....	99
7.1	Iso-Britannia	99
7.2	Ranska	104
7.3	Espanja	111
7.4	Italia.....	118
7.5	Saksa	124
7.6	Belgia	131
7.7	Alankomaat	135
7.8	Ruotsi ja Tanska.....	139
7.9	Irlanti	141
7.10	Kehittyvät maat	143
7.10.1	Intia	145
7.10.2	Argentiina	148
Liite 1	Todellinen myynti arvopaperistamisessa.....	151
Liite 2	Arvopaperistettujen erien liikkeeseenlaskumuodot ja niiden piirteet	153
Liite 3	Liikkeeseenlaskuihin liittyvät takausrakenteet.....	158
Liite 4	Tulevien kassavirtojen arvopaperistaminen	160
	Lähteet.....	165

1 Arvopaperistaminen

1.1 Johdanto

Arvopaperistamisella tarkoitetaan erilaisia rahoitustekniikoita, joilla tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia epälikvidejä omaisuuseriä saatetaan jälkimarkkinakelpoiseen arvopaperimuotoon. Perustana olevat omaisuuserät toimivat tällöin pääoman ja kassavirtojen vakuutena. Arvopaperistamalla siis myydään oikeudet johonkin tulevaan saamiseen nyt ja rahat tästä myynnistä saadaan käyttöön välittömästi.

Käsitteellisesti tulee huomata, että arvopaperistaminen ja arvopaperistuminen tarkoittavat eri asioita. Arvopaperistumisella tarkoitetaan yleisesti arvopaperimuotoisen rahoituksen hankinnan lisääntymistä esimerkiksi pankkiluottojen sijasta. Käsitteenä se on siis arvopaperistamista laajempi.

Ilmiönä arvopaperistaminen on verrattain nuori. Sen juuret löytyvät 1970-luvulta Yhdysvalloista, jossa toiminta käynnistyi hypoteekkilainojen arvopaperistamisena. Eurooppaan arvopaperistaminen levisi vasta vuosikymmentä myöhemmin, ja kuten Yhdysvalloissa, alkoi arvopaperistaminen Euroopassakin kiinnitysluottolainoista. Kiinnitysluottolainojen suosio ensimmäisten arvopaperistamisten kohteena johtuu siitä, että ne ovat riittävän yksinkertaisia. Lisäksi kiinnitysluottolainat ovat saatavia, jotka ovat vakuuksina helposti käsiteltäviä. Muiden omaisuuserien, kuten autoteollisuuden ja luottokorttiyhtiöiden saatavien, arvopaperistaminen yleistyi vasta 1980-luvun puolivälissä, kun liikkeeseenlaskuissa alettiin käyttää ns. asset backed security- eli ABS-rakennetta.

Toiminnan varsinaista kasvua saatiin kuitenkin odottaa aina 1990-lukuun saakka, sillä vasta silloin arvopaperistamisen volyymit alkoivat merkittävästi lisääntyä, ensin USA:ssa ja sen jälkeen myös Euroopassa.

Tämän kasvun taustalla oli monia erilaisia tekijöitä. Ensinnäkin arvopaperistettavien omaisuuserien joukko monipuolistui. Samalla kasvoi myös niiden maiden joukko, jossa arvopaperistaminen tuli mahdolliseksi ja kannattavaksi toiminnaksi. Etenkin useissa Euroopan maissa arvopaperistamisen aloittaminen vaati joko sääntelyn uudistusta tai vähintäänkin sääntelyn tarkentamista. Kolmantena syynä arvopaperistamisen volyymien kasvuun voidaan pitää arvopaperistamisen instrumenttirakenteiden kehittymistä ja monimuotoistumista. Instrumenttirakenteiden muutosta edesauttoi nimenomaan se, että arvopaperistamisen rakenteet oli aina pyrittävä sovittamaan yhteen paikal-

lisen lainsäädännön kanssa. Myös pankkien kansainvälisen vakavaraisuussäätelyn voimaan tulo 1988 jälkeen loi kannustimen taseiden joustavaan purkamiseen arvopaperistamisen kautta. Näiden tekijöiden tuloksena syntyi kansainvälisille rahoitusmarkkinoille täysin uusi rahoitusmuoto, joka näyttää edelleen olevan kasvattamassa osuuttaan.

Arvopaperistamisen etu pankkirahoitukseen verrattuna on se, että sen välityksellä haettavaan rahoitukseen ei ainakaan tällä hetkellä kohdistu samankaltaista tiukkaa sääntelyä kuin mitä kohdistuu perinteiseen pankkitoimintaan ja siten osittain myös pankkien myöntämiin lainoihin. Lisäksi arvopaperistaminen on monessa tapauksessa osoittautunut kustannuksiltaan esimerkiksi pankkirahoitusta edullisemmaksi rahoitusmuodoksi. Tämänkaltaisten hyötyjen esiintulo vaatii kuitenkin arvopaperistamisen osalta hieman kehittyneemmät markkinat, sillä arvopaperistamisessakin ensimmäiset liikkeeseenlaskut voivat olla melko kalliita.

Jäljempänä tässä luvussa esitellään arvopaperistamisprosessin perusteet ja siinä muodostuvat rahoitusinstrumentit. Luvussa kaksi pohditaan erilaisten toimijoiden motiiveja arvopaperistamiseen ja arvopaperistamisesta koituvia hyötyjä, kun taas luku kolme analysoi kyseisen toiminnan keskeisimpiä ongelmia ja epäkohtia. Luku neljä on markkinälähtöinen ja keskittyy Euroopan markkinakehitykseen. Luvussa viisi pohditaan yleisiä, osin jopa globaaleja, sääntelykysymyksiä. Lisäksi keskitytään käynnissä olevien sääntelyhankkeiden liittymäkohtiin arvopaperistamisen kanssa. Luvut kuusi ja seitsemän ovat maalähtöisiä: ensin tarkastellaan arvopaperistamista puhtaasti suomalaisesta näkökulmasta ja päädytään eräiden toimenpidevaihtoehtojen punnitsemiseen. Lopuksi luodaan katsaus arvopaperistamisen kehitykseen ja kehittämiseen keskeisimmissä Euroopan maissa sekä sen hyödyntämiseen eräissä kehittyvissä talouksissa.

Tämä teos tarkastelee arvopaperistamista yhtäältä rahoituskeinona ja toisaalta pääomamarkkinainstrumenttina sekä sijoituskohteena. Useissa kohdissa – erityisesti sääntelykysymyksissä – pääpaino on rahoituslaitosten näkökulmissa, vaikka yritysmaailman yleisempiäkin näkökohtia on pyritty kattamaan mahdollisimman laajasti.

1.2 Arvopaperistamisprosessi

Arvopaperistamisprosessi on kolmivaiheinen. Ensimmäisessä vaiheessa suoritetaan **selvittely**, jossa arvioidaan arvopaperistettaviksi kaavailut omaisuuserät, määritellään niiden valintakriteerit, sammioidaan (eli kootaan yhteiseen pooliin) arvopaperistettavat omaisuuserät ja va-

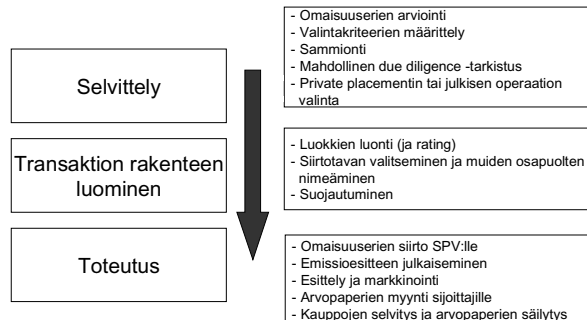
litaan arvopaperistamisen liikkeeseenlaskumuoto. Valitaan siis, toteutetaanko liikkeeseenlasku private placement¹ -tyyppisenä vaiko julkisena liikkeeseenlaskuna.

Selvittelystä siirrytään varsinaiseen **transaktiorakenteen luomiseen**. Tässä määritellään liikkeeseenlaskulle rakenne ja täsmennetään rakenteeseen liittyviä seikkoja. Ensinnäkin valitaan, montako etuoikeusluokkaa eli ”tranchea”² liikkeeseenlaskuun halutaan, ja haetaan näille luottoriskiluokitukset. On myös päätettävä, siirretäänkö arvopaperistettavat omaisuuserät vaiko ainoastaan niihin sisältyvät riskit pois alullepanijan taseesta. Valinta riippuu paljolti transaktion tavoitteista. Tässä yhteydessä on huolehdittava siirron lainmukaisesta toteutumisesta. Edellisten lisäksi valitaan myös ne suojautumisjärjestelyt, joita liikkeeseenlaskussa halutaan käyttää. Nimetään myös kaikki ne osapuolet, jotka liittyvät sellaisten arvopaperien liikkeeseenlaskuun, joita käytetään omaisuuserien hankinnan rahoitukseen.

Lopuksi on jäljellä vielä varsinaisen liikkeeseenlaskun **toteutus**. Perusrakenteessa tässä vaiheessa suoritetaan arvopaperistettavien omaisuuserien siirto erillisyyhtiölle eli SPV:lle (special purpose vehicle). Tämän lisäksi kolmanteen vaiheeseen kuuluu arvopaperistetun erän markkinoiminen sijoittajille ja siihen liittyvät muut toimet, esimerkiksi emissioesitteen julkaiseminen, arvopapereiden myynti sijoittajille sekä arvopaperikauppojen selvitys ja arvopapereiden säilytys.³ Edellä kuvatusta prosessista voidaan laatia seuraava kuvio (kuvio 1).

Kuvio 1.

Arvopaperistamisen kolmivaiheinen prosessi



Lähde: Economic review nro 205. Artesia.

¹ Joukkovelkakirjan tai muun arvopaperin myynti suoraan rajatulle sijoittajajoukolle.

² Ks. etuoikeusluokista tarkemmin liite 2.

³ Artesia BC (2000).

1.3 Arvopaperistamisen perusrakenne⁴

Useimmat arvopaperistamistransaktiot ovat samankaltaisia rakenteeltaan, joskin jäljempänä luvussa 1.5 käsiteltävät synteettiset rakenteet muodostavat tästä poikkeuksen. Perinteisessä arvopaperistamisessa alullepanija (originator), joka on käytännössä myös alkuperäisen rahoitusjärjestelyn velkoja, erottaa taseestaan arvopaperistettavat omaisuuserät. Se, millaisia omaisuuseriä arvopaperistamisen kohteeksi valitaan, riippuu pitkälti siitä, millaisia hyötyjä arvopaperistamisella on tarkoitus saavuttaa. Omaisuuserien valinnassa ovat usein mukana myös luottoriskiluokittajat, joiden tehtävänä on neuvoa liikkeeseenlaskun alullepanijaa eli alkuperäistä velkojaa omaisuuserien valinnassa. Tarkoitus on, että valittu massa mahdollisimman hyvin vastaa arvopaperistamisen aiottua tarkoitusta.

Kun arvopaperistettavat omaisuuserät on valittu, siirtää alullepanija ne seuraavaksi erillisyhtiölle. Erillisyhtiön tapauksessa **sijoittajan** on kiinnitettävä huomiota etenkin kahteen seikkaan: ensinnäkin erillisyhtiön riippumattomuuteen sekä arvopaperistettavien erien lailliseen siirtoon erillisyhtiölle. Erillisyhtiön tulee ensinnäkin olla täysin alullepanijasta riippumaton yksikkö⁵ (ns. bankruptcy remote), mutta yhtiömuodoltaan se voidaan perustaa maan mukaan hyvinkin eri tavoin. Toiseksi omaisuuserien siirron alullepanijalta erillisyhtiölle täytyy tapahtua juridisesti 'pätevän todellisen myynnin kautta' (true sale-kriteeristö). Tämä tarkoittaa sitä, että alullepanijan kaikkien oikeuk-

⁴ Arvopaperistamisen perusrakenteeseen kuuluvia sijoitusriskejä käsitellään tarkemmin luvussa 1.6.

⁵ Erillisyhtiön itsenäisyys on tärkeää, sillä muuten konkurssitilanteessa oikeus voi tehdä päätöksen alullepanijan ja erillisyhtiön varojen konsolidoinnista, mikäli olemassa on riittävästi näyttöä merkittävistä riippuvuussuhteista näiden kahden välillä. Yleensä konsolidointi tapahtuu molempien osapuolten mennessä konkurssiin, mutta konsolidointipäätös voidaan tehdä pelkästään alullepanijan konkurssitilanteessakin. Arvopaperistamisen historiasta löytyy muutamia esimerkkejä varojen konsolidoinneista: Yhdysvalloissa Buckhead America Corporation (1993) ja Kingston Square Associates (1997) sekä Euroopasta Isosta-Britanniasta Re Polly Peck International Plc (1996). Vaikka konsolidointipäätös tehdään tapauskohtaisesti, tulisi seuraaviin asioihin kiinnittää huomiota erillisyhtiön itsenäisyyttä arvioitaessa: alullepanijan ja erillisyhtiön yhteisten tilinpäätösten olemassaolo, niiden liiketoimintojen limittyneisyys, erillisyhtiön omistusrakenne ja sen hallitusten jäsenten koostumus sekä erillisyhtiön hallituksen nimitysoikeudet, lainojen takaurakenteet (emo takaa tytärtä), epämuodolliset omaisuuserien siirrot sekä erillisten tilien ja omaisuuserien olemassaolo. Konsolidointivaaran välttämiseksi alullepanijalla ei tulisi olla minkäänlaista määräysvaltaa erillisyhtiöön nähden. Toisenlaisiakin rakenteitakin arvopaperistamisessa on kuitenkin olemassa. Esimerkki SPV:stä tytäryhtiönä ja sen vaikutuksista alullepanijaan löytyy luvusta 2.2.

sien myytäviin omaisuuseriin on katsottava peruuttamattomasti päättyneen omaisuuserien myyntiin.⁶

Samanaikaisesti erillisyhtiö voi joko suoraan tai perustamansa trustin kautta laskea liikkeeseen arvopapereita poolia vastaan, joka on muodostettu erillisyhtiön omistamista omaisuuseristä. Arvopaperistamisen lähtökohdat ja tavoitteet vaikuttavat siihen, millaista arvopaperistamisrakennetta kussakin tapauksessa käytetään⁷. Liikkeeseenlasketut arvopaperit ovat tyypillisimmillään pitkiä joukkovelkakirjalainoja. Ne voivat kuitenkin olla myös lyhyitä yrityspapereita, rahasto-osuuksia tai jopa osakkeita. Emission eniten riskejä sisältäviä arvopapereita kutsutaan osake-osaksi. Arvopapereiden liikkeeseenlaskusta saamallaan varoilla erillisyhtiö rahoittaa omaisuuserien oston alkupe- räiseltä velkojalta.

Jotta saavutettaisiin toivottu riskiprofiili niin luottoriskin, valuuttakurssiriskin kuin korkoriskinkin suhteen, on solmittava sopimuksia omaisuuseristä muodostetun poolin tueksi. Näillä sopimuksilla riskejä pystytään pienentämään. Tällaisiin tarkoituksiin käytetään korko- ja valuutta-swappeja sekä erilaisia takaussopimuksia.

Liikkeeseenlaskettujen arvopaperien erääntyessä toimintavaihtoehtoja on useita sen mukaan, mitä vakuutena olevassa omaisuuseräpoolissa on ja mitä liikkeeseenlaskulla on tavoiteltu.⁸ Esimerkiksi jos vakuusmassa on voinut erääntyä itsekkin, kun kyseessä ovat lainat, voidaan pieneen jäljellejäävän poolin osaan käyttää ns. alullepanijan takaisinlunastusmenettelyä. Menettelyn enimmäismäärä on kuitenkin usein hyvin tiukasti säännelty⁹.

Arvopaperistamisprosessia, prosessiin liittyviä osapuolia sekä heidän tehtäväkenttäänsä voidaan selkeyttää seuraavasti (kuvio 2).

⁶ Todellista myyntiä käsitteenä sekä siihen liittyvää problematiikkaa käsitellään tarkemmin liitteessä 1.

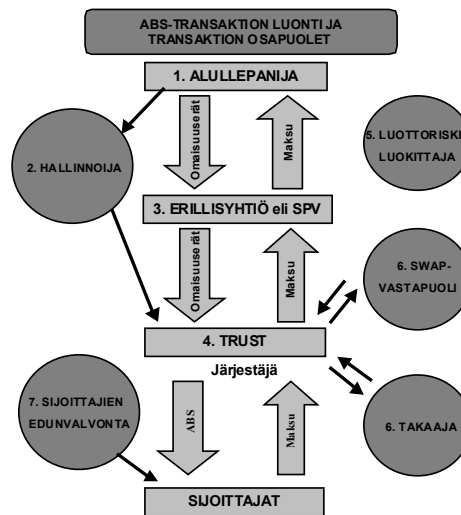
⁷ Eroja voi seurata mm. siitä, onko tarkoituksena hakea rahoitusta vai muokata tunnuslukuja.

⁸ Esimerkiksi tavoitellaanko arvopaperistamisella rahoitusta, sijoittajapohjan laajenemista vai taseen tunnuslukujen muuttamista.

⁹ Lisää aiheesta luvussa 5.2.

Kuvio 2.

Arvopaperistamisen perusrakenne: omaisuusvakuudelliset arvopaperit (ABS)



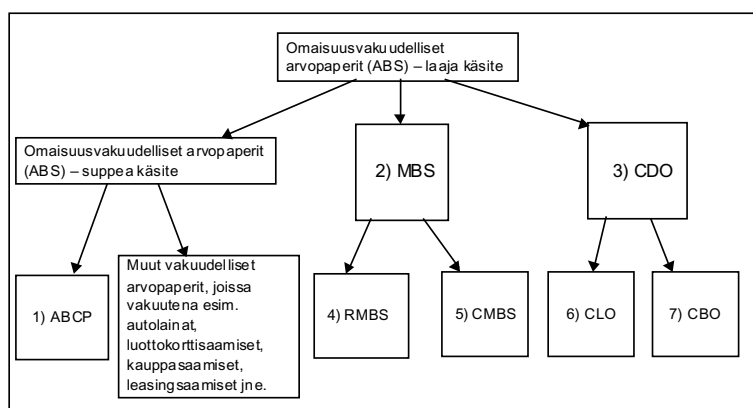
Lähteet: European Securitization Forum ja Suomen Pankki.

1. Arvopaperistaminen lähtee liikkeelle siitä, että alullepanija eli originator erottaa taasestaan arvopaperistettavat omaisuuserät. Arvopaperistettavien erien valinnassa toimii usein apuna jokin luottoluokitusyhtiö.
 2. Hallinnoija eli servicer hallinnoi arvopaperistettavia omaisuuseriä ja niihin liittyviä mahdollisia kassavirtoja erillisyhtiön lukuun. Myös alullepanija itse voi olla hallinnoija.
 3. Kun arvopaperistetut omaisuuserät on valittu, alullepanija myy ne erillisyhtiölle eli SPV:lle (special purpose vehicle). SPV:n tulee olla alullepanijasta täysin riippumaton yksikkö, ja omaisuuserien täytyy olla juridisesti todella myytyjä, eli alullepanijan kaikkien oikeuksien myytyihin omaisuuseriin tulee päättyä.
 4. Erillisyhtiö voi joko itse tai perustamansa trustin kautta laskea liikkeeseen ABS-jvk:ta omistamistaan omaisuuseristä muodostettua poolia vastaan. ABS-jvk:ta myydään markkinoilla sijoittajille. Näillä liikkeeseenlaskusta saamalla varoilla erillisyhtiö sitten rahoittaa assettien oston alullepanijalta. Järjestäjä eli underwriter auttaa transaktion liikkeeseenlaskussa ja transaktiomuodon suunnittelussa.
 5. Luottoriskiluokittaja luokittaa emission.
 6. Arvopaperistettavien omaisuuserien mukaan toivotun riskiprofiilin saavuttamiseksi voidaan poolin tueksi tarvita joko erillinen takaaja (credit enhancer) tai swap-osapuoli. Swap-osapuolia tarvitaan yleensä joko koron- tai valuutanvaihtosopimusten vastapuoliksi. Esimerkiksi korko-swap tehdään sellaisissa tapauksissa, joissa vaihtuvakorkoisten ABS:ien vakuutena on pooli, joka koostuu kiinteäkorkoisista lainoista. Takaus tarvitaan yleensä siksi, ettei esimerkiksi järjestelyyn liittyvä luottoriski jää yksinomaan ulkopuolisten sijoittajien kannettavaksi.
 7. Sijoittajien etuja arvopaperistamisrakenteessa voidaan valvoa erillisen tahon kautta. Englanninkielessä tätä tahoja kutsutaan termillä trustee.
- * Suomen lainsäädännössä trustia vastaisi lähinnä säätiö tai yhdistys. Trust kuuluu nimenomaan amerikkalaiseen tai englantilaiseen juridiseen kulttuuriin.

1.4 Arvopaperistamalla muodostetut instrumentit

Arvopaperistamisessa syntyvät instrumentit voidaan jaotella sen mukaan, millaisia omaisuuseriä on erillisyyhtiön liikkeeseenlaskemien arvopapereiden vakuutena (kuvio 3). Perusrakenteiksi luettavissa ABS:ssä ja MBS:ssä noudatetaan yleensä suljettua poolirakennetta, mikä tarkoittaa sitä, ettei vakuusmateriaalipooli muutu liikkeeseenlaskun tapahduttua. Yleensä vakuusmassa on homogeenistä, mutta eräissä tapauksissa se voi olla myös huomattavan monimuotoista. Tämä on mahdollista sellaisissa instrumenteissa, joita kutsutaan CDO:iksi (collateralised debt obligations). Instrumenttien esittely aloitetaan kaikkein tavallisimmista instrumenttirakenteista.

Kuvio 3. Arvopaperistamisen tyypit



- 1) ABCP = asset backed commercial paper. 2) MBS = mortgage backed securities
3) CDO = collateralised debt obligations 4) RMBS = residential mortgage backed securities
5) CMBS = commercial mortgage backed securities 6) CLO = collateralised loan obligations
7) CBO = collateralised bond obligations
- * Katso tarkemmin liite 2.
Lähde: Deloitte & Touche.

ABS eli asset backed securities on instrumentti, jonka perusrakenne vastaa täysin luvun 1.3 esimerkkiä. ABS:ien ja MBS:ien erona on poolin sisältö. Pooli on liikkeeseenlaskettujen arvopapereiden vakuutena.

ABS-pooli koostuu useimmiten autolainoista, opintolainoista, luottokorttisaatavista, tuotanto- yms. välineiden leasing-tuotoista, tuontisaatavista jne. Uusimpia omaisuuseriä tässä joukossa edustavat vakuutuspremiot, terveydenhuoltosaatavat, erilaiset rojalTIMaksut,

pienyrittäjien lainat ja verosaatavat. ABS eroaa muista jälkimarkkina-kelpoisista velkasitoumuksista siinä, että ABS:ien luottokelpoisuus perustuu pelkästään pooliin valittujen omaisuuserien luottokelpoisuuteen eikä niinkään alullepanijan maksukyvykkyyteen kuten tavallisissa joukkolainoissa.¹⁰

MBS eli mortgage backed securities taas on instrumentti, joka sekin vastaa rakenteeltaan hyvin pitkälle luvussa 1.3 esitettyä perusrakennetta. MBS-poolissa vakuutena on aina kiinnitysluottolainoja. Kiinnitysluotot voivat olla luonteeltaan joko kiinteä- tai vaihtuvakoroisia, ja niiden maturiteetti voi vaihdella paljonkin. Yleisesti lainat ovat kuitenkin pituudeltaan 7–15 vuotta, joskin Yhdysvalloissa käytössä on myös hyvin pitkiä maturiteetteja.

Kiinnitysluottolainojen tyyppin mukaan yleisryhmä MBS voidaan vielä jakaa CMBS:ään (commercial mortgage backed securities) ja RMBS:ään (residential mortgage backed securities). CMBS:ää takavassa poolissa on liikehuoneistolainoja ja RMBS:ssä asuntolainoja vakuuksineen. CMBS:ssä voi vakuutena olla joko yksittäinen kiinnitetty kiinteistökohte tai yhteinen kiinteistöomaisuus, joka on muodostettu usein samassa maassa olevista omistuksista.

Lyhyen rahan markkinoilla on myös oma omaisuusvakuudellinen tuotteen, joka on nimeltään ABCP (asset backed commercial paper). Periaatteessa ABCP on rakenteeltaan hyvin samankaltainen kuin ABS, mutta varsin usein ABCP-ohjelmien takana alullepanijana on alullepanijoiden yhteenliittymä, jonka jäsenten taseista arvopaperistettavat omaisuuserät kootaan. Etenkin Yhdysvalloissa nämä markkinat ovat viime vuosina kasvaneet nopeasti. Liikkeeseenlaskijoina etenkin pankit – Euroopassa etenkin telekommunikaatioalan yritykset – ovat olleet innostuneita ABCP:n tarjoamasta mahdollisuudesta lisärahoitukseen. Telekommunikaatiosektorin yritykset ovat selkeästi käyttäneet ABCP-emissioita perinteisten yritystodistusten vaihtoehtona.

Edellisistä hieman eroavina instrumentteina voidaan pitää CDO:ita (collateralised debt obligations). Erot syntyvät juuri pooleihin sisällytettävästä materiaalista, sillä niiden vakuusmateriaalin ei tarvitse olla homogeenistä¹¹. Perusrakenteeltaan CDO:t ovat jokseen-

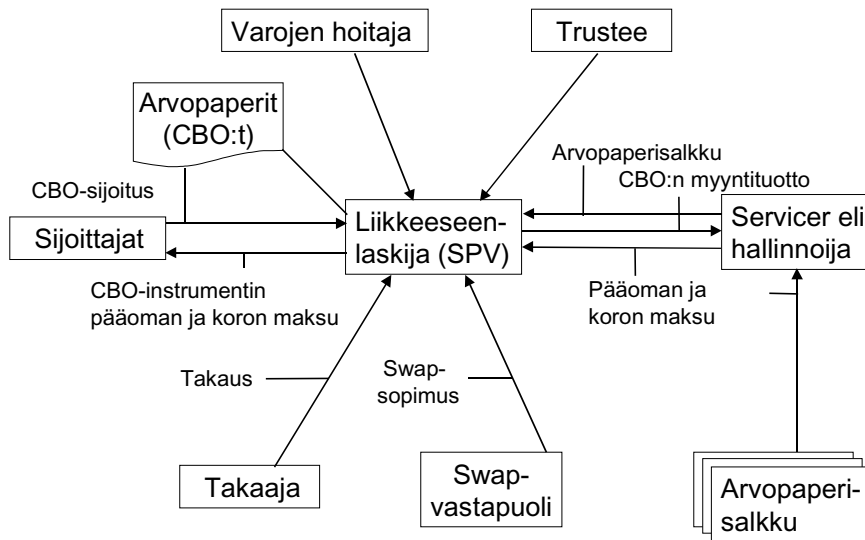
¹⁰ Esimerkiksi tavallisten yritysjoukkovelkakirjalainojen luottoluokituksen perustuvat pitkälti juuri yrityksen omaan luottoriskiluokitukseen, joskin lainakohtaiset ehdot voivat muuttaa hieman yksittäisten joukkovelkakirjalainojen luottoriskiluokitusta. ABS:ien tapauksessa luottoriskiluokitus taas perustuu kokonaan näitä arvopapereita takaavan poolin luottoriskiluokitukseen ja emission tranche-rakenteeseen.

¹¹ Esim. Risk, (2002) ”Making sense of CDOs”: CDO-pooleihin voidaan sisällyttää esimerkiksi joukkovelkakirjalainoja, lainoja, kehittyvien valtioiden lainoja, ABS:iä, RMBS:iä ja CMBS:iä. Lisäksi CDO:iden vakuutena oleva pooli voi muuttua ajan mittaan ja usein CDO-poolia hoidetaan aktiivisesti.

kin samankaltaisia kuin ABS:t. CDO:t voidaan toteuttaa joko ns. tase-CDO:na (balance sheet CDO) tai arbitraasi-CDO:na (arbitrage CDO). Tase-CDO:ssa vakuutena oleva materiaali kerätään alullepanijan tai alullepanijoiden taseista, kun taas arbitraasi-CDO:issa vakuutena oleva materiaali hankitaan useammista lähteistä markkinoilta.

Ensimmäiset CDO:t tehtiin jo 1980-luvun lopussa, mutta niiden markkinat lähtivät varsinaisesti kasvuun vasta viime vuosikymmenen aikana. Kasvuun vaikuttivat etenkin pankkien kiinnostus poistaa taseistaan lainoja. CDO-volyymit ovat kuitenkin kasvaneet hyvin selvästi ja ne ovat lisänneet suosiotaan nopeasti, maantieteellisestikin yhä laajemmalla alueella.

Kuvio 4. **CBO (collateralised bond obligations) -instrumentin rakenne**



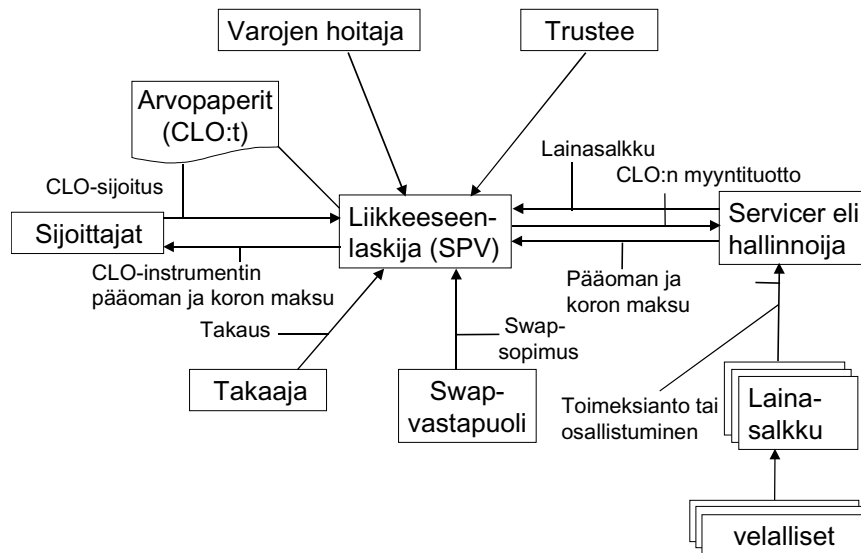
Lähde: Satyajit Das (2001).

Kuten aikaisemmatkin instrumenttiluokat, voidaan myös CDO:t jaotella pääosin kahteen luokkaan niiden vakuutena olevan poolin omaisuuserien mukaisesti.¹² CBO:iden (collateralised bond obligations) vakuutena olevassa poolissa on joukkovelkakirjalainoja, joiden liik-

¹² Näiden lisäksi esimerkiksi Yhdysvalloissa seuraavat instrumenttinimikkeet luetaan kuuluviksi CDO:ihin: Arbitrage CBO, Cash Flow CDO, CBO of ABS, Synthetic Arbitrage CLO, Balance Sheet CLO, EMCBO, Synthetic CDO, Investment Grade CBO, Market Value CDO, Repacks, Re-REMICs ja CBO of Real Estate.

keeseenlaskijoina on joko yrityksiä tai muita velallisia (kuvio 4). CLO:iden (collateralised loan obligations) vakuutena oleva pooli taas koostuu pankkien yrityksille myöntämistä lainoista (kuvio 5).¹³ Sijoitusriski voidaan CDO:ssa siirtää sijoittajille joko käteisostolla, kuten edellä esitettiin, tai sitten synteettisesti. Synteettisiä rakenteita käsitellään lyhyesti seuraavaksi.

Kuvio 5. CLO (collateralised loan obligation) -instrumentin rakenne



Lähde: Satyajit Das (2001).

1.5 Synteettiset rakenteet¹⁴

Vaikka todellisen myynnin asema perinteisessä arvopaperistamisessa onkin keskeinen, se ei kuitenkaan kaikissa arvopaperistamisrakenteissa ole välttämätön. Sellaisia rakenteita, joissa todellisen myynnin toteutuminen ei ole välttämätöntä, vaan arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyvät riskit siirretään muilla keinoin markkinoille, kutsutaan synteettisiksi rakenteiksi. Johdannaisten käyttö on kuitenkin vain

¹³ Das, S. (2001).

¹⁴ Tässä on tarkoitus luoda vain katsaus synteettiseen arvopaperistamiseen. Tarkempaa tietoa synteettisistä arvopaperistamisista saa esimerkiksi Vinod Kotharin kirjasta "Credit Derivatives and Synthetic Securitisation", joka julkaistiin vuonna 2002, tai Janet M. Tavakolin vuonna 2001 julkaistusta kirjasta "Credit Derivatives & Synthetic Structures".

toinen piirteistä, joilla synteettisiä rakenteita voidaan erotella perinteisestä arvopaperistamisesta. Toinen erottava tekijä on alullepanijan motivaatio, sillä synteettisillä rakenteilla pyritään nimenomaan hakemaan suojaa alkuperäisten velallisten¹⁵ mahdollisia maksukyvyttömyystilanteita vastaan. Kyseessä on siis järjestely, joka on hyvin lähellä tavallisten vakuutusten ottamista.

Synteettisissä rakenteissa alullepanija tahtoo suojautua alkuperäisen velallisansa mahdolliselta maksukyvyttömyystilanteelta ja tällaisessa tilanteessa syntyviltä luottotappioilta. Erillisyhtiö solmii tässä tilanteessa alullepanijan eli suojauksen ostajan kanssa luottojohdannaisen (CDS)¹⁶, jonka mukaisesti alullepanija maksaa CDO:lle korvausta, joka on periodittaista. Se on myös sidottu suojattavien velkojen laatuun. Tätä korvausta vastaan CDO taas sitoutuu maksamaan alullepanijalle korvaukset tappioista, jotka liittyvät suojattuihin saataviin mahdollisissa maksukyvyttömyystilanteissa ja syntyvät alullepanijalle.¹⁷

Synteettisen arvopaperistamisen yhteydessä markkinoille siis siirretään ainoastaan arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyvät riskit käyttämällä luottojohdannaisia, mutta itse transaktion kohteena olevat omaisuuserät säilyvät arvopaperistamisen alullepanijan taseessa. Synteettiset CDO:t, CLO:t tai CBO:t siis tarkoittavat luottoriskiä sisältäviä instrumenttejä, joissa omaisuuseriä ei varsinaisesti ole ostettu erillisyhtiölle. Erillisyhtiö toimii näissä rakenteissa suojauksen myyjänä.¹⁸

Synteettinen markkina on hyvin nuori, sillä ensimmäinen synteettinen transaktio tehtiin vasta vuonna 1997. Markkinat ovat kuitenkin kasvaneet sitäkin nopeammin. Tämä selittyy suurelta osin juuri synteettisten transaktioiden joustavuudella. Koska niihin ei liity varsinaista myyntiä, pystytään niitä käyttämällä usein ohittamaan seikat, jotka perinteisessä arvopaperistamisessa ovat sääntelyn näkökulmasta ongelmallisia. Synteettisillä transaktioilla voidaan itse asiassa saavuttaa melkein perinteistä arvopaperistamista vastaavat hyödyt, mutta usein huomattavasti pienemmin kustannuksin ja huomattavasti nopeammin. Siten on ymmärrettävää, että synteettiset rakenteet ovat

¹⁵ Kyseessä voi olla alullepanijan suora velkasuhde tai, kuten synteettisen tase-CDO:n tapauksessa, taho, jota kohtaan alullepanijalla on riskejä joko swap-saatavien tai takauksiin liittyvän letter of credit -sopimuksen kautta.

¹⁶ Credit default swap eli luottoriskiswap.

¹⁷ Kts. esimerkiksi J. P. Morgan CDO-Handbook (2001).

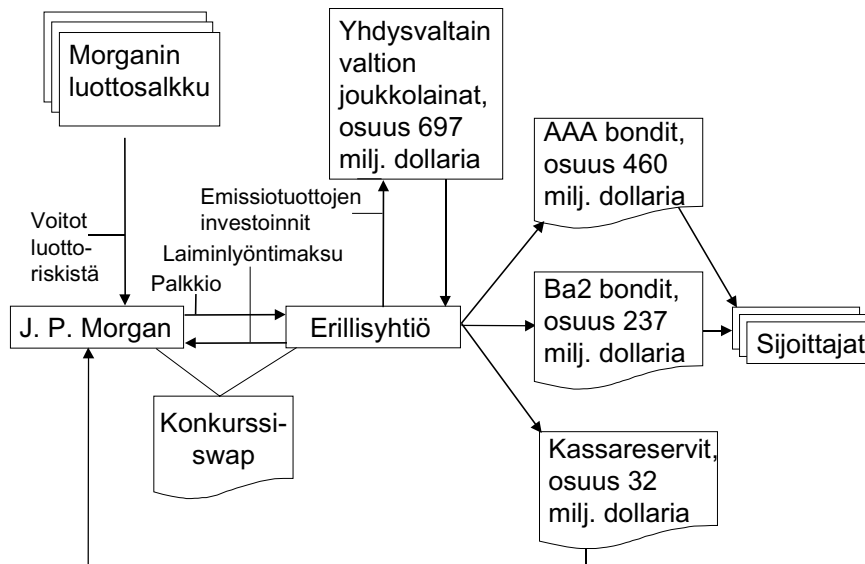
¹⁸ Edellä olevassa kohdassa käydään läpi vasta ABS-järjestelyihin verrattuna erillisyhtiön ja alullepanijan väliset sopimukset, jotka siis ABS-järjestelyissä hoidettaisiin todellisen myynnin ja arvopaperistettavien instrumenttien erillisyhtiölle siirron kautta. Synteettisissä rakenteissa erillisyhtiö tarjoaa loppusijoittajille sijoitusinstrumentteina CLN:iä, kun taas ABS:issä liikkeeseen lasketaan useimmiten subordinoituja joukkovelkakirjalainoja.

kasvattaneet suosiotaan. Tämä kehitys näkyy selvästi myös Euroopassa volyymien runsaana ja nopeana kasvuna.

Esimerkin kautta (kuvio 6) synteettisen transaktion rakenne hahmottunee helpommin. Oikeastaan synteettiset rakenteet voivat olla hieman erilaisia liikkeeseenlaskijatyypistään riippuen. Erillisyhtiön tapauksessa voimme käyttää esimerkkinä ensimmäistä synteettistä CLO:ta, J. P. Morganin BISTROA.

Kuvio 6.

Synteettisen luottoportfolion arvopaperistaminen – BISTRO



Lähde: Satyajit Das (2001).

Synteettisen CLO:n tarkoituksena oli hankkia suojaa J. P. Morganille tämän yrityssectorille myöntämien lainojen osalta. Ensin perustettiin erillisyhtiö nimeltään BISTRO, joka sitten laski markkinoilla liikkeeseen viiden vuoden pituisia credit-linked noteja eli CLN¹⁹:iä.²⁰ Arvo-

¹⁹ CLN eli credit linked note = credit linked note on yrityksen tms. instituution liikkeeseenlaskema velkakirja, johon liittyy olennaisena osana luottojohdannainen. CLN:ään sijoittavalla säilyy riski velkakirjan liikkeeseenlaskijasta. CLN:ään voi liittyä joko kiinteä tai vaihtuva korkovirta.

²⁰ Liikkeeseenlasku voi tapahtua useammassa etuoikeusluokassa eli tranchessa, kuten tässä tapauksessa. Luokat ovat luottoriskiluokituksestaan erilaisia, ja niiden etuoikeusjärjestys on erilainen. Tätä käsitellään myöhemmin tarkemmin sub-ordinoitujen rakenteiden yhteydessä.

papereiden myynnistä saadut varat BISTRO sijoitti parhaimman luottoriskiluokituksen arvopapereihin, sillä kyseisiä arvopapereita käytettiin solmittavan CDS:n vakuutena. Arvopaperit olivat tässä tapauksessa Yhdysvaltain valtion joukkovelkakirjoja.

Tämän jälkeen erillisyhtiö teki J. P. Morganin kanssa viisivuotisen luottoriskijohdannaissopimuksen. Swap-sopimuksen mukaan pankki maksoi jaksottaista palkkiota erillisyhtiölle siitä, että tämä korvasi sille tappiot, jotka mahdollisesti tapahtuisivat tietyssä yritysainapositionissa. BISTRO siis oli suojauksen myyjä ja J. P. Morgan suojauksen ostaja.

Vaikka pankin yritysainaposition olisikin tullut luottotappioita, olisi se saanut korvauksen näistä menetyksistä suojauksen myyneeltä erillisyhtiöltä. BISTRO:n myöntämien suojauksien vakuutena taas olivat sen ostamat Yhdysvaltain valtion velkapaperit (sekä tässä tapauksessa 32 miljoonan dollarin vararahasto, joka olisi käytetty ensin tarpeen niin vaatiessa), jotka se olisi suuren likviditeettitarpeen yllättäessä voinut myydä markkinoilla. Mikäli luottotappiot J. P. Morganin lainapositionissa olisivat kasvaneet todella suuriksi ja BISTRO olisi riittävistä suojausvaatimuksistaan huolehtiakseen joutunut likvidoimaan joukkovelkakirjojaan, olisivat vaikutukset tuntuneet myös CLN:ien sijoittajakunnassa. Näin sen vuoksi, että CLN:ien maturiteettipäivänä ei erillisyhtiö ehkä olisikaan pystynyt maksamaan takaisin kaikkien sijoittajien pääomia, koska osa vakuutena olleista valtion velkakirjoista olisi jouduttu myymään jo aiemmin markkinoilla. Tällaisissa tapauksissa CLN:iin sijoittaneiden kannalta on hyvin tärkeää, mihin etuoikeusluokkaan heidän ostamansa arvopaperit kuuluvat. CLN:ien tuottavuus on siis suoraan sidoksissa referenssiportfolion eli luottoportfolion kehitykseen.²¹

Edellisestä kuvauksesta puuttuivat kuitenkin vielä BISTRO:n liikkeeseenlaskemien arvopapereiden eli CLN:ien korkovirrat, sillä se maksoi CLN:iin sijoittaneille normaalisti korkoa, kuten minkä tahansa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskija. CLN:ien kuponkikorkoihin BISTRO sai varat omistamistaan valtion velkakirjojen kuponkiko-roista sekä J. P. Morganin sille maksamista palkkioista.

²¹ Das, S. (2001).

1.6 Arvopaperistamisen sijoitusriskit

Kuten kaikkiin sijoitusinstrumentteihin, myös arvopaperistamalla muodostettuihin sijoitusinstrumentteihin liittyy riskiä. Perusrakenteessa (ABS) voidaan erotella muutamia instrumenteille tyypillisiä riskikategorioita, joskin jokaisessa liikkeeseenlasketussa arvopaperissa on aina myös omia, täysin liikkeeseenlaskukohtaisia riskejä.

Tarkemmin arvopaperistamiseen liittyvät riskit voidaan jaotella kahteen osaan: saataviin liittyviin riskeihin ja muihin riskeihin, mutta tiukka linjaveto näiden välillä voi olla varsin hankalaa. Lisäksi arvopaperistettuihin eriin liittyy kuitenkin samat riskit kuin mihin tahansa kiinteä- tai vaihtuvakorkoista kassavirtaa tuottaviin instrumentteihin. Tämän vuoksi myös ABS:t ovat hinnoiltaan alttiita taloudessa tapahtuville korkotason vaihteluille. Ne siis sisältävät ensinnäkin **korkoris-****kiä**. Korkorisikin lisäksi arvopaperistettuihin instrumentteihin liittyy usein **likviditeettiriskiä**.²² Huolimatta siitä, että arvopaperistettujen instrumenttien markkinat ovat viime vuosina kasvaneet yhdessä liikkeeseenlaskuvolyymien kanssa, edelleen kuitenkin vain harvat liikkeeseenlaskut ovat saavuttaneet markkinoilla todella likvidin aseman.

1.6.1 Saataviin liittyvät riskit

Arvopaperistamisen kohteena olevat omaisuuserät voivat luonteeltaan olla sellaisia, että niihin kohdistuu **ennenaikaisen takaisinmaksun riski ja siten uudelleensijoittamisriski**. Riskiksi tämä muodostuu juuri sen vuoksi, että pääomien ennaikaisen palautumisen takia ne joudutaan sijoittamaan uudelleen markkinoilla, ja pahimmassa tapauksessa markkinaolosuhteet ovat huonontuneet alkuperäiseen sijoitustilanteeseen verrattuina. Tällöin voidaan puhua uudelleensijoittamisriskin toteutumisesta. Uudelleensijoittamisriski on uhka etenkin siinä tapauksessa, että arvopaperistamisen kohteena on ollut esimerkiksi pankin myöntämiä asuntolainoja. Asuntolainojen ennaikaisen takaisinmaksun riskin kasvu liittyy olennaisesti talouden kehitykseen ja korkotason muutoksiin, sillä etenkin korkotason laskiessa asuntolainojen ennaikaiset takaisinmaksut lisääntyvät, kun lainoja rahoite-

²² Likviditeetti = likviditeetillä kuvataan sitä, miten helppoa kaupankäynti kyseisellä instrumentilla jälkimarkkinoilla on. Hyvin likvideillä instrumenteilla kaupankäynti jälkimarkkinoilla on helppoa ja sen osto- ja myyntinoteerausten välinen erotus eli spread on yleensä verrattaen kapea. Likvideillä instrumenteilla myöskään kaupankäyntimäärät eivät vaikuta instrumentin kaupankäyntihintaan.

taan uudelleen alhaisemmalla korolla. Tässä tilanteessa lainat myöntäneen pankin on sijoitettava (eli käytännössä myönnettävä uusina lainoina) palautuneet pääomat uudelleen alemmalla korkotasolla.

Varsinainen riski (uudelleensijoittamisen riski) realisoituu tässä tapauksessa markkinoilla, mutta sen realisoituminen johtuu poolin luonteesta. Tämän vuoksi ennaikaisen takaisinmaksun riskin ja siihen liittyvän uudelleensijoittamisriskin voi jaotella kuuluvaksi pooliin liittyväksi riskiksi. Riskinä on myös se, että arvopaperistettujen instrumenttien **kuoletus tapahtuu ennaikaisesti liikkeeseenlaskun aikana**. Liikkeeseenlaskussa voi olla määriteltyinä erikseen joitain ehtoja, joiden toteutuminen voi johtaa liikkeeseenlaskun kuoletukseseen. Tällaiset ehdot voivat liittyä mm. poolissa tapahtuvien maksukyvyttömyystilanteiden nopeaan lisääntymiseen ja tätä kautta poolin laadun heikkenemiseen. Poolin laadun huononeminen tietyllä tasolle voi siten laukaista ennaikaisen kuoletuksen. Tässä tapauksessa uudelleensijoittamisriski kohdentuu sijoittajaan. Tämä johtuu siitä, että kun arvopaperistamisemissio vedetään takaisin perustuen liikkeeseenlaskussa mainittujen ehtojen täyttymiseen, joutuu sijoittaja kohtaamaan markkinoilla uudelleensijoittamisriskin.

Kaikkien velkainstrumenttien tapaan arvopaperistettuihin instrumentteihin liittyy usein **luottoriski**. Arvopaperistetuissa rakenteissa poolin luottoriskikehitys on huomattava riskin aiheuttaja. Ensinnäkin luottoriski sisältyy poolissa oleviin omaisuuseriin, joissa voi esiintyä maksuhäiriöitä ja luottotappioita. Näiden riskien realisoituminen voi sitten vaarantaa koko poolin toiminnan. Luottoriski liittyykin kiinteästi siihen, miten poolin uskotaan pystyvän säilyttämään liikkeeseenlaskuhetken aikaista laatuaan ja tästä kertovaa luottoriskiluokitustaan pidemmällä aikavälillä.

Myös alullepanijan konkurssi voi aiheuttaa merkittävän riskin sijoittajalle. Hyvin useinhan arvopaperistamisen alullepanija kerää arvopaperistettujen omaisuuserien kassavirrat ja välittää ne sitten eteenpäin erillisyhtiölle, joka vuorostaan välittää ne arvopaperistettujen instrumenttien sijoittajille. Tällöin joissain tapauksissa kerätyt kassavirrat voivat joutua ensin alullepanijan tilille, joka ei välttämättä olekaan pelkästään näitä maksuja varten perustettu erillinen tili. Nykyään kuitenkin usein erillinen asiakasvarojen tili on olemassa, jolloin tämänkaltaista huolta ei ole olemassa.

Erillisen tilin puuttuminen voi johtaa siihen, että alullepanijan konkurssitilanteessa erillisyhtiölle kuuluvia varoja on vaikea erottaa alullepanijan muista varoista. Merkittäviä tämänkaltaiset riskit voivat olla etenkin silloin, kun kyseessä ovat esimerkiksi kauppasaatavien kaltaiset, vielä realisoitumattomat kassavirrat. Tämän lisäksi alullepanijan konkurssi voi luonnollisesti vaarantaa kassavirtojen keräämi-

sen kokonaan, mikäli riittäviä varajärjestelyjä ei ole ennalta sovittuna konkurssitilanteiden varalle.

1.6.2 Muut riskit

Hyvin usein taloustieteissä esiin tuleva moraalivaje eli moral hazard liittyy osaltaan myös arvopaperistamiseen. Kaikkein näkyvimmin moral hazard -ongelma tulee esiin sellaisissa arvopaperistamisen rakenteissa, joissa toinen transaktion osapuolista voi toiminnallaan vaikuttaa transaktion arvoon, mutta transaktion vastapuoli ei voi millään tavoin valvoa tällaisia arvoon vaikuttavia toimia. Ongelma voi toteutua etenkin koko liiketoiminnan arvopaperistamisen yhteydessä, samoin kuin esimerkiksi katastrofibondien yhteydessä. Katastrofibondien yhteydessähän sijoittajien on mahdotonta valvoa alkuperäisten vakuutettujen toimia. Valvontakanavan puuttuminen voi olennaisesti vähentää tällaisen emission arvoa sijoittajalle, ja sijoittaja huomioi tämän emission hinnassa.

Viimeisenä tekijänä voitaisiin vielä mainita **epäsymmetrisen informaation riski**, joka etenkin arvopaperistamisen luonteen takia korostuu. Tämä johtuu siitä, että oletettavasti arvopaperistamisen alullepanijalla on enemmän informaatiota arvopaperistamisen kohteena olevista omaisuuseristä ja niiden todellisesta arvosta kuin tavallisella sijoittajalla. Riski luonnollisesti piilee siinä, että sijoittaja voi olettaa vakuuksina olevien omaisuuserien arvon toiseksi kuin mikä se todellisuudessa tai ainakin paremman informaation valossa olisi. Tästä informaation epäsymmetriasta sijoittaja luonnollisesti vaatii kompensatiota.

Edellisten riskien kompensatiota sijoittajat vaativat premion muodossa. Ainakin tähän saakka arvopaperistettujen erien markkinat on hinnoiteltu niin, että ne ovat olleet parempituottoisia kuin vastaavan luottoriskiluokituksen joukkovelkakirjalainat. Hintaaerot voivat näiden kahden instrumenttiluokan välillä kuitenkin kaventua tulevaisuudessa, kun arvopaperistettujen instrumenttien markkinat ikääntyvät ja kokemus arvopaperistettujen instrumenttien käyttäytymisestä laajenee.

2 Arvopaperistamisen motiivit

Yksi arvopaperistamisen peruskysymyksistä on, miksi yrityksen tai pankin kannattaa ylipäätään aloittaa arvopaperistaminen, vaikka se joissain tapauksissa saattaa merkitä sitä, että markkinoilla olevien le-veiden korkoerojen takia arvopaperistettavista omaisuuseristä joudutaan realisoimaan tappioita. Vastaus kysymykseen on hajauttaminen. Ensinnäkin rahoituslähteitä on mahdollista arvopaperistamisen kautta hajauttaa ja varmistaa näin riippumattomuus vain yhdestä rahoituskanavasta tai -lähteestä. Toisaalta hajautustarve voi syntyä myös alullepanijan taseen sisältä. Mikäli taseeseen on syntynyt merkittäviä riskikeskittymiä, kannattaa niiden poistaminen arvopaperistamalla, vaikka tämä voikin joissain tapauksissa merkitä pienien arvostustappioiden realisoitumista markkinoilla. Keskittymistä syntyvät riskit voivat kuitenkin realisoituessaan, niin taseen kuin rahoituskanaviensa tapauksissa, johtaa paljon suurempiin tappioihin kuin arvostustappiot, jotka mahdollisesti kirjataan arvopaperistamisen yhteydessä. Samalla myös sijoittajakunnan laajentuessa koko talouden riskiallokaatiota pystytään muuttamaan, sillä arvopaperistamisella esimerkiksi luottoriskit pystytään hajauttamaan entistä laajemmalle joukolle.

Monet eri tahot voivat toimia arvopaperistamisen alullepanijoina, ja jokaisella näistä tahoista on hieman erilaiset motiivit toiminnan aloittamiseen. Etenkin yritysten ja pankkien välillä syyt arvopaperistamisen aloittamiseksi voivat olla osin hyvinkin erilaiset, mutta on olemassa myös yhteisiä syitä.

Yksi niistä on arvopaperistamisen tarjoama mahdollisuus saattaa tase-eriä likvidimpään ja jälkimarkkinakelpoiseen muotoon. Arvopaperistamalla voidaan taseesta siirtää pois epälikvidejä ja tuottamattomia eriä ja tällä tavoin siivota tasetta. Poistamalla tuottamattomat ja omaan strategiaan sopimattomat tase-erät saadaan tase tuottavampaan muotoon ja pystytään sijoittamaan varat paremmin tukemaan keskeistä liiketoimintaa. Luonnollisesti esimerkiksi tuottamattomien taseerien poiston kannattavuus riippuu osaltaan myös niistä kustannuksista, joilla poistot pystytään arvopaperistamalla tekemään. Useissa maissa pankit ovat käyttäneet arvopaperistamista poistaakseen taseistaan ongelmaluottojaan.

Esimerkiksi ongelmaluottoihin perustuvat emissiot voidaan pake- toida monella tavalla erilaisia rakenteita hyväksi käyttäen, jolloin niistä saadaan juuri tiettyä sijoittajakuntaa kiinnostavia instrumentteja. Samalla strategiaan sopimattomien tase-erien poisto taseesta johtaa siihen, että alullepanijan taseen läpinäkyvyys paranee. Tällöin sijoit- tajien voi olla helpompi arvioida taloudellisia riskejä, jotka liittyvät

alullepanijan taseeseen. Arvioinnin helpottuminen taas johtaa siihen, että esimerkiksi markkinoilta haettavan rahoituksen hinnoittelu tehostuu, kun hinnoista pystytään poistamaan ylimääräiset epävarmuustekijät.

Omaisuserien siirtäminen pois taseesta vapauttaa taseen käyttöä, koska limiitit vapautuvat ja riskikeskittymät poistuvat. Siirroilla voidaan merkittävästi parantaa taseen hallittavuutta. Lisäksi riskikeskittymien poistaminen joustavoittaa huomattavasti liiketoimia, koska keskittymien poiston jälkeen yritykset voivat helpommin suunnata sijoituksiaan uudelleen. Monilla yrityksillä esimerkiksi yhdistymis- ja konsolidoitumiskehityksen seurauksena syntyy mittavia riskikeskittymiä, joita arvopaperistamalla voidaan suhteellisen nopeasti purkaa. Pankit voivat riskikeskittymien poistolla puolestaan vapauttaa luottolimiittejä ja saattaa limiittejä uuteen käyttöön.

Useissa maissa pankkien taselainoissa on nykyäänkin merkittäviä alueellisia keskittymiä. Joissain tapauksissa pankit ovat myös voineet altistua jonkin tietyn yrityssektorin vaikutuksille. Näin on jossain määrin käynyt esimerkiksi 1990-luvun lopussa ja 2000-luvun alussa telekommunikaatiosektorin²³ kanssa. Riskikeskittymien poistaminen ja luottolimiittien vapauttaminen uudelleen käytettäväksi vähentävät taloudessa osaltaan myös luottolaman mahdollisuutta.

Siirrettäessä omaisuuseriä arvopaperistamalla pois taseesta vapautetaan samalla myös näiden omaisuuserien aiheuttamista muista tase-eräistä. Esimerkiksi luottoriskit voidaan toki siirtää markkinoille myös synteettisillä instrumenteilla, mutta kun kohteena ovat omaisuuserät jäävät tällöin alullepanijan taseeseen, saattaa jäljelle jäädä myös osa riskeistä.

Siinä missä arvopaperistamisella on vaikutuksia alullepanijan talouteen, sillä on vaikutuksia myös kokonaistalouteen. Koska arvopaperistamistransaktiot tehdään yleensä velkainstrumentteina, on niillä vaikutusta myös koko velkamarkkinoiden toimintaan. Tämän takia monet tutkimukset ovatkin keskittyneet selvittämään arvopaperistamisen mahdollisia vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja tätä kautta myös rahapolitiikan välittymiseen. Näitä tutkimuksia ja niiden keskeisimpiä tuloksia käsitellään lähemmin luvussa 4.4. Muista arvopaperistamisen kokonaistaloudellisista vaikutuksista Belgian pankkiyhdistys teki vuonna 1995 selvityksen, jossa se listasi arvopaperistamisesta kuluttajalle ja kokonaistaloudelle koituviksi seuraavat hyödyt:

²³ Joskin telekommunikaatiolainat ovat hajautuneet tehokkaasti myös markkinoille.

- Pankkien marginaalit voivat pienentyä, koska niiden kulut laskevat strategisemman taseenhallinnan seurauksena.
- Kiinteäkorkoisten lainojen tarjonta tulee mahdolliseksi.
- Pankkien hinnoittelu saattaa helpottua transparensin lisääntyessä tase-erien selkeytymisen myötä.
- Luoton saatavuus paranee, luottolaman²⁴ mahdollisuus pienenee.
- Rahoitusmarkkinat toimivat paremmin.
- Pitkäaikaiseen rahoituksen välittämiseen kanavoituu helpommin varoja.
- Julkinen valta voi pienentää omia rahoituskustannuksiaan.

Arvopaperistamisen motiivit muuttuvat kuitenkin jatkuvasti. Tähän vaikuttaa osaltaan mm. sääntelyn kehittyminen, sillä uusien säädöksiä myötä arvopaperistamistoiminnan aloittamisen motiivit voivat muuttua ja entiset motiivit käydä kannattamattomiksi. Esimerkkinä hyvin kattavasta sääntelymuutoksesta voidaan pitää mm. Baselin pankkivalvontakomitean antamia säännöksiä.

2.1 Pankkien motiivit

Jo 1980-luvulla oli näkyvissä merkkejä tulevista muutoksista kansainvälisessä pankkitoiminnassa. Kansainvälisillä velka- ja pääomamarkkinoilla oli käynnissä muutosprosessi, jonka tuloksena muodostui perinteisen pankkilainakeskeisen rahoitusjärjestelmän rinnalle **markkinarahoitusperusteinen vaihtoehto**. Pankkien rooli rahoituksen välittäjinä markkinoilla muuttui, ja samalla pankkien tulonlähteet monipuolistuivat käsittämään yhä enemmän myös arvopaperikaupankäynnistä ja -välityksestä saatavia tuloja.

Arvopaperistaminen merkitseekin suurta murrosta nimenomaan rahoituksen välittymiselle taloudessa. Varsin usein arvopaperistaminen on koettu pikemmin uhkana kuin mahdollisuutena pankkisektorin toiminnalle. Uhkana arvopaperistaminen koettiin siksi, että se merkitsi perinteiselle pankkisektorille lisääntyvää kilpailua tarjoamalla vaihtoehdoisen rahoituskanavan.

Yhden koulukunnan mukaan suurin osa pankkien toiminnasta perustui jollain tapaa markkinoiden epätäydellisyyksiin ja pankkien kykyyn käyttää näitä epätäydellisyyksiä hyväkseen. Markkinoiden tehostuessa ja kilpailun kasvaessa nämä epätäydellisyydet kuitenkin lo-

²⁴ Luottolama, tilanne, jossa luottoa on olennaisesti vaikeampi saada, sillä lainan antajat ovat poistuneet markkinoilta.

pulta poistuisivat ja pankkien kannattavuus laskisi. Koulukunnan mukaan **arvopaperistaminen on juuri yksi merkki markkinoiden tehostumisesta.**²⁵

Kaikki eivät kuitenkaan ole nähneet arvopaperistamista uhkana pankkisektorille, vaan pikemminkin pankkisektorin mahdollisuutena kehittää toimintojaan. Arvopaperistamisen käyttöönoton myötä pankkien oli keskityttävä yhä enemmän liiketoimiensa modernisointiin kehittämällä erilaisia arvopaperirakenteita ja rahoitustekniikoita. Nämä muutokset merkitsivät uusia tulolähteitä etenkin investointipankkisektorille.

Pankit kiinnostuivatkin arvopaperistamisesta. Eräänä **syynä tähän voitaneen pitää sitä, että markkinoiden kehittyminen asetti vaatimuksia ja lisäksi pankkien sääntely kehittyi.** Pankkeja koskeva sääntely alkoi kehittyä etenkin 1980-luvun alun Latinalaisen Amerikan velkakriisin jälkeen, jolloin alettiin kiinnittää yhä suurempaa huomiota pankkien pääomavarantoihin. Tämä taas lisäsi pankkien mielenkiintoa arvopaperistamisen tarjoamia mahdollisuuksia kohtaan. Arvopaperistamista käytettiin esimerkiksi siirtämään järjestämättömiä saatavia pois taseesta, koska niiden suuri osuus heikensi pankkien kykyä myöntää lisärahoitusta. Tällöin instrumenttirakenteina käytettiin etenkin CLO:ita.²⁶ Esimerkiksi Yhdysvalloissa vuonna 1998 kymmenen suurimman pankin holdingyhtiöiden (muiden kuin kiinnitysluottojen) arvopaperistettu massa vastasi 200 miljardia dollaria. Tämä vastasi yli 12 prosenttia näiden pankkien koko riskipainotetusta lainakannasta (total risk weighted assets)²⁷. Nykyään järjestämättömät saatavat ovat suuri ongelma etenkin Japanin pankkisektorilla.²⁸

Varsinaiset pankkien vakavaraisuutta koskevat säännökset annettiin vuonna 1988, kun Baselin pankkivalvontakomitea (Basel Committee on Banking Supervision) laati ns. Baselin sopimuksen eli Basel I:n. Arvopaperistamisen osalta tämä säännös ei kuitenkaan ollut ongelmaton, sillä se loi pankeille tahattomasti uuden insenttiivin arvopaperistamiseen.²⁹ Tämä kannustin on ns. arbitraasihyöty, joka liittyy kiinteästi kyseisen pääomavaatimuskehikon vakavaraisuusvaatimukseen. Basel I:n mukaisesti pankeille on määritetty 8 prosentin minimi-

²⁵ Gardener, E.P.M. (1986).

²⁶ Das, S. (2001).

²⁷ BIS working paper (1999).

²⁸ Japanin valtio on nimennyt Goldman Sachs'in ja Mitsubishi Trust -pankin arvopaperistamaan heikkolaatuisia lainoja. Toiminta aloitetaan arvopaperistamalla ensin 9,6 miljardin jenin edestä luottoriskiluokiteltuja lainoja, mutta tarkoitus on jatkaa arvopaperistamista koskemaan myös pankeissa olevia n. 100 miljardin jenin järjestämättömiä saatavia.

²⁹ Basel I:n negatiivista kannusteongelmaa käsitellään myös luvun 3 kappaleessa 3.1. Basel I:n sopimuksen sisältöä taas käydään läpi luvun 5 kappaleessa 5.2.

pääomavaatimus riskipainotetuista saatavista, jotka pääasiassa ovat siis luottoja. Tämä minimipääomavaatimus on riippumaton velallisyriyten luottoluokituksista, minkä vuoksi pankit ovat motivoituneet arvopaperistamaan taseistaan luottoriskiltään parempia, mutta heikompiuottoisia saamisiaan ja jättämään taseisiinsa luottoriskiltään huonompia, mutta parempiuottoisia saamisia.³⁰

Luonnollisesti tämänkaltainen toiminta muuttaa arvopaperistavan pankin riskiprofilia. Olennaista riskiprofiilin muutoksen kannalta on kuitenkin myös se, miten pankit sijoittavat arvopaperistamisesta saamansa varat. Suunnitteilla on uusi Basel II -sääntelykehikko, joka koskee minimipääomavaatimuksia ja jossa edellä kuvattu ongelma on pyritty poistamaan.

Tiukentuva sääntely ei kuitenkaan aiheuttanut kannustinta arvopaperistamiseen vain pankkisektorilla. Myös Yhdysvalloissa National Association of Insurance Commissionersin (NAIC) tiukentuneet pääomavaatimukset vakuutussektorille johtivat siihen, että vakuutusyhtiöt alkoivat arvopaperistaa omistamiaan heikoimman luottoriskin joukkolainoja. Nämä arvopaperistamiset toteutettiin usein CBO-muotoisina. Niiden kautta subordinoitujen liikkeeseenlaskujen kaikkein riskipitoisimmat luokat siirrettiin vakuutusyhtiöiden holdingyhtiöille. Tällöin itse vakuutusyhtiöiden vakuusvaatimuksia pystyttiin pienentämään.³¹

Harkitessaan arvopaperistamisen aloittamista pankkien on kuitenkin arvioitava, mitä toiminnan aloittaminen merkitsee olemassa olevan asiakassuhteen kannalta. Joskus pankin siirtäessä esimerkiksi yrityslainoja arvopaperistettaviksi se voi olennaisesti vaikuttaa kyseisten yritysten ja pankin välisiin suhteisiin.

Pankit ovat kuitenkin useimmiten arvopaperistamassa juuri luottoriskejään, sillä ne vastaavat tyypillisesti suurinta osaa pankkitoiminnan riskeistä. Lisäksi luottoriskit syntyvät pankeille usein verrattain pitkäaikaisista luotoista, kun taas pankkien oma rahoitus tulee suurimmaksi osaksi lyhytaikaisista rahamarkkinasijoituksista. Tämän vuoksi riskit eivät ole symmetrisiä.³²

Joissain yhteyksissä on yrityslainojaan arvopaperistavien pankkien todettu jopa olleen hieman tuottavampia kuin arvopaperistamattomien

³⁰ Yleensä arvopaperistaminen toteutetaan tällaisissa yhteyksissä CLO:ina, joten CLO:iden markkinaosuuksien kasvusta voidaan tehdä ainakin jonkinlaisia päätelmiä arvopaperistamisen todellisista käyttötarkoituksista. Tässä yhteydessä on kuitenkin huomioitava myös se, että CLO:ita käytetään myös pelkässä pankkiluottojen jälleenrahoituksessa.

³¹ Esim. Das, S. (2001).

³² Mm. Albrecht, T.W. – Smith, S. J. (1998).

pankkien. Tämä käy ilmi etenkin tarkasteltaessa arvopaperistamattomien ja arvopaperistavien pankkien ROE³³:ta ja arvopaperistavien pankkien kykyä vallata markkinaosuuksia perinteisillä lainamarkkinoilla. Suurin osa vähittäispankkien tuloksista syntyy edelleenkin perinteisestä vähittäispankkitoiminnasta. Tässä mielessä kiristyvä kilpailu luo motiiveja etsiä yhä enemmän tapoja, joilla pankkien marginaaleja pystytään kaventamaan ja kilpailuasemaa parantamaan. Kuten Belgian pankkiyhdistyksen selvityksessäkin mainittiin, marginaaleja voidaan pienentää, mikäli taseiden strategista hallittavuutta pystytään parantamaan. Eräs tapa taseen strategisen hallittavuuden parantamiseen on nimenomaan arvopaperistaminen.

Toisaalta arvopaperistamistransaktiossa alullepaneva pankki pitää yleensä itse kaikkein riskipitoisimman osan, ns. osakeosan, taseessaan, joka riskinsä vuoksi myös tuottaa eniten. Arvopaperistamisella pääomavaatimuksia saadaan pienennettyä ja näiden tekijöiden yhteisvaikutuksen ansiosta arvopaperistamisella pystytään nostamaan ROE:ta. Todellisen riskinsiirron kannalta kuitenkin juuri suuririskisimmän osake-osan merkitseminen takaisin itselle onkin kyseenalaistettu. Monissa kirjoituksissa on pohdittu nimenomaan sitä, paljonko kokonaisriskeistä tällaisissa tapauksissa todella saadaan siirrettyä pois alullepanijan taseesta.

Arvopaperistamista paljon hyväkseen käyttäneet pankit ja investointipankit, kuten Chase Manhattan, Bank of America, Credit Suisse First Boston ja Lehman Brothers, ovat pystyneet jatkuvasti vahvistamaan asemiaan perinteisillä lainamarkkinoilla: ne ovat kasvattaneet markkinaosuuksiaan ilman, että olisivat samaan aikaan joutuneet sitouttamaan toimintaan omaa tasettaan. Tämä johtuu siitä, että arvopaperistamalla ne ovat pystyneet nopeuttamaan pääoman kiertoa.³⁴

Euroopan pankkien koot ja täten niiden mahdollisuudet myöntää lainoja eroavat toisistaan merkittävästi pankkisektorin sisällä. Todella suuria pankkeja Euroopassa on vain toistakymmentä, ja suurin osa näistä pankeista on rekisteröity joko Saksassa, Isossa-Britanniassa, Ranskassa tai Alankomaissa. Näiden lisäksi suurehkoja pankkeja on myös Italiassa ja Espanjassa.

Kun verrataan pankkiryhmien kokoa niiden käyttämiin luottojen jälleenrahoituskeinoihin vuosina 1995 ja 1996, voidaan havaita, että saksalaiset ja ranskalaiset pankit jälleenrahoittivat luottojaan lähinnä talletusten kautta. Iso-britannialaiset, italialaiset ja alankomaalaiset pankit puolestaan käyttivät jälleenrahoituksessa myös arvopaperi-

³³ ROE = Return on equity, oman pääoman tuotto.

³⁴ Grossman, R. J. (2000).

markkinainstrumentteja.³⁵ Tuloksesta on arvopaperistamisen kannalta kuitenkin mahdotonta vetää mitään sen tarkempia johtopäätöksiä. Jos ajatellaan pankkien kokoa, edellä esitetyn teorian mukaan arvopaperistamalla pienemmät pankit pystyisivät lisäämään kykyään kiertää pääomaa, ja ne pystyisivät näin paremmin kilpailemaan lainamarkkinoilla. Toisaalta taas sitäkin tosiseikkaa ei sovi unohtaa, että pienille pankeille arvopaperistamisen kustannukset voivat lisääntyä nopeasti hyvin paljon ja täten rajoittaa halua arvopaperistaa pieniä eriä. Tällaista kokoluokan ja jälleenrahoituskeinon välistä riippuvuutta voidaan tuskin useinkaan suoraan löytää. Todelliset syyt jälleenrahoituksen muodolle löytynevätkin pikemmin arvopaperistamisen sääntelyn tilasta kuin pankkien koosta.

Toisissa tutkimuksissa arvopaperistamismarkkinoilla aktiivisesti toimivista pankeista on löydetty joitain yhdistäviä tunnusmerkkejä. Näyttäisi siltä, että tietynlaiset pankit toimivat poikkeuksellisen usein arvopaperistamisen alullepanijana eli myyvät eteenpäin taseissaan olevia hyviä ja tuottavia lainoja. Tällaisilla pankeilla on hyvin paljon paikallista asiantuntemusta, ja ne osaavat siksi kohdistaa lainoituksensa erityisen kannattaviin projekteihin. Pankit, joilla on paikallista asiantuntemusta, voivat tätä kautta onnistua hankkimaan hyvinkin merkittävät lisäresurssit pääoman kiertoon ja lainanantoon.

Arvopaperistamalla pienehköt pankit tasaavat myös mahdollisuuksiaan hankkia edullista rahoitusta markkinoilta, sillä varsin usein suoraan markkinoilta haettavasta rahoituksesta ne joutuvat maksamaan suurempaa korkoeroa kuin suuret kilpailijansa. Arvopaperistamisessa sijoittajina toimivat usein sellaiset pankit, joille rahoituksen hakeminen suoraan markkinoilta on vaivatonta. Tätä eroa näiden kahden pankkityypin välillä kutsutaan arvopaperistamisen alullepanon suhteelliseksi eduksi.³⁶ Selityksen merkityksellisyyttä voidaan kuitenkin kyseenalaistaa ottamalla huomioon se tosiasia, että vain harvalla pienellä pankilla on olemassa arvopaperistamisen kannalta hallussaan riittävän suuri omaisuuserämassa. Lisäksi arvopaperistaminen voi näissä tapauksissa tulla kalliiksi.

Toinen tärkeä vaikuttaja arvopaperistamismarkkinoiden aktiivisuuteen näyttäisi tutkimuksessa olevan ns. hajautuneisuuden aste. Tutkimuksen valossa näyttäisikin siltä, että sellaiset pankit, jotka eivät voi käyttää hyväkseen omaa maantieteellisesti laajaa haarakonttori-

³⁵ Borchert, M. (1999).

³⁶ Demsetz, R. S. (1999).

järjestelmää³⁷, ovat innokkaampia osallistumaan arvopaperistamis-markkinoille niin alullepanijoina kuin sijoittajinakin. Arvopaperistaminen luo tällöin pankeille mahdollisuuden hajauttaa maantieteellisiä riskikeskittymiään. Mahdollisuus myydä lainoja arvopaperistamis-markkinoilla ei kuitenkaan ole samanlainen, sillä kyky myydä riippuu pankin hyvästä maineesta.

2.2 Yritysten motiivit

Yrityksille arvopaperistaminen tarjoaa ensinnäkin joustavan rahoitustavan. Sen etuna on, että rahoituksen pituus pystytään sovittamaan juuri oikean mittaiseksi ja siten helpottamaan yrityksen korkoriskien hallintaa. Samalla arvopaperistamalla pystytään hajauttamaan rahoituslähteitä ja varmistamaan rahoituksen saatavuus myös luottolaman aikana³⁸.

Arvopaperistamisen luomaa rahoituskanavaa pystyvät tehokkaasti hyödyntämään etenkin yritykset, jotka kasvavat hyvin nopeasti tai joiden oma luottoriskiluokitus on heikohko ja joiden markkinarahoitus olisi tästä syystä kalliimpi. Arvopaperistettua liikkeeseenlaskua takaa-va poolihan voidaan laatia niin, että liikkeeseenlaskulle saadaan alullepanevan yrityksen luottoriskiluokitusta korkeampi luokitus.³⁹ Näin yritys voi hakea rahoitusta markkinoilta omaa luottoriskiluokitustaan korkeammalla luottoriskiluokituksella, mikä taas alentaa rahoituksen hintaa. Vähäisemmät rahoituskustannukset vaikuttavat sinänsä myönteisesti yrityksen luottoriskiluokitukseen. Usein nopeasti kasvavien yritysten rahoituspaineet ovat hyvin kovat. Tällöin jatkuva velkarahoittaminen voi vaikuttaa taseen laatuun, ja tätä kautta arvopaperistaminen luo tämänkaltaisille yrityksille varteenotettavan vaihtoehdon hankkia ulkoista rahoitusta, mutta samalla pitää tunnuslukunsa hyvinä.

³⁷ Maantieteellisesti laaja haarakonttorijärjestelmä nimittäin auttaa siinä, että lainoja myönnetään laajemmille maantieteellisille alueille, eikä alueellista keskittymää lainaprosessissa pääse syntymään.

³⁸ On olemassa todisteita siitä, että esimerkiksi Yhdysvalloissa 1990-luvun alussa pankkien kiinnostus lainoittaa pieniä yrityksiä väheni selvästi, kun taloudellinen tilanne heikkeni ja paine kohdistui pankkien pääoma-asteisiin. Tällaisissa tapauksissa pienten yritysten mahdollisuudet käyttää arvopaperistamista rahoituslähteenä ovat kuitenkin rajatut niiden pienten omaisuuserien vuoksi, mutta pankit voivat arvopaperistamalla likvidoida omaa lainanantoaan. Suoraa arvopaperistamista voivat käyttää vain riittävän suuret yritykset.

³⁹ Tämä siksi, että liikkeeseen laskettujen arvopapereiden luottoriskiluokitus on riippuvainen ainoastaan siitä vakuusmassasta, joka erillisyyhtiölle on siirretty, eikä varsinaisen alullepanijan luottoriskiluokituksesta.

Toisaalta tunnuslukujen merkitystä ei pidä liiaksi korostaa, sillä pelkkä tunnuslukujen tulkinta voi helposti johtaa liian lyhytnäköiseen toimintaan. Olennaisinta on yrityksen liiketoimintastrategia ja se, miten arvopaperistamalla saadut varat sijoitetaan ja millaisia riskejä näillä sijoituksilla otetaan.

Yrityksien kannalta arvopaperistaminen voi olla suuri apu etenkin sellaisissa tilanteissa, joissa tulevaisuudessa tiedetään tuloutuvan paljon myyntisaamisia. Näiden saamisten tuloutusajankohtaa voidaan aikaistaa käyttämällä arvopaperistamista, ja tällöin on mahdollista saada rahat käyttöön välittömästi. Yritys siis itse asiassa muuntaa maksuajalliset saamiset käteiskaupaksi. Tästä on se hyöty, että yritys voi sijoittaa arvopaperistamalla saatavat rahat tuottavasti ja saada näin niistä lisätuottoa sen sijaan, että odottaisi niiden tuloutumista tulevaisuudessa. Tässä suhteessa erityisen tärkeäksi tekijäksi nousee sijoituskohteiden riittävä arviointi, jotta niiden kannattavuudesta voidaan varmistua. Esimerkiksi omien osakkeiden takaisin Hankinta ei olisi omiaan parantamaan luottoriskiluokitusta.⁴⁰

Muita yritysten arvopaperistamisen kannustimia ovat tutkineet mm. Bernadette Minton, Tim Opler ja Sonya Stanton⁴¹. Heidän mukaansa yritysten arvopaperistamiseen voidaan löytää lähinnä neljä syytä, jotka ovat

- sijoittajille annettavan informaation kustannukset
- arvopaperistamisesta saatavien varojen sijoittaminen
- informaation epäsymmetria
- yritysten nykyisten omistajien asema.

Ensinnäkin ABS:ien sijoittajakunnalle tarvitsee antaa informaatiota vain arvopapereiden vakuutena olevan poolin kehityksestä eikä koko yrityksen tilasta, kuten tulee tehdä vakuudettoman velan eli yrityslainapaperien tapauksessa. Tämä vähentää huomattavasti tuotettavan informaation kustannuksia.

Toisaalta arvopaperistamisesta saatavia varoja voidaan sijoittaa uudelleen ja näin rahoittaa uusia investointeja. Tuottavat investoinnit hyödyttävät siten sekä yrityksen osakkeiden että velkakirjojen omistajia, koska ne kasvattavat yritykseen kohdistettuja tuotto-odotuksia ja poistavat mahdollista ali-investointiongelmaa.

Kolmas syy yritysten mielenkiintoon arvopaperistamista kohtaan liittyy sijoittajien ja arvopaperistamisen alullepanijoiden väliseen in-

⁴⁰ Fitch (2002).

⁴¹ Minton, B. – Opler, T. – Stanton, S. (1997).

formaation epäsymmetriaan. Informaation epäsymmetria syntyy siitä, etteivät sijoittajat tiedä arvopaperistamisen alullepaneovasta yrityksestä, sen nykyisestä tilasta ja sen tulevaisuuden tavoitteista yhtä paljon kuin yrityksen olemassa oleva johto. Informaation epäsymmetrian vuoksi onkin usein helpompi sijoittaa kokonaisuuksiin, jotka ovat mahdollisimman hyvin arvioitavissa ja hallittavissa. Mitä pienempi ja selkeämpi kokonaisuus on kyseessä, sitä helpompaa on sen arviointi ja riittävän informaation tuotto päätöksenteon tueksi. Ongelma nimittäin on se, että sijoittajat vaativat aina rahallisen kompensaation informaation epäsymmetriasta. Informaation epäsymmetriahan merkitsee sijoittajille aina lisää riskiä, ja lisäriskistä sijoittajia on aina kompensoitava lisätuotolla. Tämän vuoksi yritysten on usein helpompi käyttää arvopaperistettuja instrumenttejä, koska vakuutena olevaa poolia on helpompi arvioida kuin kokonaista yritystä. Arvopaperistamalla osa informaation epäsymmetriasta saadaan poistettua.

Neljäntenä syynä yritysten mielenkiintoon arvopaperistamista kohtaan voidaan Mintonin, Oplerin ja Stantonin mukaan pitää yritysten halua parantaa nykyisten omistajiensa asemaa. Tämä voi oikeastaan tapahtua monellakin eri tavalla. Ensiksikin arvopaperistamisesta saatavat varat voidaan sijoittaa tuottavasti niin, että ne nostavat tuotto-odotuksia ja parantavat tätä kautta nykyisten omistajien asemaa. Toisaalta arvopaperistamisesta saatavat varat voidaan käyttää myös lyhytjänteisesti maksamalla saadut tuotot osinkoina yrityksen osakkeenomistajille. Tämä heikentäisi kyseisen yrityksen joukkovelkakirjasijoittajien asemaa. Samoin joukkovelkakirjasijoittajien asema kärsisi, mikäli yritys rahoitusta hankkiessaan arvopaperistaisikin taseestaan hyviä ja vähäriskisiä instrumentteja ja sijoittaisi saadut varat kovin riskipitoisiin investointeihin. Tällainen toiminta heikentäisi olennaisesti yrityksen taseen laatua ja vakuudettoman velan sijoittajien asemaa.

Edellä kuvatun kaltainen toiminta saattaisi toteutua, jos yrityksellä alkaa mennä taloudellisesti huonosti. Sen viimeisenä keinona on etsiä uusia rahoituslähteitä, koska luottoriskiluokituksen alentuessa sen rahoituskustannukset markkinoilla kasvavat jatkuvasti. Rahoituskustannusten noustessa hyvälaatuisen poolin muodostaminen ja siihen perustuvan halvemman rahoituksen hakeminen markkinoilta alkaa helposti tuntua varteenotettavalta vaihtoehdolta. Aivan eri asia on pystykö yritys enää tällaisessa taloudellisessa tilanteessa muodostamaan poolia, joka saisi paremman luottoriskiluokituksen. Kun yritykset joutuvat taloudelliseen ahdinkoon, ne saattavat suurempien tulevaisuuden tuottomahdollisuuksien toivossa sortua investoimaan kohteisiin, joissa on suuret riskit. Tilanne voi kuitenkin muuttua ongelmalliseksi jopa taloudellisesti hyväkuntoisissa yrityksissä, mikäli ne ajau-

tuvat harkitsemattomiin sijoituksiin arvopaperistamisen tuloksena saadun runsaan likviditeetin vuoksi.

Edellä kuvattu on kuitenkin kärjistetty esimerkki. Negatiivinen vaikutus arvopaperistamisella onkin silloin, kun se vaikuttaa kielteisesti yrityksen tulevaisuuden näkymiin. Arvopaperistettuihin eriin sijoittaneille sijoittajille olennaista on vain se, miten heidän arvopaperiensä maksusta vastaava pooli kehittyy: kun todellinen myynti toteutuu, pooli ei enää ole riippuvainen alullepanijan taloudellisesta menestyksestä.

Yritysten kiinnostusta arvopaperistaa tasettaan on pyritty selittämään myös yritysten omistamien omaisuuserien tyypeillä.⁴² Vuonna 2001 julkaistussa tutkimuksessa pyrittiin identifioimaan niitä omaisuuserä rakenteita, joilla arvopaperistaminen osoittautuu yritykselle kannattavimmaksi vaihtoehdoksi.

Periaatteessahan yrityksellä on kaksi vaihtoehtoa: joko pitää omaisuuserät taseessaan tai poistaa ne. Poiston se voi tehdä joko siirtämällä omaisuuserät tytäryhtiölleen tai siirtämällä ne esimerkiksi erillisyhtiölle⁴³, joka sitten arvopaperistaa siirretyt erät edelleen. Tutkimuksen mukaan päätös edellä mainittujen vaihtoehtojen vallinnasta riippuu mm. taseessa olevien omaisuuserien arvostuksien volatilisuudesta ja näiden omaisuuserien arvostuksien välisistä korrelaatioista. Mikäli omaisuuserien arvostuksien volatiliteetit ovat lähestulkoon samankaltaiset, tulisi yrityksen pitää omaisuuserät taseessaan. Vastaavasti jos omaisuuserien volatiliteetit eroavat toisistaan hyvin paljon, tulisi ne erottaa taseesta. Omaisuuserien arvostuksien välisen korrelaation heikentyessä kasvaa niiden rinnakkaisvaikutus. Tämä vuorostaan vaikuttaa koko yrityksen arvostukseen positiivisesti. Päätös taseessa pitämisen ja taseesta erottamisen välillä perustuu siis omaisuuserien arvostuksien volatiliteettien eroihin sekä korrelaatiotasoihin.

Kun päätös omaisuuserien siirtämiseksi on tehty, täytyy seuravaksi valita siirretäänkö omaisuuserät trustille arvopaperistamista varten vai tytäryhtiön omistukseen. Mikäli omaisuuserien arvostuksen volatiliteetti on hyvin korkea tai matala, on optimaalista siirtää omaisuuserät tytäryhtiölle. Sen alentuessa arvopaperistaminen tulee yhä kannattavammaksi vaihtoehdoksi. Tätä jakoa perustellaan tutkimuksessa verotuksellisilla ja konkurssikustannuksiin liittyvillä tekijöillä, koska suurin ero tytäryhtiön ja arvopaperistavan trustin välillä on konkurssimenettelyssä ja sen kustannuksissa. Luonnollisesti sekä verotusta koskevissa menettelyissä että konkurssitilamenettelyissä on

⁴² Skarabot, J. (2001).

⁴³ Tutkimuksessa trust-rakenne.

maakohtaisia eroja, jotka osaltaan voivat vaikuttaa edellä mainittuun tulokseen.

Arvopaperistettavalla omaisuudellakin saattaa olla merkitystä operaation mielekkyyteen. Toisin kuin tulevista palveluista saatavia tuloja arvopaperistettaessa jää esimerkiksi kiinteistöhankinnan arvopaperistamistransaktion erääntyessä jäljelle konkreettista omaisuutta SPV:n taseeseen. Kun kirjanpidon konsolidointisäännökset ovat vaihdelleet, arvopaperistamisella on ollut merkittäviä vaikutuksia yritysten luottokelpoisuuteen siinä tapauksessa, että tällaisia hankintoja on rahoitettu SPV:n kautta ja varallisuusarvot ovat muuttuneet merkittävästi transaktion juoksuaikana. Näin on käynyt mm., kun eräät brittiyritykset eivät uudelleen arvostaneet kirjanpidossaan arvopaperistamalla rahoitettuja kiinteistöhankintoja, vaikka yritys oli pitänyt itsellään emission osakeosan tai erillisyyhtiön osakekannan.⁴⁴ Operaation eräännyttyä ne tunnistivat SPV:n tytäryhtiökseen ja lisäsivät kasvaneen varallisuuden taseeseensa. Nykyiset konsolidointiohjeet kuitenkin edellyttäisivät, että sataprosenttisen tytäryhtiön omaisuus arvotettaisiin aktiivisemmin uudelleen. Katso kirjanpitoasioista lähemmin luvut 5.1 ja 5.3.

Viime aikoina arvopaperistaminen on yleistynyt pankkien ja yritysten lisäksi myös julkisella sektorilla. Sille arvopaperistaminen tarjoaa nimenomaan vaihtoehdoisen rahoituskanavan. Joiltain osin arvopaperistamista on pystytty hyödyntämään mm. silloin kun on täytetty julkiselle velalle EU:ssa asetettuja kriteereitä. Vaatimuksena EU:ssa on, että arvopaperistamisrakenteen tulee olla selkeästi olemassa oleviin saataviin pohjautuva, eikä siihen saa liittyä valtion takausta. Esimerkiksi Italian ja Kreikan valtioiden toimeen panemat arvopaperistamiset eivät ole kaikilta osin täyttäneet näitä vaatimuksia.

2.3 Sijoittajan motiivit

Arvopaperistamismarkkinoiden kehittyminen vaatii tarjonnan lisäksi myös kysyntää. Kysyntää arvopaperistetuille instrumenteille loivat sijoittajat, jotka optimoivat omien sijoitustensa tuottoa. Näin tehdesään sijoittajat pyrkivät löytämään sopivan kombinaation eri sijoitusinstrumenttien välillä. Tämän optimoinnin yhteydessä on otettava huomioon instrumenttien tuotto-odotusten korreloituneisuus sekä sijoitusten tuottojen myötä- ja vastasyklisyys. Sijoituksien optimoinnissa on huolehdittava sijoituskohteiden riittävästä hajautuneisuudesta.

⁴⁴ Fitch (2002) mainitsee esimerkkeinä ainakin brittiläiset British Land, Marks&Spencer ja Peel Holdings -yhtiöt.

Sijoittajat kiinnostuivat arvopaperistamisesta ensisijaisesti sen luoman hajauttamismahdollisuuden vuoksi. Arvopaperistetut erät mahdollistavat sijoittamisen sellaisiinkin kohteisiin, joihin ei muuten voisi sijoittaa. Tällaisia sijoituksia voivat olla mm. ulkomaiset kiinteistösijoitukset, joihin suoraan sijoittaminen voi olla vaikeaa esimerkiksi hallinnollisten tai muiden syiden vuoksi. Pankit ja vakuutusyhtiöt voivat lisätä vähittäisasiakasriskiä sijoitussalkkuihinsa arvopaperistettujen instrumenttien kautta sellaisista maista, joihin ei kustannusyistä ole kannattavaa laajentua organisatorisesti.

Luottoriskiluokitukseltaan samankaltaisiin yritysbondeihin verrattuna arvopaperistetut erät, nimenomaan ABS:t, ovat olleet luottoriskiluokituksiltaan melko vakaita,⁴⁵ mutta tuotoiltaan kuitenkin varsin kilpailukykyisiä. Asetelma on hieman epälooginen. Tämä voi osaltaan saada selityksensä siitä, että arvopaperistetut markkinat ovat vielä verrattain nuori ilmiö ja niillä esiintyy myös epälikvidiyyttä. Nämä tekijät saattavat olla vaaditun lisätuoton takana. Kun arvopaperistettujen erien markkinat ikääntyvät ja niiden tunnettavuus paranee, edellä mainittujen tekijöiden aiheuttama lisätuotto voi pienentyä.

⁴⁵ Vuosina 2001 ja 2002 useiden CDO-emissioiden luokitukset ovat kuitenkin huonontuneet.

3 Arvopaperistamisen ongelmat

Edellisessä luvussa käsiteltiin arvopaperistamisesta koituvia hyötyjä niin arvopaperistamisen alullepanijoiden kuin sijoittajienkin kannalta. Monien hyvien puoliensa lisäksi arvopaperistamistoimintaan voi kuitenkin joissain tapauksissa liittyä myös epäkohtia. Näitä negatiivisia puolia ja niiden lähtökohtia selvitetään seuraavassa kappaleessa tarkemmin. Epäkohdat voidaan jakaa vääristyneihin kannustimiin, rahoituksen välittymisestä syntyneisiin ongelmiin ja juridisiin ongelmiin, joista kahta ensimmäistä käsitellään yhdessä.

3.1 Kannustinongelmat

Vääristyneille kannustimille voidaan löytää useitakin syitä. Yksi tärkeimmistä on jo aiemmin kuvattu pankkien nykyiseen pääomavaatimuskehikkoon, Basel I:een liittyvä problematiikka.⁴⁶ Basel I:n voimassa olevat säännökset voivat kannustaa pankkeja arvopaperistamaan taseistaan luottoriskiltään parempia, mutta heikompiuottoisia saamisia, ja jättämään taseisiinsa luottoriskiltään huonompia, mutta parempituottoisia saamisia. Basel II:ssa on pyritty poistamaan ja saattamaan pääomavaatimukset sellaisiksi, että ne vastaavat paremmin pankkien taseissa olevan luottoriskin tasoa.

Uuden sopimuksenkaan ehdot eivät välttämättä ole täysin ongelmattomat, sillä uudessa kehikossa voi mahdollisesti syntyä uudenlainen vääristynyt kannustin. Tällainen tilanne voisi syntyä ainakin, mikäli pankeilla sattuisi olemaan taseessaan luottoriskiltään vain melko heikkolaatuisia yrityslainoja. Koska näiden pankkien pääomavaatimukset tiukkenisivat, voisi niille syntyä kannustimia arvopaperistaa taseestaan kaikkein heikkolaatuisimpia luottoja. Tämä vuorostaan lisäisi – ellei pysyvästi niin ainakin tilapäisesti – luottoriskiltään heikkolaatuisten emissioiden määrää arvopaperistamismarkkinoilla.

Edellä esitetty on kuitenkin ristiriidassa sen tosiasian kanssa, että usein alullepanijat ovat varsin tarkkoja arvopaperistamiensa erien kehityksestä markkinoilla, koska kehityksellä katsotaan olevan vaikutusta myös heidän omaan yritysimageensa. Hyvä imago on tärkeä

⁴⁶ Basel I:n problematiikkaa on aikaisemmin käsitelty jo luvussa 2 kappaleessa 2.1, jossa arvioitiin tarkemmin, miten minimipääomavaatimukset voivat luoda negatiivisen insenttiivin arvopaperistamiseen. Basel I:n määräyksiä ja sääntelyn sisältöä tarkastellaan tarkemmin luvussa 5, kappaleessa 5.2.

etenkin sellaiselle yritykselle, joka hakee voimakkaasti rahoitusta pääomamarkkinoilta. Sijoittajien mielikuva yrityksen maksukyvyistä vaikuttaa merkittävästi sijoitushalukkuuteen. Alullepanijan imago saattaa kärsiä, mikäli liikkeeseen laskettujen arvopaperien luottoriskiluokitukset alkavat heiketä pian emittointinsa jälkeen, koska poolissa olevien omaisuuserien luokitukset alenevat. Yrityskuvan puolustamisesta voi-kin jossain vaiheessa muodostua haitta, sillä pelastaessaan arvopaperistamisemissiota esimerkiksi siirtämällä uusia vakuuksia⁴⁷ pooliin, voi alullepanija samalla merkittävästi heikentää omaa tasettaan. Etenkin hyvämaineiselle alullepanijalle kiusaus tämänkaltaiseen toimintaan on suuri. Toisaalta tällaista poolin pelastamismahdollisuutta on voitu rajata sääntelyllä. Poolin paikkaaminen suuressa määrin on voitu kieltää esimerkiksi sen nojalla, että tällöin toiminta alkaisi muistuttaa luottolaitostoimintaa.

Arvopaperistamisemissiota tarkasteltaessa ja sitä arvioitaessa kannattaa kiinnittää huomiota etenkin arvopaperistettavaan pooliin sinänsä. Helpointa tämä on esimerkiksi silloin kun arvopaperistetaan julkisesti noteerattuja joukkovelkakirjalainoja. Tällöin on kohtuullisen helppoa tarkkailla joukkovelkakirjalainojen korkoerojen kehitystä, sillä korkoerojen nopea kasvu voi kertoa kyseisten joukkovelkakirjalainojen luottoriskien lisääntymisestä. Mikäli kyseessä olevilla joukkovelkakirjalainoilla on julkinen luokitus, voi korkoerojen kasvu kieliä mahdollisista tulevista luottoriskiluokitusten alennuksista. Tällaisissa tapauksissa kyseisten joukkovelkakirjalainojen omistaja eli potentiaalinen alullepanija voi pyrkiä hyötymään näiden lainojen vielä ennallaan olevista luokituksista. Hän voi asettaa kyseiset joukkovelkakirjat arvopaperistettavaan pooliin ennen niiden luottoriskiluokitusten alennusta. Tällaisissa tapauksissa voisi kuitenkin olettaa, että se yhtiö, joka luokituttaa kyseisen joukkovelkalainoihin perustuvan liikkeenlaskun, reagoisi ja ottaisi huomioon, että vakuusmassan laatu uhkaa heikentyä.

Kun alullepanija on saanut arvopaperistamisen kautta uusia varoja, on sen kannalta erittäin tärkeää, mihin nämä arvopaperistamalla saadut varat sijoitetaan. Mikäli ne sijoitetaan alullepanijan sijoitussuunnitelmaa noudattaen, ei yllättäviä riskejä välttämättä synny. Toisaalta nopeiden tuottomahdollisuuksien hakeminen voi saada alullepanijat sijoittamaan varoja toisinaan liian riskipitoisiin hankkeisiin. Tällaisia ongelmia voi esiintyä etenkin silloin, kun sijoitettavia varoja tuntuu olevan hyvin runsaasti. Rahoitusteoreettisen näkökulman mukaan

⁴⁷ Mikäli se vain juridisesti on mahdollista. Edellytyksenä on pooli, johon voi emission juoksuaikana asettaa lisää materiaalia.

yrittäjien likviditeetin lisääntyminen voi heikentää tehtävien investointien harkintaa.

Aiemmin tarkasteltiin jo arvopaperistamisen käyttöä silloin, kun alullepanijan taseesta siirretään pois siellä olevia riskejä. Tähänkin voi kuitenkin liittyä ongelmia. Oletetaan, että alullepanija arvopaperistaa taseestaan omaisuuseriä ja noudattaa liikkeeseenlaskussa subordinoitua rakennetta. Tarkoituksena on hakea korkein mahdollinen luotto-luokitus liikkeeseenlaskun senior-osalle, jolloin rakenteeseen tarvitaan usein tueksi takausrakenteita. Takauksen saavuttamiseksi liikkeeseenlaskija merkitsee itselleen subordinoidusta emissiosta varsin usein kaikkein riskipitoisimman osan, joka toimii tappiopuskurina ns. senior-osalle. Tällaisten järjestelyjen kokonaisuhyöty voi eräissä tapauksissa olla hyvin vähäinen.⁴⁸ Todellisen riskinsiirtovaikutuksen aikaansaamiseksi ei alullepanijan säilyttämisen osan tulisi olla ainakaan kovin suuri koko emissioon verrattuna.

Yhtenä esimerkkinä vääristyneistä kannustimista voidaan käyttää myös Enronin tapausta. Yritys käytti hyväkseen erillisyhtiörakennetta, jonka avulla se pyrki pienentämään tuloslaskelman tappioita ja investointiensä tuoton volatilitteettia. Se yritti kasvattaa voittoja ja välttää velkataakan lisääntymistä taseessaan. Näiden motiivien takana oli yrityksen halu pitää kiinni luottoriskiluokituksistaan: luottoriskiluokituksen aleneminen olisi vaikeuttanut sen asemaa pääomamarkkinoilla ja heikentänyt yhtiön luotettavuutta energiamarkkinoiden kaukapanäynnissä.⁴⁹ Kun arvopaperistamisrakenteessa erillisyhtiölle myytävä vakuusmateriaali yleensä koostuu hieman erilaisista omaisuuseristä, Enronin tapauksessa se koostui sen omista osakkeista. Vakuusmateriaaliarvion perustana käytettiin osakkeen historiallista arvoa. Varsinainen vääristynyt kannustin syntyi kuitenkin siitä, että erillisyhtiön, eli special purpose entityn (SPE) johdossa toimivat samat henkilöt, jotka kuuluivat myös Enronin johtoportaan. Lisäksi erillisyhtiön palkkiojärjestelmä oli suunniteltu niin, että näiden yhteisjohtajien lojaalisuus suuntautui pikemminkin erillisyhtiön eduksi. Tästä seurasi välittömästi intressiristiriita. Yleensä arvopaperistamisessa käytettävän erillisyhtiön johdon tulisi olla täysin erillään alulle panevan yrityksen johdosta. Enronin osakkeen arvon heikentyessä myös erillisyhtiön arvo heikkeni merkittävästi. Vakuuksien arvon heikkeneminen aiheutti lopulta takauksien käyttöönoton, mikä oli negatiivinen uutinen Enronille. Sen osakkeen arvo lähtikin yhä jyrkempään luisuun. Erillisyhtiön taloudellisen tilan huonontuessa edelleen se

⁴⁸ Yellen, Y. (1996).

⁴⁹ Schwarcz, S.L. (2002).

saavutti lopulta tason, jolloin se konsolidoitiin takaisin Enronin taseeseen. Konsolidointi merkitsi sitä, että myös erillisyhtiön velat konsolidoitiin Enronin taseeseen, mikä lopulta aiheutti vuorostaan Enronille kestävämmän tilanteen. Enronin suurin ongelma lienee ollut, että johdon omistukset kannustivat heitä pelastamaan erillisyhtiöt konsernin kustannuksella.

Arvopaperistaminen on luonut täysin uuden, pankit ohittavan rahoituskanavan. Sen mukana on kasvanut myös valvojien huoli velkaantumisen ja luoton kehityksen valvomisesta. Viranomaisilla on ollut taipumus pelätä, että uudella luottokanavalla voisi olla joitain vaikutuksia rahapolitiikan välittymiseen taloudessa, koska perinteisesti rahapolitiikka toimii juuri luottomarkkinoiden kautta.

Jos alullepanijan tarkoituksena on kerätä markkinoilta rahoitusta hyvin huokealla hinnalla tai ainakin omaa luottoriskiluokitustaan pienemmällä kustannuksella, kannattaa hänen luoda pooli, jolla on mahdollisimman hyvä luottoriskiluokitus. Näin pooliin koottaisiin alullepanijan taseesta kaikkein parhaimmat omaisuuserät, joiden arvopaperistaminen voisi heikentää jäljelle jäävän taseen laatua. Jos heikompi-laatuisen massan suhteellinen osuus taseessa kasvaa, myös vakuudettomien velkojien eli yleisesti tavallisten yritysjoukkovelkajirjasijoittajien asema voisi heikentyä. Tilanteet, joissa alullepanija on valmis arvopaperistamaan taseestaan hyviä instrumentteja, kuitenkin vaihtelevat. Pahimmassa tapauksessa alullepanijan kyky hankkia rahoitusta markkinoilta tai muualtakaan kohtuullisin kustannuksin on jo arvopaperistamista suunniteltaessa heikentynyt. Tähän voi olla syynä se, että alullepanijan luottoriskiluokitus on jo huonontunut niin paljon, että yritysvelan kustannukset ovat kohonneet sille liian suuriksi.

Isossa-Britanniassa tehtiin vuonna 2001 tutkimus, joka koski yritysten arvopaperistamista. Tutkimus toteutettiin rahoitusalan ammattilaisille suoritettuna kyselynä. Sen keskeisiä tuloksia oli mm. etteivät kyselyyn vastanneet tahot nähneet arvopaperistamisen vahingoittavan millään tavalla arvopaperistavien yritysten osakkeiden arvoa. Ne eivät myöskään katsoneet arvopaperistamisen tarkoittavan sitä, että yritys poistaisi arvopaperistamalla ”kruununjalokivet” taseestaan. Tässä mielessä ei siis näyttäisi pitävän paikkaansa se edellä esitetty argumentti, että rahoitusta hankittaessa olisi saatu vääristyneitä kannustimia.

Tutkimukseen vastaajista suurin osa näki arvopaperistamisen tärkeimmäksi merkitykseksi yrityssektorilla juuri uuden rahoituskanavan muodostumisen. Suurin osa vastaajista sanoi voivansa suositella arvo-

paperistamista yrityksille. Pankki- ja vakuutussektorilla suosittelijoiden osuus oli vielä muita sektoreita suurempi.⁵⁰

Toisaalta voimme palata myös toiseen, jo kappaleessa 2.2 mainittuun tutkimukseen. Tässä Yhdysvalloissa tehdyssä tutkimuksessa⁵¹ aineistona käytettiin vuosina 1987–1994 ABS:iä liikkeeseen laskevia yrityksiä. Yrityksien lähemmässä tarkastelussa löytyikin muutamia yhteisiä piirteitä, joiden voitiin katsoa edistäneen niiden halukkuutta laskea liikkeeseen ABS-papereita. Ensinnäkin kaikissa näiden yritysten taseissa oli havaittavissa merkittäviä keskittymiä. Usein yritykset arvopaperistivat useammin kuin vain kerran, sen jälkeen kun olivat aloittaneet arvopaperistamistoiminnot. Eräänä alullepanijoita yhdistävänä tekijänä oli myös se, että ne olivat luottoriskiluokituksestaan heikohkoja. Markkinarahoituksen hinta ja saatavuus perustuvat instrumenttien kysyntään. Yleensä hyvin luokiteltu liikkeeseenlasku on helpompi saada kaupaksi markkinoilla kuin luottoriskiluokituksestaan heikommat paperit.

Mikäli luotonantokanavaan valvonta vaikeutuu arvopaperistamisen yleistymisen seurauksena, on otettava huomioon myös muita näkökohtia kuin pelkkä rahapoliittinen näkökulma. Tässä suhteessa ongelmalliseksi voivat muodostua esimerkiksi jotkut rahoitusalan toimijat, jotka pyrkivät lisärahoituksen turvin kasvamaan liikaa ja siirtymään samalla yhä riskipitoisempien hankkeiden luottotajiksi.

Arvopaperistetuilla markkinoilla myös jälkimarkkinalikviditeetti on jäänyt melko heikoksi, mikä on osaltaan vaikeuttanut hinnoittelua. Likviditeetistäkin löytyy kuitenkin poikkeuksia, mutta etenkin Euroopassa likviditeetti on usein ollut vähäistä esimerkiksi Yhdysvaltoihin verrattuna.

3.2 Juridiset ongelmat

Arvopaperistamiseen liittyy monia juridisia ongelmia juuri sen vuoksi, että käytetyt arvopaperistamisrakenteet nojaavat pitkälti erilaisiin sopimuksiin. Sopimusten pätevydestä on olemassa monia erilaisia sääntöjä. Lisäksi päänvaivaa tuottavat sellaiset transaktiot, joissa joudutaan miettimään rajat ylittävien sopimusten laillisuutta. Ongelmiin törmätään usein siinä vaiheessa, kun liikkeeseenlaskulle tai alullepanijalle tulee vaikeuksia.

⁵⁰ Price Waterhouse Coopers (2001), European Securitisation Survey.

⁵¹ Minton, B. – Opler, T. – Stanton, S. (1997).

Hankalia voivat olla esimerkiksi tilanteet, joissa jokin osa arvopaperistamisketjussa joutuu konkurssiin, sillä pahimmassa tapauksessa kassavirtojen joustava kulku katkeaa. Tällöin tulisi olla valmiina varasuunnitelma, jolla kassavirtojen joustava kulku voitaisiin varmistaa. Tästä syystä pitäisikin ehkä miettiä tarkkaan sitä, kannattaako esimerkiksi hallinnoijan ja alullepanijan tehtävät erottaa arvopaperistamisesta toisistaan. Konkurssilaeissa ja maksukyvyttömyyteen liittyvissä tilanteissa menettelytavat kannattaisi yhtenäistää. Tämä helpottaisi selvästi esimerkiksi rajat ylittävien transaktioiden muodostamista. Tällaisia menettelyjä ei ole käytännössä edelleenkään harmonisoitu, vaikka asiasta on pyritty laatimaan sopimuksia. Näistä esimerkkinä voidaan pitää pyrkimyksiä EU:n sisällä.

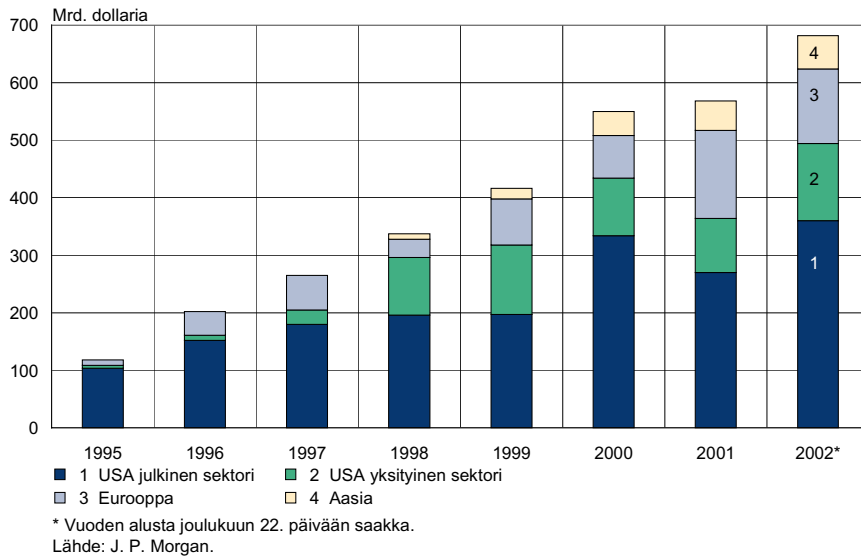
Alullepanijan kiinnostus valvoa arvopaperistettujen omaisuuserien kehitystä voi olennaisesti heiketä sen jälkeen kun se on myynyt ne edelleen erillisyhtiölle, mutta toimii kuitenkin edelleen näiden erien hallinnoijana. Tätä voidaan pitää osittain juridisena ja osittain motiiviongelmalla, minkä vuoksi sijoittajan etuja valvova taho (trustee) olisi ehkä tarpeellinen.

Arvopaperistamista koskevan juridiikan ja säädösten puutteellisuus voi myös aiheuttaa ongelmia, sillä väljä määrittely antaa tilaa aina hyvinkin luoville tulkinnoille. Tästä esimerkkinä voitaisiin pitää tapaus Enronia ja sen yhteydessä paljastuneita mahdollisuuksia erillisyhtiön väärinkäytöksiin. Enronin tapaus ja siihen liittynyt jälkipuinti voivatkin tulevaisuudessa vaikuttaa olennaisesti arvopaperistamiseen nimenomaan erillisyhtiötä koskevan sääntelyn kautta: käymistilassa näyttävät olevan niin vakuuksien konsolidointi alullepanijan taseeseen, kirjanpito kuin erillisyhtiötä koskeva lainsäädäntökin. Käynnissä olevia muutoshankkeita sekä niiden mahdollisia vaikutuksia arvioidaan tarkemmin luvussa 5.

4 Arvopaperistettujen instrumenttien markkinat

Siinä missä arvopaperistamisen kehitys on etenkin Yhdysvalloissa ollut nopeaa, on arvopaperistamisen käyttöönotto Euroopassa ollut osittain varsin hidasta. Aasiassa arvopaperistaminen on yleistynyt viime vuosina, mutta siellä sen volyymit eivät edelleenkään yllä samalle tasolle kuin Yhdysvalloissa tai Euroopassa (kuvio 7).

Kuvio 7. ABS ja CDO emissiot vuosina 1995–2002



Euroopassa suurimpana syynä hitaaseen käynnistymiseen voidaan pitää maittain erilaista, pirstaloitunutta ja osittain hyvinkin puutteellista arvopaperistamista koskevaa lainsäädäntöä. Tämän lisäksi asiaan vaikuttaa myös fragmentoitunut verotuskäytäntö. Niinpä Euroopassa on oltu epävarmoja arvopaperistamisrakenteiden laillisuudesta ja pysyvyydestä. Tämä taas laimensi osaltaan arvopaperistamista kohtaan tunnettua kiinnostusta. Lisäksi Euroopassa oli huomattavasti hankalampaa koota riittävän suuria arvopaperistettavia omaisuuseräpooleja kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

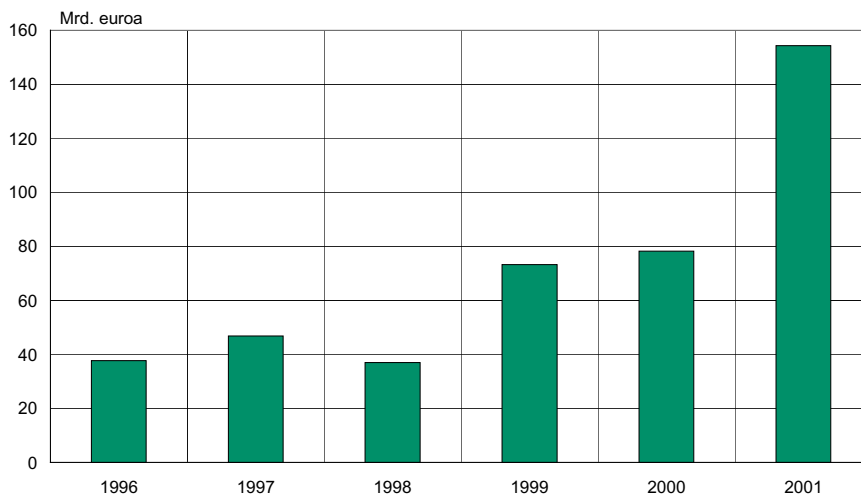
Käytännössä likvidin emission raja on markkinoilla 300–500 miljoonan euron tietämissä, vaikka markkinoilla on nähty myös pienempiä emissioita. Vain harvoista eurooppalaisista maista löytyy näin suu-

ria yksittäisiä arvopaperistettavia eriä esimerkiksi yritysten taseista. Pienten arvopaperistamisten kustannukset muodostuvat taas helposti aivan liian suuriksi.

Perinteisessä arvopaperistamisessa kustannuksia kohottaa etenkin arvopaperistamisprosessin monivaiheisuus, sillä siihen liittyy usein monia erilaisia kustannuseriä, kuten liikkeeseenlaskuesitteiden laadinta ja swap-sopimusten vastapuolten palkkiot. Arvopaperistamista varten pystyttäisiin luomaan riittävän suuria eriä, jos hyödynnettäisiin paneurooppalaista emissiorakennetta ja yhdistettäisiin useita pooleja. Niiden käyttöä on kuitenkin rajoittanut juuri maiden erilainen sääntely-ympäristö.

Vaikka arvopaperistamisen alkua hitaampaa Euroopassa, on se aivan viime vuosien aikana kuitenkin kasvanut huomattavasti volyyymeissä mitattuna. Lisäksi transaktioiden koot ovat jatkuvasti kasvaneet, ja kerran emittoineet tahot ovat tulleet markkinoille yhä useammin ja uudestaan. Vuonna 2001 eurooppalaisia liikkeeseenlaskuja tehtiin jo 153,6 miljardin euron arvosta, kun vuoden 2000 vastaava luku oli vain 78,2 miljardia euroa. Määrä siis lähes kaksinkertaistui. Arvopaperistamismarkkinatkaan eivät kuitenkaan ole immuuneja taloudellisten suhdanteiden vaihteluille, sillä liikkeeseenlaskuvolyymien määrään vaikuttavat myös talouden suhdanteet. Tästä hyvänä esimerkkinä on vuoden 2002 ensimmäinen puolisko, jolloin liikkeeseenlaskuvolyymit vähenivät selvästi edellisvuoden vastaavaan periodiin verrattuna.

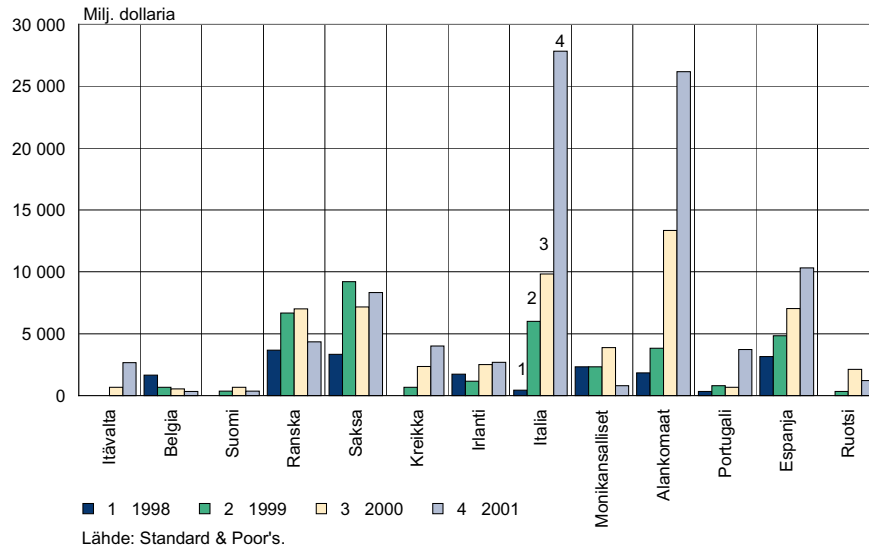
Kuvio 8. **Euroopan arvopaperistamisvolyymit vuosina 1996–2001**



Lähteet: Dealogic Bondware, Thomson Financial Securities Data, J. P. Morgan Securities Inc., EuroWeek.

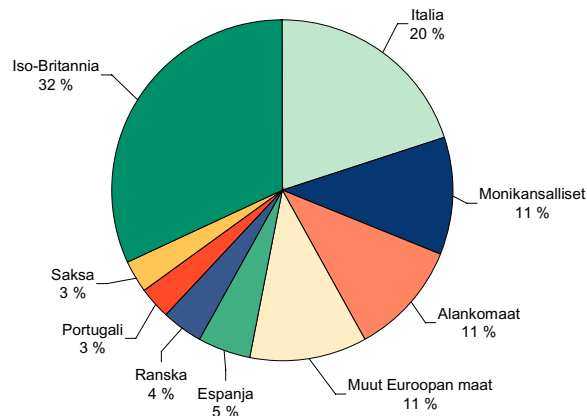
Kuvio 9.

Eurooppalaisten arvopaperistettujen erien liikkeeseenlaskuvolyymit maittain



Kuvio 10.

Arvopaperistaminen Euroopassa vuonna 2001 vakuusmateriaalin alkuperämaan mukaan



Lähteet: Dealogic Bondware, Thomson Financial Securities Data, J. P. Morgan Securities Inc., EuroWeek.

Useissa Euroopan maissa alettiin kuitenkin 1990-luvulla uudistaa verotusta ja lainsäädäntöä arvopaperistamista helpottavaan suuntaan. Tämä helpottikin merkittävästi arvopaperistamisen aloittamista mo-

nissa maissa. Viime vuosina arvopaperistamisen volyymit ovat Euroopassa kasvaneet merkittävästi (kuvio 8). Perinteisesti suurin arvopaperistava maa on ollut Iso-Britannia, sillä siellä voitiin lähes suoraan hyödyntää Yhdysvaltain mallia (kuvio 10). Tämä johtui siitä, että niin Yhdysvalloissa kuin Isossa-Britanniassakin on käytössä ns. common law -lainsäädäntö⁵², jolloin Yhdysvalloissa käyttöön otettuja arvopaperistamisrakenteita voitiin soveltaa lähes suoraan myös Isossa-Britanniassa. Arvopaperistamisvolyymit ovat olleet viime vuosina kasvussa myös mm. Italiassa, Alankomaissa ja Espanjassa (kuvio 9). Italiassa arvopaperistamisvolyymien kasvuun vaikutti merkittävästi vuonna 1999 hyväksytty arvopaperistamislaki. Alankomaissa taas RMBS-sektorin arvopaperistamiset ovat viime vuosina kasvaneet huomattavasti.

4.1 MBS-markkinat Euroopassa

Kooltaan suurimmat MBS-markkinat ovat USA:ssa, mutta Eurooppa seuraa hyvänä kakkosena. Iso-Britannia on perinteisesti ollut kaikkein suurin arvopaperistaja MBS-markkinoilla Euroopassa. Ensimmäiset MBS-sektorin arvopaperistamiset tehtiinkin Isossa-Britanniassa jo vuonna 1987.

Vuonna 2001 MBS:iä laskettiin Euroopassa liikkeeseen 64,8 miljardin euron edestä. Kasvu oli tullut yli 30 prosenttia edellisvuoteen verrattuna. Suurin osa MBS:stä on RMBS:iä. Kaikista eurooppalaisista arvopaperistamisista suurin osa koostui varsin pitkään juuri RMBS-liikkeeseenlaskuista, kunnes 1990-luvun loppupuolella myös ABS:ien ja CDO:iden liikkeeseenlaskut lisääntyivät merkittävästi. Vuonna 1999 Euroopassa laskettiin ensi kerran liikkeeseen enemmän ABS:iä kuin RMBS:iä. CMBS:ien määrät ovat markkinoilla olleet kasvussa. Kasvu ei ole ollut kuitenkaan tasaista, vaan joukkoon on osunut myös heikkoja vuosia. Tämä johtuu osittain CMBS-transaktioiden suhdanneherkkyydestä.

Eräs MBS-markkinoiden kehittymistä hidastanut tekijä Euroopassa on mahdollisesti ollut Saksan Pfandbrief-järjestelmä. Pfandbriefit ovat olleet jo pitkään merkittävässä asemassa eurooppalaisilla arvopaperimarkkinoilla, ja niiden jälkimarkkinat ovatkin poikkeuksellisen likvidit. Periaatteessahan sekä MBS:t että pfandbriefit toteuttavat samaa

⁵² Common law -lainsäädäntö perustuu lähinnä tapauskohtaisiin ennakkoratkaisuihin. Tämä luonnollisesti luo arvopaperistamiseen epävarmuustekijöitä, sillä lakien tulkinnan monimutkaisuus sekä lakien mahdollinen muuttuminen huolettavat etenkin sijoittajia.

tarkoitusta. Niiden yhteisenä piirteenä on myös vakuusmassa. Pfandbrief-järjestelmä on kuitenkin jäykempi kuin MBS-järjestelmä, koska se sisältää runsaasti erityissäännöksiä, jotka koskevat vakuutena käytettävää kiinnitysluottomassaa. Ehkä juuri tästä syystä myös Saksassa on viime vuosina alettu kiinnostua MBS-rakenteista. Muutamia MBS-muotoisia liikkeeseenlaskuja on Saksassa jo tehtykin.

Euroopassa etenkin pankit ovat ahkerasti arvopaperistaneet taseitaan mm. MBS-muotoisissa liikkeeseenlaskuissa, sillä Euroopassa pankit ovat keskittyneet arvopaperistamaan nimenomaan taseidensa kiinteistölainoja.

4.2 ABS-markkinat Euroopassa

ABS-liikkeeseenlaskuvolyymit ovat kasvaneet jatkuvasti Euroopassa. Tämä johtuu paljolti siitä, että yhä useammat yritykset ovat huomanneet ABS:ien kannattavuuden lisärahoitusta haettaessa. Arvopaperistamisen alullepanijajoukon kasvun ja laajentumisen mukana tarjolle on tullut yhä erilaisempia arvopaperistettuja omaisuuseriä. Tämä on lisännyt sijoittajien hajautusmahdollisuuksia ja markkinoiden likviditeettiä.

Alullepanijapohjan laajenuksessa eräs mielenkiintoinen piirre on ollut se, että ajan kuluessa myös luottoriskiluokitukseltaan heikommät yhtiöt ovat kiinnostuneet arvopaperistamisesta. Sinänsä tämä kehitys tuntuu luonnolliselta, koska lisärahoituksen hakemisen kannaltahan juuri luottoriskiluokitukseltaan heikommät alullepanijat hyötyvät eniten siitä arvopaperistamisen piirteestä, että rahoitusta voidaan hakea omaa luottoriskiluokitusta korkeammalla luokituksella. Alkutaipaleella taas oli varsin yleistä, että arvopaperistamisen alullepanijat olivat saaneet poikkeuksellisen hyvän riskiluokituksen.

Viime aikoina etenkin teleyhtiöt ovat velkaantuneet merkittävästi. Velkataakan lisääntyminen on saanut useat teleyhtiöt selvittämään mahdollisuuksia käyttää uusia rahoituskanavia. Arvopaperistaminen on tässä suhteessa koettu varsin varteenotettavaksi vaihtoehdoksi. Sen avulla voidaan taseen tunnusluvut säilyttää hyvinä, koska velkaantuminen saadaan kuriin. Toisaalta yrityksiä arvioivat tahot tarkkailevat muutakin kuin vain pelkkien tunnuslukujen kehittymistä. Eräät eurooppalaiset teleyhtiöt ovat jo toteuttaneet arvopaperistamisia. Näistä esimerkkinä voitaisiin mainita mm. Telereal Securitisation Plc, jonka alullepanijana oli British Telecom. Tässä transaktiossa käytettiin

rakennetta, jossa transaktiolle pystyttiin saamaan British Telecomin omaa noteerausta korkeampi luottoriskiluokitus.⁵³

Viime vuosien ABS-emissioiden kasvun takana on Euroopassa epäilemättä ollut myös yhteinen valuutta. Yhteisen valuutan käyttöönotto poisti sijoittajilta valuuttakurssiriskit. Koska näitä riskejä vastaan ei tarvinnut enää suojautua, pienenevät sijoitusten hajauttamisen kustannukset. Toisaalta yhteisen valuutan käyttöönotto lisäsi eri maiden toimijoiden välistä kilpailua ja vertailtavuutta. Vertailtavuuden helpottuminen aiheutti sen, että taseet oli saatettava kilpailukykyiseen muotoon, missä puolestaan voitiin hyödyntää arvopaperistamista.

Kiinnostus ABS:iä kohtaan lienee lisääntynyt viime vuosina myös siksi, että sijoittajat ovat yrityslainamarkkinoilla reagoineet yhä nopeammin huonoihin uutisiin. Tämä on merkinnyt sitä, että ainakin ajoittain sijoittajat ovat vetäytyneet markkinoilta, mikä on osaltaan vaikeuttanut yrityslainaemissioiden toteuttamista. Samaan aikaan yritysbondien korkoerot ovat liikehtineet yhä enemmän. Yrityslainamarkkinoiden hintojen volatilitteetti näyttääkin voimistuneen ainakin muutaman viimeisen vuoden aikana. Likviditeetin turvaamiseksi yrityksillä on kuitenkin jatkuvasti oltava käytössään kanavat riittävän rahoituksen varmistamiseksi. Tässä ne ovatkin merkittävästi pystyneet hyödyntämään arvopaperistamisen tarjoamaa rahoituskanavaa.

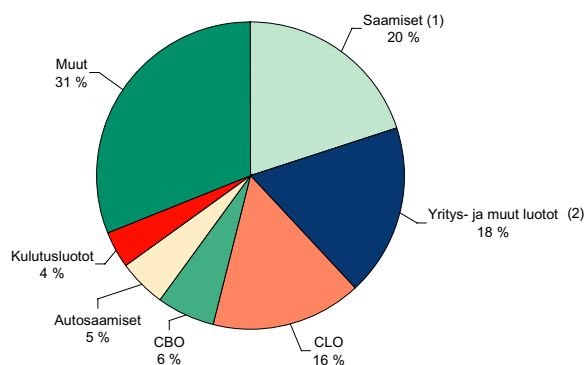
Vuonna 2001 laskettiin Euroopassa ABS:iä liikkeeseen 88,8 miljardin euron edestä. Vuoteen 2000 verrattuna määrä lähes kolminkertaistui, ja se oli jopa vuoden 2001 MBS-liikkeeseenlaskujen määrää suurempi. Tilastoinnissa CDO:t lasketaan usein mukaan ABS:iin, joten CBO:t ja CLO:t sisältyvät myös näihin lukuihin. Arvopaperistamisen vakuusmateriaalin mukaisessa jaottelussa nämä ryhmät vastasivat hieman yli 20 prosenttia vuoden 2001 ABS-liikkeeseenlaskuista. Samana vuonna saatavien arvopaperistamiset vastasivat 20 prosenttia. Lainojen arvopaperistaminen ABS-muotoisina nousi vuonna 2001 18 prosenttiin⁵⁴. Tarkempi jaottelu vakuusmassan mukaan vuoden 2001 liikkeeseenlaskuista näkyy kuviossa 11.

⁵³ Standard & Poor's (2002, helmikuu).

⁵⁴ ESF Securitisation Data Report, kevät 2002.

Kuvio 11.

Vakuudellisten arvopaperien (ABS) liikkeeseenlaskut Euroopassa vuonna 2001



1 Sisältää: Lentokoneet-, terveydenhuolto-, leasing-, vuokra-, kaupp- ja velkasaatavat.
 2 Sisältää: Kaupalliset, mezzanine- ja järjestämättömät saatavat (eli non performing).
 Lähteet: Dealogic Bondware, Thomson Financial Securities Data, J. P. Morgan Securities Inc., EuroWeek.

Tulevaisuudessa ABS:ien liikkeeseenlaskuvolyymien uskotaan kasvavan. Isossa-Britanniassa selvitettiin vuonna 2001 minkälaisia näkemyksiä rahoitusalan ammattilaisilla on arvopaperistamisen hyödyllisyydestä yrityssektorilla sekä yritys-ABS-markkinoiden mahdollisesta kasvusta. Keskimäärin vastaajat olivat sitä mieltä, että esimerkiksi Isossa-Britanniassa hieman yli kolmannes kaikista yrityksistä tulisi arvopaperistamaan seuraavien viiden vuoden aikana. Vastaajien käsityksen mukaan arvopaperistaminen hyödyttäisi etenkin pankkeja, vakuutusyhtiöitä, telekommunikaatioyrityksiä ja energiayhtiöitä.⁵⁵

4.3 CDO-markkinat Euroopassa

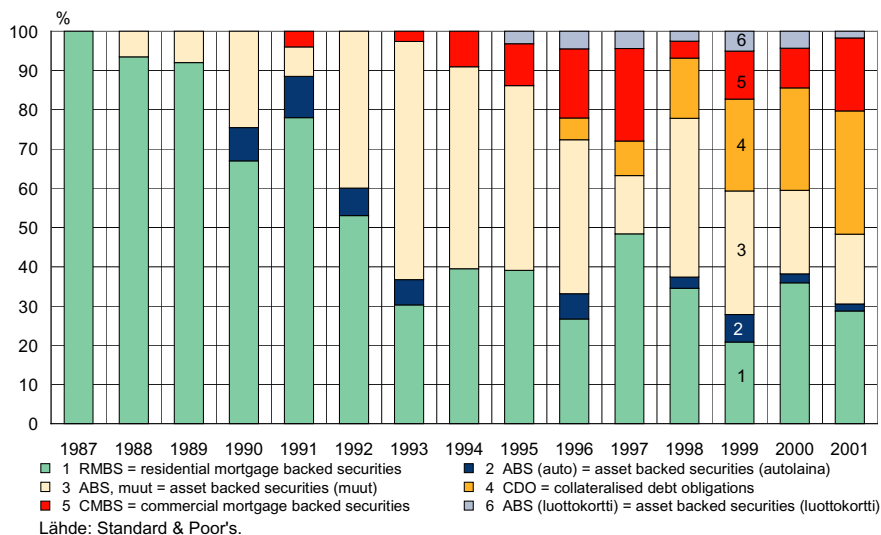
Kuten edellä jo mainittiinkin, ovat CDO-markkinat kasvaneet Euroopassa hyvin merkittävään asemaan. Vuonna 1998 CDO:ita laskettiin Euroopassa liikkeeseen n. 8,3 miljardin euron edestä. Seuraavana vuonna määrä oli kohonnut jo 20 miljardiin euroon. Etenkin synteettiset rakenteet ovat viime vuosina kasvaneet liikkeeseen laskuvolyymeillä mitattuna nopeasti. Niissähän todellisen myynnin toteutuminen ei ole välttämätöntä, vaan arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyvät riskit siirretään muilla keinoin markkinoille (kuvio 12). Kuitenkin vuosien 2001 ja 2002 aikana monet CDO-luottoriskiluokitukset ovat

⁵⁵ Price Waterhouse Coopers (2001). European Securitisation Survey.

heikentyneet varsin nopeasti, mikä on hieman hillinnyt uusien liikkeeseenlaskujen toteuttamista.

Huomattavan volyymikasvun lisäksi CDO-emissiot ovat laajentuneet kattamaan yhä erilaisempia vakuusmassaeriä. Etenkin pankit ovat nähneet eräänä potentiaalisena kohteena pienille ja keskisuurille yrityksille myönnetyt luotot.⁵⁶

Kuvio 12. **Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien (ABS) liikkeeseenlasku vakuutusmateriaalin mukaan Euroopassa**



Vaikka CDO:t ovatkin Euroopassa olleet suosittuja, huomattavin kasvu on kuitenkin koettu juuri synteettisissä CDO:issa. Suurin osa eurooppalaisista synteettisistä liikkeeseenlaskuista tehdään Saksassa, jossa niitä käytetään apuna alullepanijan taseen hallinnassa. Yksi merkittävistä Saksassa toteutetuista liikkeeseenlaskuista oli esimerkiksi synteettinen CLO-muotoinen Promise-ohjelma, jolla oli Kredit für Wiederaufbau (KfW) takaus. Ohjelmassa arvopaperistettiin pienille ja keskisuurille yrityksille myönnettyjä lainoja. Tämän ohjelman voidaan katsoa merkittävästi tukeneen synteettisten CLO-markkinoiden kehittymistä Saksassa vuosina 2000–2001. Ranskassa ja Alankomaissa synteettisiä liikkeeseenlaskuja on lähinnä käytetty siirtämään pois taseessa olevia riskejä. Eteläisessä Euroopassa CDO:ita taas

⁵⁶ Esim. Risk toukokuu 2002.

käytetään lähinnä rahoitustarkoituksissa. Näin etenkin espanjalaisten ja portugalilaisten pankkien keskuudessa.⁵⁷

4.4 Arvopaperistaminen rahoituskanavana ja sen vaikutukset

Viranomaisten kannalta juuri arvopaperistamisen luoma rahoituskanava on mielenkiintoinen. Perinteisen pankkijärjestelmän ulkopuolelta haettava rahoitus on uudistanut luottomarkkinoita. Näiden uudistusten vaikutusta luottomarkkinoiden toimintaan ja tätä kautta myös rahapoliittikan välittymiseen on pyritty tutkimaan yhä enemmän.⁵⁸

Pankkijärjestelmän ulkopuolista rahoitusta yritykset voivat hakea esimerkiksi laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja tai sitten arvopaperistamalla omaisuuseriään. Arvopaperistaminen voi oikeastaan vaikuttaa kahden kanavan kautta rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Ensinnäkin se voi vaikuttaa ns. likviditeettikanavan kautta. Likviditeettikanavassa on lähinnä kyse siitä, että arvopaperistamalla pystytään luomaan uutta rahoitusta jaettavaksi luottomarkkinoilla, jolloin riippuvuus perinteisestä pankkikeskeisestä rahoituskanavasta katkeaa.⁵⁹ Likviditeetin lisääntyminen toisaalta lisää markkinoiden syvyyttä ja vähentää täten suoranaisten luottolaman mahdollisuutta. Mikäli pankkisektorin ulkopuolisen rahoituksen osuus kuitenkin kasvaa, tulee rahapoliittisilla toimenpiteillä eli koron nostoilla vaikuttaminen yhä hankalammaksi, koska koko markkinoilla oleva likviditeetti ei enää olekaan täysin keskuspankin valvonnan piirissä. Esimerkiksi Saksassa tehdyn ensimmäisen arvopaperistamisen yhteydessä pankki-valvoja suhtautui arvopaperistamiseen varsin varovaisesti. Valvoja pelkäsi, että arvopaperistamalla pankkijärjestelmän ohi hankittavasta rahoituksesta muodostuu uhka rahoitusmarkkinoiden stabiliteetille.

Tässä kanavassa on luonnollisesti keskeistä se, miten suuria rahavirtoja pankkisektorin ohi kulkee. Tästä kertovat jotain yritysjoukkovelkakirjalainojen ja arvopaperistettujen erien liikkeeseenlaskuvolyymit. Rahoituksen välittymisen kannalta näitä volyymitietoja tulisi kuitenkin ehdottomasti verrata yrityksiensä pankkisektorilta hakeman rahoituksen määrään ja tämän määrän muutoksiin, koska vasta sitten voitaisiin sanoa jotain erilaisten kanavien kasvaneesta merkityksestä.

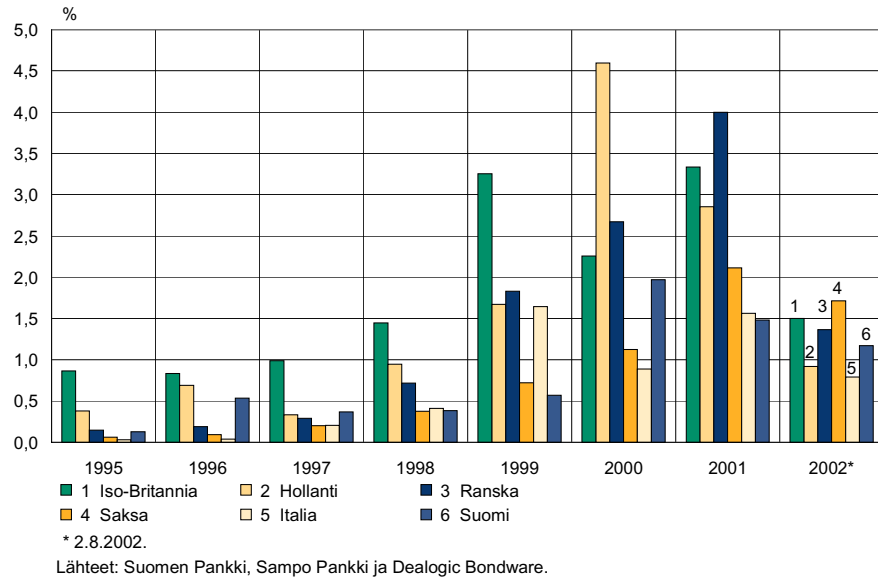
⁵⁷ Standard & Poor's (2002a).

⁵⁸ Estrella, A. (2001).

⁵⁹ Likviditeettikanavaa ja sen vaikutuksia ovat tutkineet mm. Black, Garbabe ja Silber (1981), Kolari, Frazer ja Anari (1998) ja Katz (1997).

Yrityslainoissa likviditeetti alkoi kasvaa Euroopassa varsinaisesti vasta yhteisvaluutan käyttöönoton jälkeen. Parhaiten tämä ilmenee eri maiden BKT:hen suhteutettujen yrityslainaemissioiden määristä (kuvio 13).

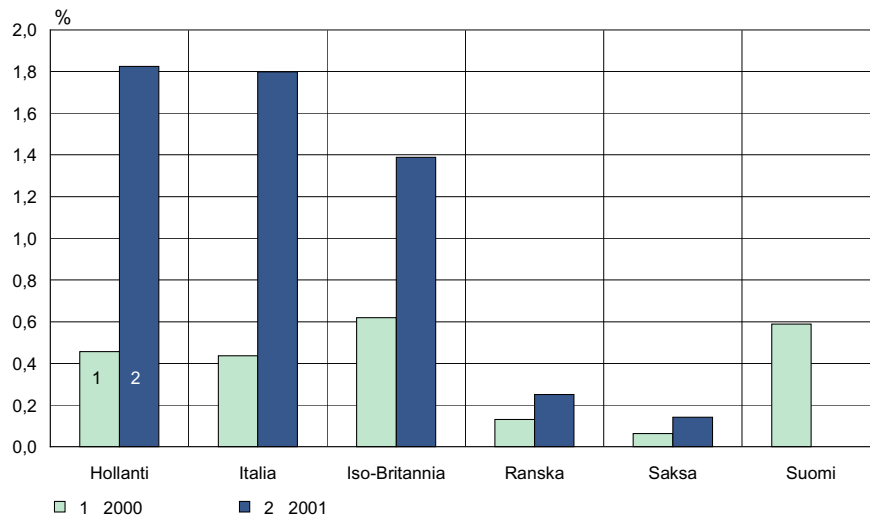
Kuvio 13. **Yrityslainaemissiöt suhteessa BKT:hen vuosina 1995–2002 syyskuu**



Yritysjoukkolainamarkkinoihin verrattuna esimerkiksi yritys-ABS:ien määrä on kuitenkin edelleen paljon pienempi. Yleisesti ottaen kaikissa maissa yritysjoukkolainojen volyymit ovat olleet suurempia kuin ABS:ien (kuvio 14). Tämä siitäkin huolimatta, että myös ABS:ien liikkeeseenlaskuvolyymit ovat kasvaneet huomattavasti. Poikkeuksellisen suuri arvopaperistettujen erien osuus on kuitenkin Italiassa, jossa vuonna 2001 laskettiin tilastojen mukaan liikkeeseen enemmän ABS:iä kuin yritysjoukkolainoja.

Kuvio 14.

**Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien
ABS-emissiot suhteessa BKT:hen vuosina
2000 ja 2001**

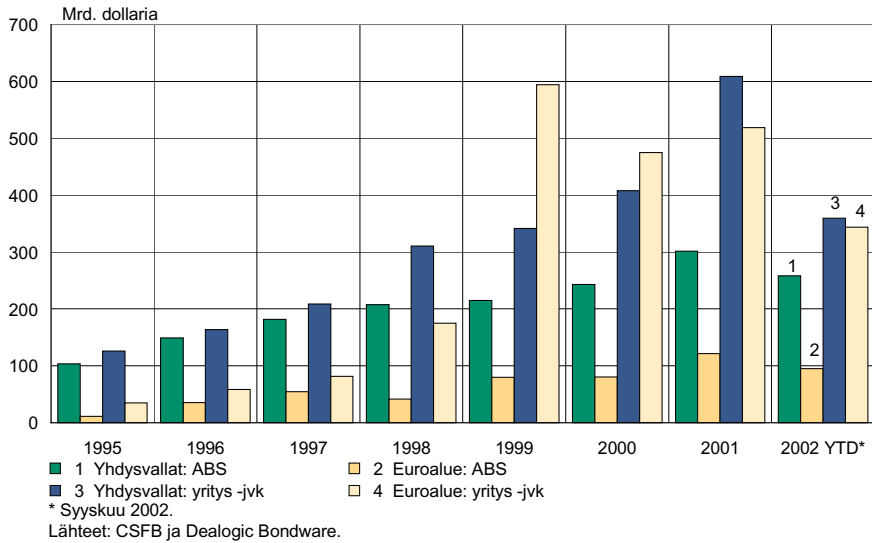


Lähteet: European Securitization Forum ja Suomen Pankki.

Jopa Yhdysvalloissa, jossa sekä ABS:ien että yritysbondimarkkinoiden historia on eurooppalaisia markkinoita pidempi, yritysbondien liikkeeseenlaskuvolyymit ovat olleet paljon suuremmat kuin ABS:ien. Yhdysvalloissa erot näiden kahden rahoituskanavan käytön välillä on näyttänyt vielä kasvaneen viime vuosien aikana yritysbondien hyväksi (kuvio 15).

Kuvio 15.

Yritysten markkinarahoitus: joukkolainat ja arvopaperistaminen



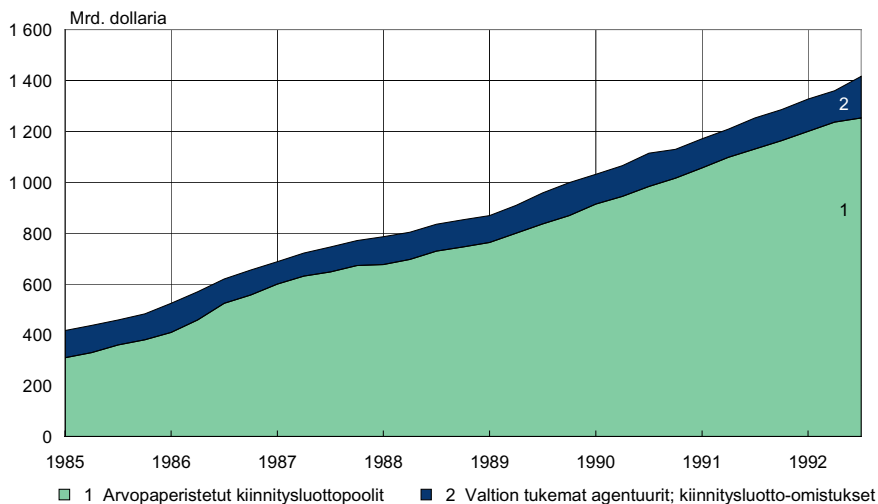
Toisaalta arvopaperistaminen voi vaikuttaa markkinoiden toimintaan myös ns. luottokanavan kautta. Tätä kanavaa käsittelivät mm. Ben S. Bernanke ja Mark Gertler vuonna 1995 julkaistussa artikkelissaan.⁶⁰ He jakoivat kyseisen kanavan kahtia. Ensinnäkin lainanottajan muuttuvaan taloudelliseen tilaan ja hänen mahdollisuuksiinsa ottaa lainaa. Toinen kanava pohjautuu pankkien taloussyörien mukaisesti muuttuvaan kykyyn myöntää lainaa. Jälkimmäisellä näistä on selvempi yhteys arvopaperistamiseen. Pankkien lainanantokyvyn kannaltahan säästäminen on tärkeää, samoin esimerkiksi markkinoilta haettavan lyhyen rahan hinta. Jos säästöjä vedetään nopeasti pois pankista tai markkinoilta haettavan rahoituksen saatavuus heikkenee nopeasti, voi pankkia kohdata likviditeettipula. Kun pankin oman rahoituksen saanti heikentyy, vähenee samalla sen kyky tarjota uusia luottoja. Tässä tilanteessa arvopaperistamisen avulla voidaan hankkia lisärahoitusta ja stabiloida näin pankin mahdollisuuksia luotonantoon. Vaikka likviditeettipula olisi jo ehtinyt vaikuttaa pankin luottoriskiluokitukseen, voi se arvopaperistamista hyödyntäen kuitenkin hakea markkinoilta rahoitusta vielä omaa luottoluokitustaan korkeammalla luottoluokituksella. Tämä on pankille etu, sillä mikäli taloustilanne on yleisesti heikentynyt tässä vaiheessa, ovat sijoittajat yleensä kiinnostuneita sijoit-

⁶⁰ Bernanke, B. S. – Gertler, M. (1995).

tamaan ainoastaan vähäriskisiin arvopapereihin. Kun pankkien rahoituskanavat moninaistuvat, paranee samalla rahoitusmarkkinoiden stabiilitteetti luottolaman mahdollisuuden pienentyessä. Riippuvuus esimerkiksi keskuspankin pankeille myöntämän rahoituksen määrästä kuitenkin vähenee tässä yhteydessä.

Jo 1990-luvun alussa Yhdysvalloissa huomioitiin, että pankkien ja rahoituslaitosten lainananto oli merkittävästi vähentynyt.⁶¹ Tämä ei kuitenkaan paljastanut koko totuutta pankkien lainanannon kasvusta. Pankit olivat arvopaperistaneet taseistaan osan myöntämistään lainoista, jolloin lainojen määrä taseessa saatiin näyttämään huomattavasti pienemmältä. Tällaiset tekijät luonnollisesti osaltaan vaikeuttavat luottomarkkinoiden todellisen tilanteen havainnointia, sillä arvopaperistamalla voitiin vaikuttaa merkittävästi pankkien lainakantojen kokoon. Etenkin amerikkalaisten kiinnitysluotto pankkien voimakas luottokannan kasvu näkyi taseissa heikosti, koska suuri osa myönneystistä kiinnitysluotoista arvopaperistettiin (kuvio 16).

Kuvio 16. **Arvopaperistettut kiinnitysluotot ja agentuurien pitämät kiinnitysluotot 1985–1992**

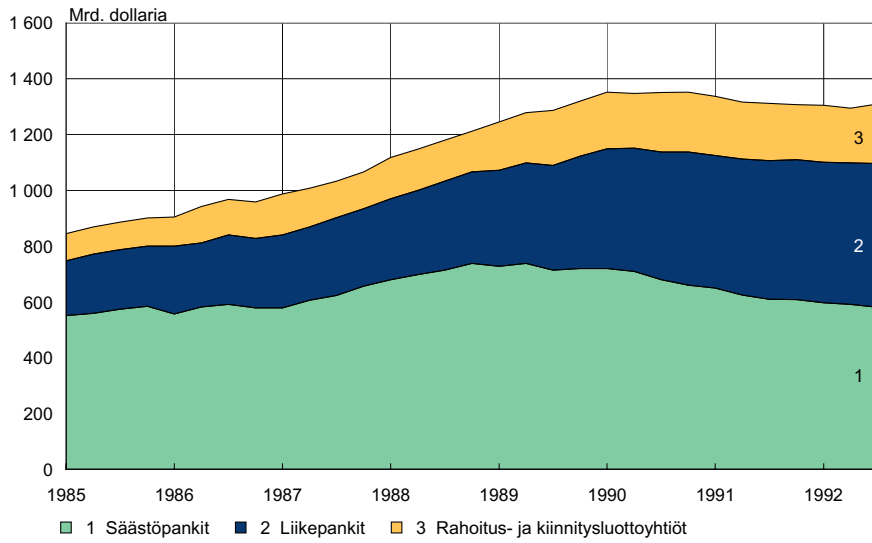


Lähde: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flows of Fund Accounts.

⁶¹ Cantor, R. – Demsetz, R. (1993).

Kuvio 17.

Muiden rahoituksen välittäjien kiinnitysluotot

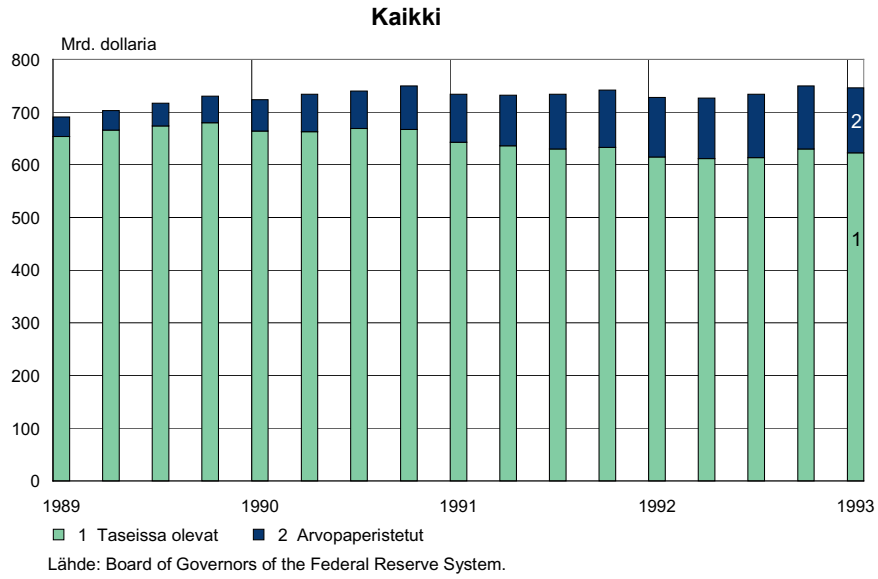


Lähde: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flows of Fund Accounts.

Samalla tavoin kulutusluottoja arvopaperistettiin innokkaasti (kuviot 18, 19, 20 ja 21), mutta yritysluottojen arvopaperistaminen oli vähäistä (kuvio 22). On mielenkiintoista, että hyvin usein rahoitusyhtiöt olivat paljon innokkaampia arvopaperistamisen käyttäjiä kuin pankit (kuvio 23). Osaltaan tämä selittyy sillä, että rahoitusyhtiöiden luotokanta oli paljon homogeenisempaa kuin pankkien potentiaalinen arvopaperistettava materiaali.

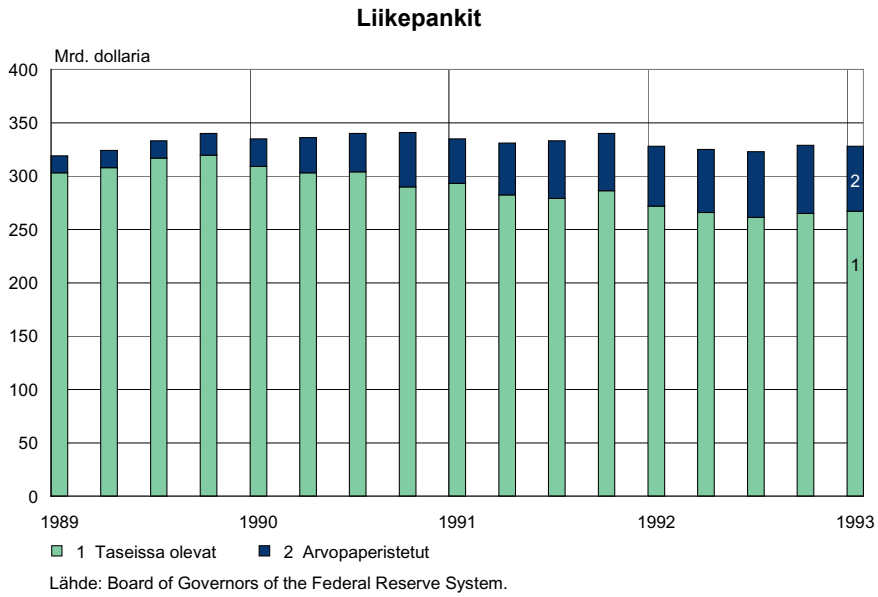
Kuvio 18.

Kulutusluotot lainantajan mukaan jaoteltuna 1989–1993



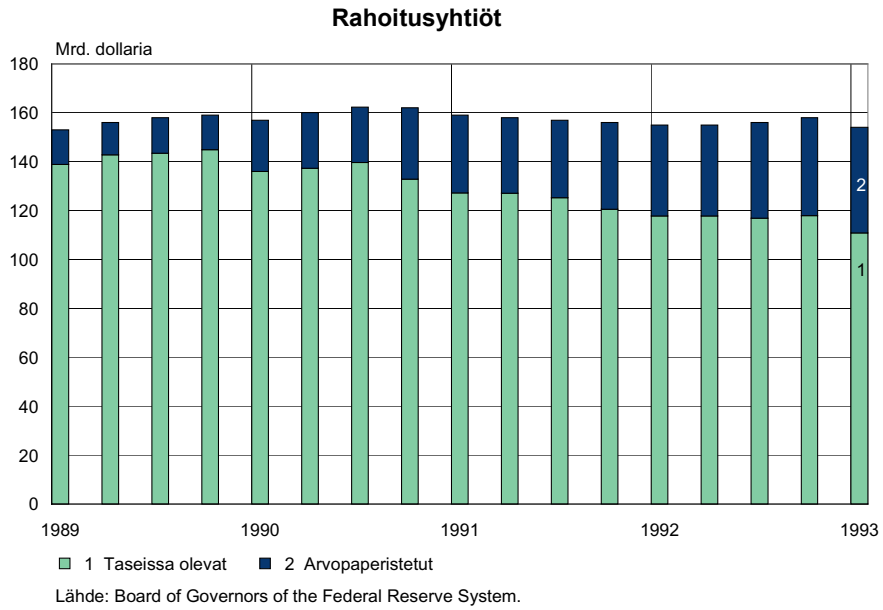
Kuvio 19.

Kulutusluotot lainantajan mukaan jaoteltuna 1989–1993



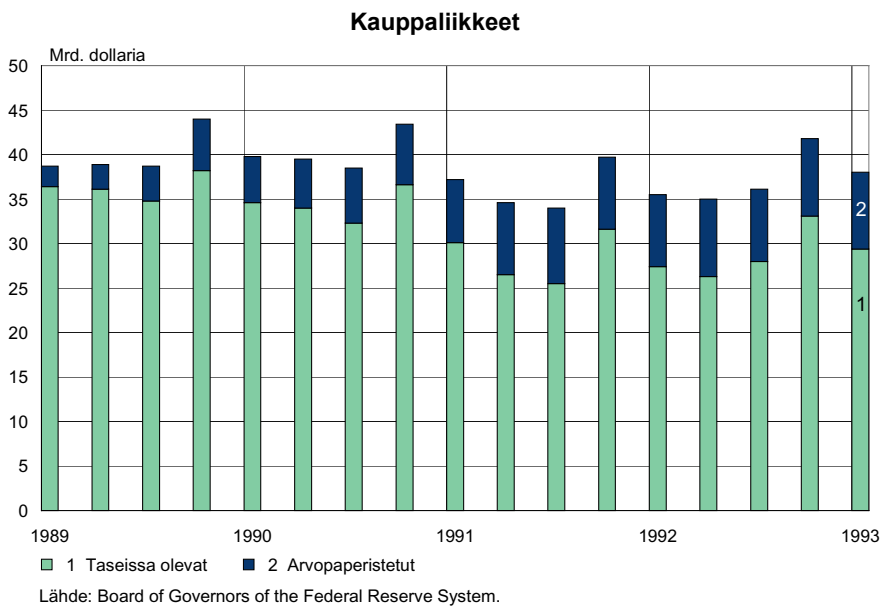
Kuvio 20.

Kulutusluotot lainanantajan mukaan jaoteltuna 1989–1993



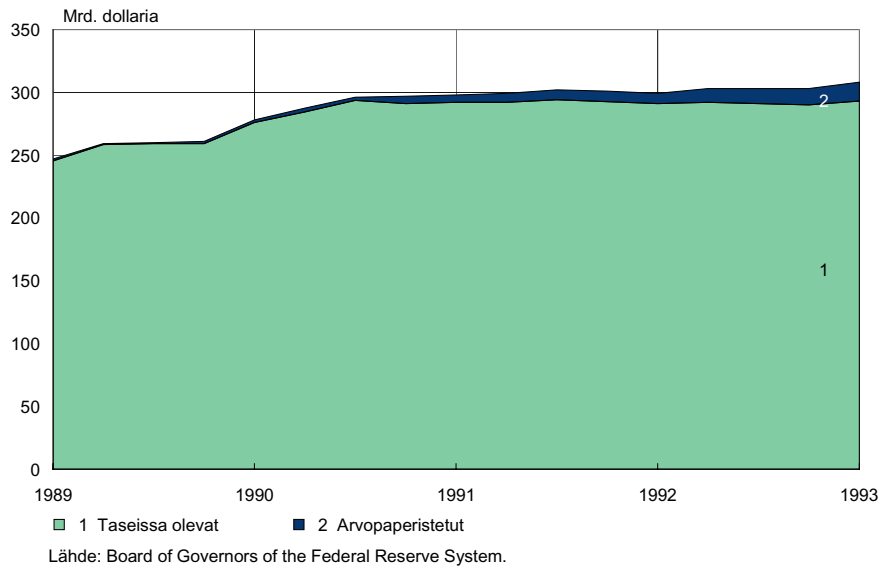
Kuvio 21.

Kulutusluotot lainanantajan mukaan jaoteltuna 1989–1993



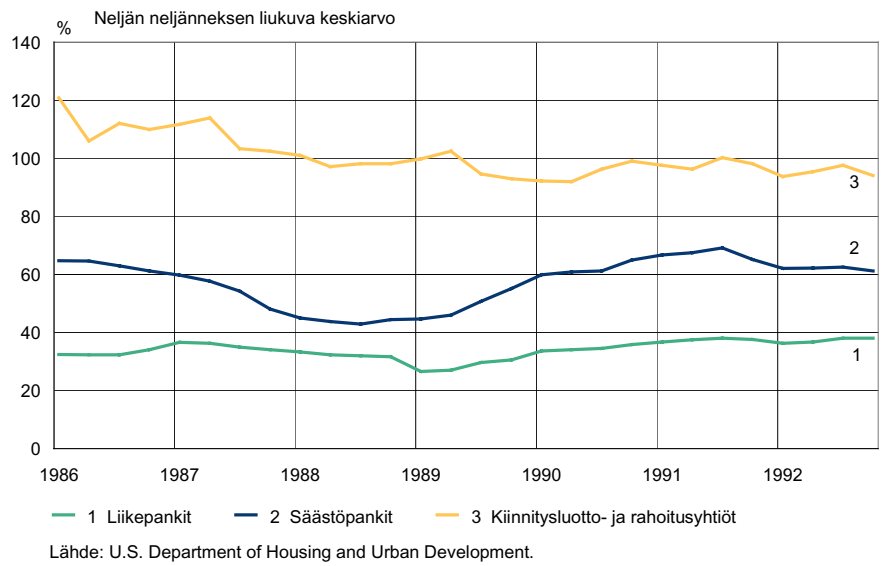
Kuvio 22.

Rahoitusyhtiöiden lainat ja muut saamiset yrityksiltä 1989–1993



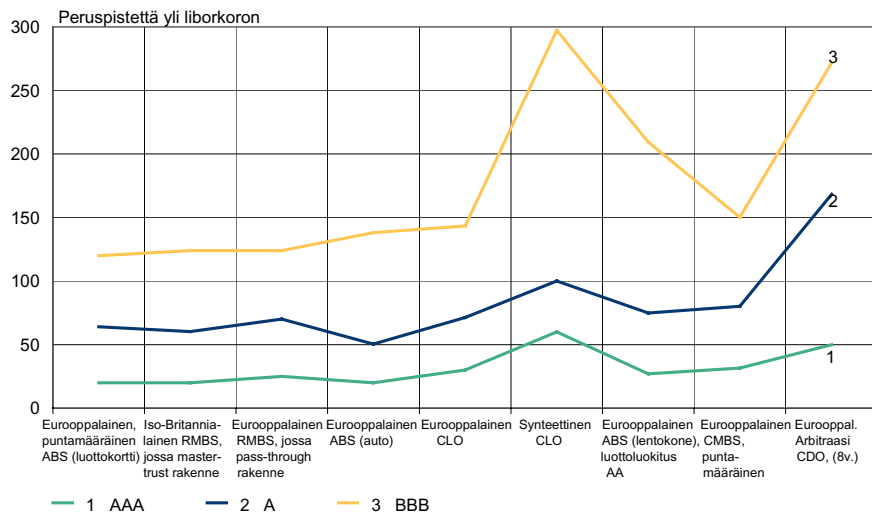
Kuvio 23.

Itse myönnettyistä ja muilta ostetuista lainoista arvopaperistetut erät prosentteina



Olennainen kysymys arvopaperistamisen käyttökelpoisuudessa rahoituksen välityskanavana on luonnollisestikin se, mihin hintaan rahoitusta voidaan markkinoilta arvopaperistamalla saada. Perinteisen arvopaperistamisen kustannukset nousevat helposti suuriksi. Tähän on olemassa kaksi syytä: monimutkaisia rakenteita hyödynnettäessä erilaisten osapuolien määrä transaktiossa kasvaa ja jokaisesta välivaiheesta koituu lisäkustannuksia. Lisäksi mielenkiintoinen piirre on se, että arvopaperistettujen erien korkoerot ovat ainakin tähän saakka olleet markkinoilla suuremmat kuin niiden tavallisten yrityslainojen korkoerot, joilla on vastaava luottoriskiluokitus. Tämä siitäkkin huolimatta, että arvopaperistetut erät voivat joissain tapauksissa olla luottoriskiluokituksensa muutosten perusteella paljon stabiilimpia kuin tavalliset yritysjoukkolainat, joilla on vastaava luottoriskiluokitus. Kuviossa 24 on esitetty eri arvopaperistettujen erien korkoerot liborkorkoihin verrattuna eri luottoriskiluokissa. Mitä suurempi korkoero siis on, sitä suurempi riski arvopaperiin liittyy. Verrattaessa kuvion 24 tasoja vuoden 2000 tasoihin on korkoeroissa tapahtunut selvä muutos etenkin synteettisissä CLO:issa, sillä niiden korkoerot ovat kasvaneet merkittävästi.

Kuvio 24. **Eurooppalaisten arvopaperistettujen erien korkoerot eri luottoriskiluokissa lokakuussa 2002**



Instrumentit ja niiden rakenteet sekä niihin liittyvät termit on selitetty liitteessä 2.

Lähde: Credit Suisse First Boston / European Securitization update and outlook october 2002.

5 Arvopaperistamisen sääntely

Arvopaperistamisen monivaiheisuuden vuoksi siinä täytyy ottaa huomioon monia erilaisia sääntelyyn liittyviä seikkoja. Näistä tärkeimmät liittyvät oikeudellisiin, lähinnä arvopaperistamisen rakenteiden muodostamiseen ja omaisuuserien siirtoihin liittyviin kysymyksiin, verotuksellisiin tekijöihin sekä kirjanpidollisiin menettelyihin. Arvopaperistamista toteutettaessa on pohdittava etenkin seuraavia asioita:

- Mitä alullepanijan kotimaan laki määrittelee arvopaperistamisesta yleensä?
- Miten juridisesti pitävä omaisuuserien siirto toteutetaan?
- Mitkä lait ja säädökset koskevat arvopaperistettavia saatavia?
- Luottojen arvopaperistamisen yhteydessä on tarkistettava, millaiset oikeudet velallisia koskevat.

Liikkeeseenlaskua koskevat säädökset ja lait. Lisäksi oli otettava huomioon myös vakuusjärjestelyjä ja muita sopimuksia koskevat lait. On myös varmistettava, mitä vastapuolen kotimaan lait ja säädökset määrittelevät kyseisestä toiminnasta esimerkiksi vakuusjärjestelyistä.

5.1 Arvopaperistamista koskevat oikeudelliset, verotukselliset sekä kirjanpidolliset tekijät

Transaktiota muodostettaessa aivan ensimmäiseksi törmätään arvopaperistettavan materiaalin siirtoon liittyviin kysymyksiin. Arvopaperistamisen yhteydessä tärkeitä ovat nimenomaan ne lait ja säännökset, jotka koskevat alla olevien omaisuuserien myyntiä, niiden luovuttamista ja siirtoa alullepanijalta erillisyhtiölle sekä arvopaperistamisen mahdollisia kohteita. On huomattava, että kaikkia omaisuuseriä ei suinkaan ole kaikkialla hyväksytty arvopaperistamisen kohteiksi.

Säädöksissä voidaan esimerkiksi vaatia, että omaisuuserän siirron yhteydessä velallista pitää informoida tapahtuvasta siirrosta tai siirrolle on saatava hänen suostumuksensa. Tällaisten vaatimusten on yleensä katsottu hidastavan arvopaperistamistoiminnan syntyä.

Arvopaperistamista tulee tarkastella paitsi arvopaperien siirron kannalta, myös verotuksellisesta näkökulmasta. Verotuksellisesti arvopaperistamista koskevat säädökset käsittelevät mm. mahdollisten myyntivoittojen verotusta ja erillisyhtiön asemaa. On myös tärkeää tuntea lainsäädäntö konkurssitilanteiden, esimerkiksi alullepanijan

konkurssin varalta. Lainsäädännön sijasta pitäisi ainakin tuntea selkeä säännöstö, joka pätee edellä mainituissa tilanteissa. Tämä siksi, että arvopaperistetut erät on saatava eristettyä alullepanijan konkurssipesän varoista sijoittajien etujen turvaamiseksi. Mikäli lainsäädännössä on määriteltynä todellisen myynnin käsite, pitäisi näiden kriteerien täyttymisen riittää varmistamaan varojen erillisuus myös alullepanijan konkurssitilanteessa.

Erillisyyhtiön luontia sekä rakenteen ylläpitoa ja toimintaa koskevat määräykset ovat eräs hyvin tärkeä ryhmä. Ensinnäkin erillisyyhtiön tulee tehdä liikkeeseenlaskut omistamiaan omaisuuseriä vastaan eikä yleisinä vaateina itseään vastaan. Lisäksi on määriteltävä, minkä tyyppisiä rakenteita erillisyyhtiön on mahdollista käyttää liikkeeseenlaskuissaan. Edelleenkin eri lainsäädännöt poikkeavat toisistaan esimerkiksi siinä, voidaanko pooli muodostaa avoimeksi vai suljetuksi eli toisin sanoen voidaanko poolia täydentää välillä. Esimerkiksi Suomessa pienen mittakaavan täydennys on juridisesti mahdollinen. Tyypillisesti suurin erillisyyhtiöön liittyvä ongelma on kuitenkin se, ettei erillisyyhtiön verotuksellisesta kohtelusta ole olemassa varmuutta. Tämä epävarmuus johtaa yleensä siihen, että erillisyyhtiöt pyritään perustamaan sellaisiin maihin, joissa erillisyyhtiön verotuksesta on olemassa selkeät säännöt. Lisäksi erillisyyhtiöiden edun mukaista luonnollisesti on, että ne pyrkisivät mahdollisimman pieneen verotukseen. Varsin usein tämä tavoittelu johtaa kuitenkin raskaisiin juridisiin prosedureihin, jos haetaan kevyempään verokohteluun oikeuttavia lisenssejä.

Edellisten lisäksi etenkin kirjanpitosääntöjen huomioiminen arvopaperistamisen yhteydessä on tärkeää, sillä nimenomaan kirjanpitosäännöt vaikuttavat osaltaan merkittävästi arvopaperistamisen toimivuuteen sekä järjestelyjen helppouteen ja kannattavuuteen. Arvopaperistamisessa kirjanpitosääntöjen vaativana tehtävänä on saada näkyviin, kuinka alullepanijan taseen arvopaperistaminen todellisuudessa vaikuttaa alullepanijan taloudellisiin riskeihin. Näin helpotetaan osaltaan alulle panevan yrityksen taloudellisen tilan arviointia. Eri maissa käytävillä kirjanpitosäännöillä voikin olla huomattavia vaikutuksia arvopaperistamistransaktioiden mielekkyyteen. Ne voivat vaikuttaa merkittävästi arvopaperistamisen toteuttamistapojen valintaan.

Todellisten vaikutusten esiintuomisessa kirjanpitosäännöt ovat kuitenkin hieman epäonnistuneet, kuten Enronin antama esimerkki osoittaa. Kirjanpitolautakunnilla on ollut hankaluuksia pysyä mukana innovatiivisten markkinoiden kehityksessä. Kirjanpitokäytäntöjä on kuitenkin koko ajan pyritty uusimaan niin, että ne vastaisivat yhä paremmin nykyistä markkinatilannetta. EU:ssa uuden kansainvälisen

kirjanpitostandardin (IAS) on määrä tulla käyttöön viimeistään vuonna 2005 julkisesti listatuissa yhtiöissä⁶².

Yhdysvalloissa kirjanpito uudistukset lähtivät käyntiin varsin nopeasti Enronin ja muutamien muiden suurten yritysten kirjanpitoepäselvyyksien tultua julkisuuteen. Enronin ja muiden yhtiöiden väärinkäytösten jälkeen erityisesti erillisyhtiön konsolidointitarpeen määrittämiseen liittyvät kriteerit ovat nousseet tärkeiksi aiheiksi. Tällöin palataan jälleen omaisuuserien siirron lopullisuuteen ja siihen, että mahdolliset riskit tai oikeudet tuottoihin pidätetään arvopaperistamisen alullepanijalta. Kirjanpito uudistuksessa arvopaperistamiseen kohdistuvat suurimmat vaikutukset ovatkin näkyneet juuri vaatimuksina uudistaa IAS-standardeja 39 ja 32. Niistä etenkin ensimmäinen on useassa Yhdysvaltojen ulkopuolisessa maassa arvopaperistamisen kannalta toiminnan kirjanpidollinen perusta. IAS 39 nimittäin määrittelee ne tapaukset, joissa arvopaperistetut erät voidaan katsoa poistetuiksi alullepanijan taseesta. Toinen merkityksellinen sääntö on SIC-12, joka määrittelee, koska erillisyhtiö on konsolidoitava alullepanijaan.

Arvopaperistamiseen vaikuttavat kuitenkin myös monet muut tekijät. Usein eri maissa pankki- ja arvopaperitoimintaa sääteleviin lakeihin tarvittaisiin muutoksia arvopaperistamistoiminnan edistämiseksi. Sama pätee sijoittajakunnan sijoitusmahdollisuuksien määrittelyssä. Muutoksia joudutaan usein tekemään esimerkiksi ulkomaisen valuutan sijoitusriskeihin, sijoitusten keskittämiseen ja sallittaviin sijoituskohteisiin. Myös vakuutusyhtiöiden katemääräyksiin saatetaan tarvita täsmennyksiä, jotka koskevat arvopaperistettuja sijoituskohteita.

5.2 Vakavaraisuuskohtelu

Basel Accord tai Basel I, jonka loi BCBS (Basel Committee on Banking Supervision), otettiin käyttöön vuonna 1988. Basel Accordin sääntely koskee nimenomaan pankkien minimivakavaraisuusvaatimuksia. Nykyinen Basel Accord eli Basel I sisältää melko vähän ohjeistusta siitä, miten arvopaperistettuja eriä tulisi käsitellä laskettaessa pankkien vakavaraisuusvaatimuksia. Nykyisessä sääntelyssä pankkien taseissa olevaa luottoriskiä painotetaan aina samalla tavoin, luottoriskin laadusta huolimatta. Näin luottoihin kohdistuu aina 8 prosentin

⁶² Yhtiöt, jotka jo käyttävät U.S. GAAP-standardeja, voivat komission päätöksen nojalla siirtyä IAS:n käyttöön vasta vuonna 2007.

vakavaraisuusvaatimus. Tämä vakavaraisuusvaatimus pätee myös pankin markkinoilta ostamiin omaisuusvakuudellisiin arvopapereihin.

Kun nykyistä järjestelmää oli käytetty muutamia vuosia, siinä alettiin havaita joitain puutteita. Hyvin ongelmalliseksi koettiin nimenomaan se, ettei systeemillä pystytty mitenkään erottelemaan luottoriskeiltään hyviä luottoja heikompilaatuisista. Katsottiinkin, että tarvittiin uudistus, joka ottaisi paremmin huomioon luottojen todelliset riskit. Luonteensa vuoksi Basel I:n säännöstely kannusti tahattomasti pankkeja poistamaan arvopaperistamalla taseistaan luottoriskiluokituksestaan parempia mutta tuotoiltaan huonompia saatavia ja samalla säilyttämään taseissaan luottoriskiluokituksiltaan heikompia saatavia, jotka ovat kuitenkin parempituottoisia. Näin kävi, koska pankit pysyivät edellä mainitulla tavalla tase-eriään arvopaperistamalla vähentämään vakavaraisuusvaatimustaan, kun kaikkiin tase-eriin voitiin soveltaa 8 prosentin vakavaraisuusvaatimusta⁶³. Toisaalta arvopaperistaminen loi tietenkin pankeille myös mahdollisuudet poistaa taseistaan heikompilaatuisia lainoja ja vähentää näin taseensa riskiä.

Eri syistä Baselin pankkivalvontakomitea alkoi suunnitella vakavaraisuusvaatimusten uudistamista ja laatia ns. Basel II:ta, jossa pyrkimyksenä on heijastaa entistä paremmin pankkien taseissa olevia riskejä, asettaa pankkien vakavaraisuusvaatimukset paremmin näitä riskejä vastaaviksi ja stabiloida näin kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita.

Arvopaperistamista oli alettu käyttää kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla huomattavasti enemmän kuin Basel I:n luomisen aikoihin, joten nyt oli perusteltua luoda tarkemmat, myös erikseen arvopaperistettuja eriä koskevat säännökset. Lisäksi edellä kuvattu negatiivinen kannustinongelma vaati ratkaisua.

Baselin pankkivalvontakomitea julkaisi kesäkuussa 1999 ensimmäisen konsultatiivisen paperinsa arvopaperistamista koskevasta sääntelystä.⁶⁴ Laajennettu versio seurasi tammikuussa 2001, kun Baselin pankkivalvontakomitea julkaisi uudet vakavaraisuusvaatimukset koskevat suosituksensa. Tätä tammikuussa 2001 julkaistua dokumenttia kommentoitiin lausuntokierroksella runsaasti. Kommentteja tuli mm. suunnitelluista riskipainotuksista, joiden tarkoituksena on heijastaa instrumenttien riskipitoisuutta. Saapuneiden kommenttien perusteella Baselin komitea julkaisi uuden raportin, jossa pyrittiin määrittelemään tarkemmin minimipääomavaatimusten määräämiseksi käytettävää kehikkoa. Kattava kehikko pyrittiin laatimaan niin, että se sekä olisi tarpeeksi riskiherkkä että tarjoaisi pankeille riittävät kan-

⁶³ Näitä puutteita on käsitelty arvopaperistamisen osalta aikaisemmin luvussa 2.1 ja 3.1.

⁶⁴ A New Capital Adequacy Framework, kesäkuu 1999. www.bis.org

nustimet siirtyä käyttämään sisäiseen riskiluokitukseen perutuvaa⁶⁵ lähestymistapaa pääomavaatimuksia määriteltäessä. Tämä raportti julkaistiin lokakuussa 2001.⁶⁶ Arvostuskehikon lisäksi lokakuun 2001 raportissa keskityttiin myös määrittelemään yleinen tapa lähestyä synteettisiä arvopaperistamisia.

Tämän raportin julkaisemisen jälkeen käytiin kuitenkin lisää keskustelua arvopaperistamiseen liittyvien tahojen kanssa. Näiden keskustelujen perusteella laadittiin kaksi raporttia, joissa arvopaperistettuja eriä koskevaa vakavaraisuussäätelyä muokattiin kuvaamaan yhä paremmin instrumenttien todellisia riskejä. Nämä kaksi raporttia olivat Baselin pankkivalvontakomitean julkaisemat *Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance* ja *Second Working Paper on Securitisation*, joista jälkimmäinen toimi lähinnä perusteluina *Quantitative Impact Study*n arvopaperistettuja eriä koskeneille vakavaraisuusvaatimuksille ja niitä määritelleille tekniikoille. Aikaisempiin verrattuna nämä raportit edustavat komitean muuttunutta näkökantaa. Molemmat julkaistiin lokakuussa 2002.

Basel II:n nykyisessä, lokakuussa 2002 julkaistun ehdotuksen tarkennuksessa⁶⁷ arvopaperistamista käsitellään hyvin tarkasti. Sille, että vakavaraisuusvaatimus lasketaan kuten arvopaperistetulle instrumentille, asetetaan seuraavat edellytykset. Instrumentin tulee ensinnäkin olla jaettu etuoikeusasemaltaan erilaisiin luokkiin eli trancheihin. Toiseksi korvauksen, joka näihin instrumentteihin sijoittavalle sijoittajalle maksetaan, tulee olla riippuvainen arvopaperistetun poolin tuotosta. Luottojohdannaisten riskin tulee taas riippua salkun tuloksesta. Mutta päätettäessä siitä, mitä transaktioita lopulta käsitellään arvopaperistettuina erinä vakavaraisuusvaatimuksia määriteltäessä, pankkien tulee kuitenkin kiinnittää huomiota nimenomaan transaktioiden taloudelliseen substanssiin eikä pelkästään niiden juridiseen muotoon.

Ehdotuksessa määritellään lisäksi hyvin tarkasti yleistä arvopaperistamiseen liittyvää terminologiaa sekä määritellään pankkien tehtävät arvopaperistamisessa (alullepanija, sijoittaja tai hallinnoija) ja esimerkiksi arvopaperistamisen eri tyypit. Lisäksi raportissa määritellään ne tilanteet, joissa pankit vapautuvat arvopaperistettuja eriä koskevista pääomavaateistaan. Keskeinen vaatimus sekä perinteisten arvopaperistamisten että synteettisten arvopaperistamisten yhteydessä on, että merkittävän osan luottoriskiä tulee olla siirretty pois arvopaperistavalta pankilta. Riskin siirron tulee olla riittävä ja kattava. Tällainen ehto asettaa luonnollisesti rajoituksia sille, kuinka paljon pankit

⁶⁵ IRB:tä eli ”internal ratings based”.

⁶⁶ BIS Basel Committee on Banking Supervision (2001b).

⁶⁷ BIS Basel Committee on Banking Supervision (2003).

voivat arvopaperistamisen yhteydessä ostaa takaisin ns. osake-osia. Toinen hyvin keskeinen vaatimus perinteisessä arvopaperistamisessa on, ettei pankilla saa säilyä minkäänlaista kontrollia arvopaperistettuihin eriin. Synteettisten arvopaperistamistransaktioiden luottojohdantaisiin ei taas saa liittyä sellaisia ehtoja, joilla korvausvaatimuksia rajoitettaisiin johonkin tiettyyn määrään. Lisäksi etenkin *clean up callin*⁶⁸ käytölle on asetettu tiukat rajat.

Arvopaperistamisen osalta pankit joutuvat vakavaraisuusvaateen kohteeksi tavallisista ABS-sijoituksistaan, ostaessaan takaisin subordinoitujen transaktioiden osia (mm. osake-osia), Basel II:ssa asetettujen määritelmien ulkopuolelle menevien likviditeettifasilitteettien, ja luottoriskin vähentämismenetelmien yms. osalta.

Laskettaessa vakavaraisuusvaatimuksia pankit jaotellaan kahteen ryhmään: pankkeihin, jotka joutuvat käyttämään standardimenetelmää, ja pankkeihin, jotka kansallinen valvoja on kelpuuttanut IRBA-statuksen omaavaksi pankiksi (Internal Ratings Based Approach). Tämän statuksen saaminen tarkoittaa sitä, että määrittäessään vakavaraisuusvaatimuksia myöntämilleen luotoille pankki voi käyttää omia sisäisiä luottoriskiluokituksiaan.

Standardimenetelmässä pankit käyttävät hyväkseen julkisia luottoriskiluokituksia vakavaraisuusvaatimuksiaan määrittäessään. Minimipääomavaatimuksia määriteltäessä pankkien taseessa olevien luottojen julkisiin luottoriskiluokituksiin liitetään aina tietty riskipaino, jolla luoton määrä painotetaan. On huomattava, että standardimenetelmässä heikoimman luottoriskiluokituksen omaavia arvopaperistettuja eriä painotetaan suuremmilla riskipainoilla kuin luottoriskiluokitukseltaan vastaavia yrityslainoja⁶⁹. Suurempia riskipainoja arvopaperistetuille erille on perusteltu mm. sillä, että ABS:n tranchien välillä maksuhäiriökorrelaatiot (default correlations) ovat suurempia kuin yksittäisten yrityslainojen välillä. Toisena perusteena on käytetty sitä, että alisteinen tranche eli etuoikeusluokkarakenne aiheuttaa tappiotilanteessa vakavampia seuraamuksia alemmille etuoikeusluokille. Luottoriskiluokkien erilaisella painotuksella pyritään heijastamaan paremmin erilaisten erien todella kantamaa luottoriskiä ja näin saamaan pääomavaateet vastaamaan paremmin pankin taseen mukaista todellista riskiasemaa.

⁶⁸ Clean up call tarkoittaa alullepanijan poolin takaisinostoa, kun vain pieni osa poolista on enää jäljellä. Baselin sopimuksessa raja kulkee 10 prosentissa alkuperäisen siirretyn poolin nimellisarvosta.

⁶⁹ Tällainen vertailu on mahdollinen vain standardimenetelmän yhteydessä, mutta esimerkiksi IRBA-menetelmässä vertailua on mahdotonta suorittaa.

IRBA-statuksen saaneet pankit käyttävät vakavaraisuusvaatimuksia määritellesään joko ns. SFA-menettelyä⁷⁰ tai RBA-menettelyä⁷¹. Näiden käyttö kuitenkin riippuu pitkälti siitä, onko vakavaraisuusvaatimuksen määrittelyn kohteena oleva pankki arvopaperistamistransaktiossa sijoittajana vai alullepanijana. Koska SFA-lähestymistapa vaatii enemmän tietoa position luonteesta kuin RBA, SFA:ta ei ole mahdollista käyttää yhtä usein kuin RBA:ta. Lisäksi riskipainoja laskettaessa pyritään selvittämään ja huomioimaan salkkujen lainojen tehokkaat määrät, eli etuoikeusasemassa olevan position suhteelliset koot koko salkun kokoon nähden, suhteelliset etuoikeusasemat, tietyn tranchen osuus koko emission määrästä jne. Siitäkin on tarkat säännöt, miten transaktioihin liittyviä likviditeettifasilitetteja ja ns. early amortisation-piirteitä tulisi riskipainoja määritellesä käsitellä. Lisäksi eri toimijoille, kuten alullepanijalle, on annettu tarkat säännöt siitä, missä järjestyksessä eri luokitustapoja tulisi käyttää vakavaraisuusvaatimuksia laskettaessa. Kaikella tällä säätelyllä pyritään siis siihen, että lisäinformaation etsimistä kannustettaisiin ja siitä palkittaisiin vakavaraisuusvaatimuksia määrättäessä; arvopaperistettaessahan positiota joudutaan tarkastelemaan hyvinkin yksityiskohtaisesti, jolloin siihen liittyvät todelliset riskit havaitaan aikaisempaa paremmin.

Kaiken kaikkiaan prosessi on kuitenkin hyvin monimutkainen. Arvioitaessa erilaisten arvostusmenetelmien vaikutusta esimerkiksi arvopaperistamisen kannalta esiin nousee kaksi kysymystä. Kannustavatko erilaiset menetelmät erityyppisiä pankkeja sijoittamaan vain tiettyntyyppisiin omaisuuseriin? Entä tuleeko arvopaperistettuihin eriin sijoittaminen vaatimaan sijoittajilta hyvin sofistikoituneita luokitusprosesseja?

Baselin uudet vakavaraisuussäännökset pyritään saamaan valmiiksi ja hyväksytyiksi niin, että ne pystyttäisiin ottamaan käyttöön vuonna 2006. Euroopan unionissa niistä säädetään direktiivillä, jota koskevan ehdotuksen komissio toivoo hyväksyttävän jo vuoden 2004 alkupuolella.⁷²

⁷⁰ Supervisory Formula Approach (SFA) = valvontaviranomaisen kehittämän oman arviointimallin käyttäminen.

⁷¹ External Ratings-based Approach (RBA) = ulkopuolisen luottoluokittajan soveltaman arviointimallin käyttäminen.

⁷² EU:n komissio (2003).

Basel II:n mahdolliset vaikutukset arvopaperistamiseen

Keskustelua on käyty runsaasti siitä, millaiset vaikutukset Baselin uudella sopimuksella tulee lopulta arvopaperistamismarkkinoilla olemaan. Basel II:n suurimmat vaikutukset arvopaperistamiseen voidaan oikeastaan kiteyttää kahteen seikkaan. Ensimmäkin Basel II vähentää epäsuorasti sellaisia arvopaperistamisia, joiden avulla matalatuottoisia, vähäisen riskin eriä on siirretty pois taseesta. Toisaalta Basel II pyrkii entistä tehokkaammin estämään näennäisen riskinsiirron (ns. *implicit recourses*).

Basel II:n vaikutukset arvopaperistamismarkkinoihin johtuvat suureksi osaksi uusista, paremmin riskejä heijastavista tase-erien riskipainotusmenetelmistä. Kuten mainittu, arvopaperistettuja eriä käsitellään uusissa säännöksissä tiukemmilla luottoriskiluokitukseen perustuvilla riskipainoilla kuin vastaavan luottoriskiluokan yrityslainoja. Tällainen menettely vaikuttaa luonnollisesti siihen, mitä pankkien kannattaa taseissaan pitää.

Ensimmäkin luottoriskiluokittamattomien ja luottoriskiluokitukseltaan heikoimpien lainojen riskipainot ovat suuret, joten vakavaraisuusvaatimukset ovat korkeammat. Korkeiden vakavaraisuusvaatimusten sitoessa pääomia pankkien mielenkiinto pitää tällaisia eriä taseessaan voi olennaisesti heikentyä. Tämä taas voi johtaa erilaisiin ratkaisuvaihtoehtoihin. Pankit voivat pyrkiä siirtämään näitä riskipainoltaan suuria eriä pois taseestaan esimerkiksi arvopaperistamalla. Mikäli kaikki pankit toimivat samoin, voi heikompilaatuisen materiaalin määrä arvopaperistamismarkkinoilla ainakin tilapäisesti kasvaa.

Toisaalta tällaisten erien arvopaperistaminen voi edistää lainamarkkinoiden toimintaa, sillä ilman arvopaperistamista ja sen tarjoamaa mahdollisuutta siirtää kyseiset riskipainoiltaan suuret omaisuuserät pois taseestaan pankit tuskin olisivat enää halukkaita myöntämään lainaa luottoriskiluokitukseltaan heikoille tahoille. Arvopaperistaminen voi tässä tilanteessa siis säilyttää lainamarkkinoiden likviditeetin. Toki joissain tapauksissa myös yritykset itse voivat suoraan arvopaperistaa tase-eriään ja parantaa näin mahdollisuuksiaan saada rahoitusta ohi perinteisten kanavien.

Sijoituksille asetetut korkeammat riskipainot vaikuttavat tietenkin siihen, kiinnostaako pankkeja sijoittaa arvopaperistettuihin instrumentteihin. Mielenkiinto sijoittaa suuria vakavaraisuusvaateita aiheuttaviin arvopaperistettuihin eriin voi siis pienentyä. Toki suurimmat riskit piilevätkin loogisesti juuri näissä erissä. Subordinoitujen rakenteiden osalta pankkien mielenkiinto ottaa taseisiinsa ns. osakeosat voi pienentyä uusien säännösten käyttöönoton myötä.

Tiukentuneilla vakavaraisuusvaatimuksilla kuitenkin pystytään osaltaan ratkaisemaan nykyisessä kehikossa ilmennyt kannustinongelma: se, että pankkien kannatti pitää itsellään luottoriskiluokitustaan heikkomat mutta tuotoiltaan korkeammat omaisuuserät ja arvopaperistaa korkeamman luottoriskiluokituksen omaavat mutta heikompiuottoiset omaisuuserät. Uudessa järjestelmässä pankin pääomavaade ei kuitenkaan tässä tilanteessa enää pienene vaan saattaa jopa kasvaa, koska taseen luottoriski voi heikentyä. Taseen luottoriskille olennaista on tietenkin myös se, miten arvopaperistamisesta saadut varat sijoitetaan.

5.3 Kirjanpitosäännökset

Kirjanpitosäännökset ovat hyvin merkittäviä arvopaperistamisen kannalta. Sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa on käynnissä vaihe, jossa kirjanpitosäännöksiä tarkennetaan mm. arvopaperistamisen osalta. Lisäksi käynnissä on suuri kirjanpitu uudistus IAS, jonka standardit on sitouduttu ottamaan käyttöön tammikuuhun 2005 mennessä esimerkiksi Euroopan julkisesti listattujen yritysten raportoinnissa.⁷³

Arvopaperistamisen kirjanpitokäsittelyssä olennaista on nimenomaan sekä myytyjen saamisten taseesta pois kirjaaminen että säännökset, jotka koskevat erillisyhtiön konsolidoimista konsernitilinpäätökseen. Konsolidoinnista on esimerkiksi IAS-säännöksissä erillinen säädöksensä, SIC 12, jossa määritellään, milloin erillisyhtiö konsolidoidaan raportoivaan yhtiöön. Ehtona konsolidoinnille tässä säännöksessä on se, että raportoiva yhtiö voi käyttää päätösvaltaa erillisyhtiön päätöksenteossa ja täten saavuttaa taloudellista hyötyä. Päätösvalan käyttö on määritelty tarkemmin IAS-säännöksessä 27 (*consolidated financial statements*). Näitä säännöksiä voidaan soveltaa jopa silloin, kun arvopaperistettavan poolin siirto on muodollisesti suoritettu myyntinä.

Muita arvopaperistamisen kannalta tärkeitä kirjanpitosääntöjä IAS:ssä ovat IAS 39 ja IAS 32, joita uusitaan parhaillaan. Näissä käsitellään juuri sitä, mitä omaisuuseriä voidaan katsoa kuuluviksi taseen ulkopuolelle. Ehdotuksissa IASB (International Accounting

⁷³ Poikkeuksen muodostavat sellaiset eurooppalaiset yhtiöt, joiden osakkeilla käydään tällä hetkellä kauppaa Yhdysvalloissa ja jotka täten noudattavat raportoinnissaan voimassa olevia GAAP-standardeja, sekä sellaiset yhtiöt, jotka ovat laskeneet liikkeeseen velkainstrumenttejä mutta eivät osakkeita. Niille on annettu IAS-standardien käyttönotolle lisäaikaa tammikuuhun 2007.

Standard Board) on ottanut lähtökohdakseen ns. jatkuvan osallistumisen periaatteen (continuing involvement approach), jonka täytyessä omaisuuseriä ei voida kirjata taseen ulkopuolisiksi eriksi. Ehdotetut säännökset ovat varsin ankaria erilaisten optioiden, clean up callien⁷⁴, takauksien ja subordinoitujen rakenteiden ns. osake-osien suhteen. Jää nähtäväksi, hyväksytäänkö säännökset esitetyn kaltaisina.

Merkityksellisintä uudistuksen läpimenon kannalta on kuitenkin se, miten jo olemassa olevia arvopaperistettuja eriä tullaan uusien sääntöjen puitteissa käsittelemään⁷⁵. Tähän saakka IAS 39:ää on sovellettu vain sellaisiin siirtoihin, jotka on toteutettu nykyisen säännösten käyttöönoton jälkeen. Uudessa säännöstehdotuksessa uusittuja sääntöjä tulotaisiin kuitenkin soveltamaan välittömästi kaikkiin olemassa oleviin transaktioihin, jolloin joidenkin aikaisemmin tehtyjen omaisuuserien siirrot eivät enää täyttäisikään kriteeristöä.

Yhdysvalloissa toteutettiin hiljattain kirjanpituudistus FASB 140, jolla pyrittiin paremmin saamaan esiin arvopaperistamiset yritysten tasetiedoissa. Douglas Skipworth⁷⁶ teki Fortune 1000 -listan yrityksille tutkimuksen, jossa hän pyrki selvittämään, miten hyvin arvopaperistettut erät yritysten raporteissa ilmoitetaan. Tulos oli hänen mielestään varsin tyydyttävä. Otokseen hyväksytyistä 526 yrityksestä 182 liitti tasetietoihinsa FASB 140:n mukaisen ilmoituksen arvopaperistamisesta. Se, ettei muilla ollut tasetiedoissaan mainintaa arvopaperistamisesta, voi johtua siitä, ettei niillä ollut mitään ilmoitettavaa, tai sitten yritykset arvioivat osallistumisasteensa arvopaperistamiseen merkityksettömäksi.

Läpinäkyvyyden parantamiseksi Skipworth kuitenkin piti tärkeänä, että tulevaisuudessa yhä useampi yritys tekisi perusteellisempia kirjauksia arvopaperistamisista. Parannuksia kaivattaisiin mm. alullepanijan ja erillisyyhtiön välisten kassavirtojen erottelemiseen omaisuuserittäin. Taulukosta 1 käyvät ilmi ne yritykset, jotka tekivät raporteissaan ilmoituksen arvoaperistamisesta.

⁷⁴ Clean up call = arvopaperistamisen alullepanijan optio tai mahdollisuus ostaa takaisin jäljellä oleva osa poolista, kun poolin erääntyminen lähenee ja siihen kohdistuu paljon kuoletuksia. Yleensä rajana on tällöin poolin koko, joka on alle 10 prosenttia poolin alkuperäisestä koosta.

⁷⁵ Hankonen, R-L. (2002).

⁷⁶ Skipworth, D. (2002).

	Arvopaperistamisilmoitukset		
	Kyllä	Ei	Yhteensä
Rahoituslaitokset	38	23	61
Pankit	22	7	29
Säästöpankit	5	4	9
Erityisrahoituslaitokset	8	0	8
Vakuutus	2	7	9
Broker -Dealer	1	5	6
Muut yhtiöt	15	106	121
Yritykset, jotka ilmoittivat arvopaperistavansa rah.markkinainstrumentteja	15	2	17
Yritykset, jotka ilmoittivat arvopaperistavansa saamisiaan	0	64	64
Muut	0	40	40
Yhteensä yrityksiä	53	129	182

Lähde: Financial Accounting Standards Board (FASB).

5.4 Sääntelyn tulevat haasteet

Rahoitusmarkkinoita on viime aikoina ravistellut kolme suurta muutosta, jotka ovat merkittävästi haastaneet rahoitusmarkkinoiden valvontaa ja säätelyä: talouden ja rahoitusmarkkinoiden globalisaatio, konsolidoituminen sekä arvopaperistaminen.⁷⁷ Jokaisella näistä kolmesta tekijästä on sellaisia piirteitä, jotka voisivat vaikuttaa rahoitusmarkkinoiden vakauteen – joko lisätä tai vähentää sitä.

Arvopaperistamisellakin on siis sekä vakautta lisääviä että sitä vähentäviä piirteitä. Rahoitusmarkkinoiden stabiliteetti voi lisääntyä, kun sekä sijoituskohteet että rahoituslähteet hajautuvat. Sitä voi lisätä sekin, että uhat maksujärjestelmien toiminnalle pienenevät, koska perinteisen pankkijärjestelmän rooli on arvopaperistamista hyödyntävässä yhteisössä entistä pienempi. Epävakautta lisää kuitenkin se, että arvopaperistamisen myötä perinteiset hyvin kiinteät pankkisuhteet häviävät ja markkinoihin voimakkaasti nojaava rahoitusjärjestelmä voi kriisien aikana osoittautua haavoittuvammaksi kuin perinteinen rahoitusjärjestelmä.

⁷⁷ Nämä kolme tekijää mainitsi William R. White, joka toimii taloudellisena neuvonantajana ja osastopäällikönä BISissä, puheessaan Irwing Fisher Committeeen konferenssissa Baselissa elokuussa 2002.

Kun arvopaperistaminen on luonut perinteisen pankkiluottokeskeisen rahoituskanavan rinnalle uuden rahoituskanavan, sääntelyn ja yleisesti valvonnan haasteet ovat arvopaperistamisen käytön lisääntyessä kasvaneet. Erilaisten riskinsiirtotekniikoiden avulla riskejä voidaan yhä tehokkaammin hajauttaa, mutta on hyvin tärkeää samaan aikaan säilyttää ymmärrys näiden siirtojen todellisesta luonteesta. Vain näin pystytään estämään yllättävien riskikeskittymien syntyminen. Sijoituspäätöksiä tehtäessä tulisi ehdottomasti selvittää, millaisia riskejä todella otetaan arvopaperistettuja instrumentteja ostettaessa. Sokkitalanteessa suuret ja yllättäen paljastuvat riskikeskittymät voivat nykyisessä, kaikin tavoin hyvin limittyneessä ja linkittyneessä rahoitusmaailmassamme olla äärimmäisen tuhoisia. Arvopaperistamisessa käytetyt monimutkaiset rakenteet eivät aina suinkaan helpota riskikeskittymien torjumista.

Viime aikoina etenkin luottojohdannaisten käyttö on merkittävästi yleistynyt rahoitusmarkkinoilla. Näiden instrumenttien avulla on aikaisemmin sektorispesifejä riskejä voitu helposti siirtää yli sektorirajojen. Riskien siirto luottojohdannaisten avulla onkin lisääntynyt pankkien ja vakuutusyhtiöiden välillä. Pankit ovat uusien instrumenttien avulla siirtäneet vakuutusyhtiöille keskeisestä liiketoiminnastaan syntyneitä luottoriskejä. Vakuutusyhtiöt, etenkin henkivakuutusyhtiöt, ovat puolestaan siirtäneet pankeille ja muille markkinaosapuolille osan kohtaamistaan markkinariskeistä. Riskien siirto on lisännyt sektorien välistä riippuvuutta ja asettanut lisähaasteita yhtiöiden riskienhallintamekanismeille. Toistaiseksi vakuutusyhtiöt ovat luottojohdannaismarkkinoilla toimineet nettosuojauksien myyjinä eli sijoittaneet muiden osapuolten taseistaan poistamiin luottoriskeihin.

Ulkoisten rahoituskanavien käytön lisääntyessä on pysyttävä selvillä paitsi edellä mainituista riskeistä myös todellisen velkaantumisen ja lainanannon tasosta. Rahoitusmarkkinoiden kehityksen seuraamiseksi riittävä tilastointi olisi ensiarvoisen tärkeää, mutta ainakin arvopaperistamisesta tilastotietojen saanti on vielä hankalaa. Sama ongelma tulee esiin pienemmässä mittakaavassa yksittäisiä yrityksiä tarkasteltaessa. Sijoituspäätöksiä tehtäessä yritysten tunnuslukujen olisi mahdollisimman hyvin kuvattava yrityksen taseen sen hetkistä riskiä. Tämä on vaikeaa, mikäli ei ole olemassa selviä sääntöjä, miten esimerkiksi arvopaperistettujen instrumenttien ja omaisuuserien vaikutukset tulisi taseessa saattaa näkyviin. Toisaalta taas liian tarkka sääntely voi monimutkaistaa käytettyjä instrumenttirakenteita, mikä jälleen osaltaan vähentää läpinäkyvyyttä.

6 Arvopaperistaminen Suomessa

6.1 Arvopaperistamisen historiaa Suomessa

Arvopaperistamisen historia on Suomessa usean muun Euroopan maan tapaan varsin lyhyt. 1980-luvun loppupuolella pankit ryhtyivät suunnittelemaan lainasalkkujensa mahdollista arvopaperistamista Baselin vakavaraisuussäännösten tultua voimaan. Ensimmäinen hanke käynnistyi vuosikymmenen lopulla, kun eräs liikepankki tavoitteli uusien asuntoluottojensa arvopaperistamista. Pankin aikomuksena oli laskea liikkeelle joukkovelkakirjalaina, jonka vakuutena olisi ollut lainanottajien asunto-osakkeita tai kiinnityksiä asuntokiinteistöihin. Kyseessä oli varsin pitkälti Pfandbrief-tyyppinen järjestely. Hankkeen tavoitteena oli järjestely, jossa kyseinen pankki olisi hallinnoinut erillisyhtiön puolesta kaikkia asuntolainaan liittyviä asioita, mutta lainojen rahoitus olisi hoidettu joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskulla. Tässä järjestelyssä asuntolainat olisivat näin jääneet pankin taseen ulkopuolelle. Hanketta perusteltiin etenkin vakavaraisuuden parantamisella. Käytännössä järjestelyllä pyrittiin myös hillitsemään pankin lähes 30 prosentin vauhtia kasvaneen taseluototuksen kasvua tilanteessa, jossa viranomaiset olivat jo esittäneet huolestumisensa koko pankkisektorin luotonannon poikkeuksellisen ripeästä kasvusta. Hanketta ei koskaan toteutettu.

Seuraavan kerran arvopaperistamisajatus nousi esille 1990-luvun alussa Suomen talouden syöksyessä jyrkkään laskukauteen. Kun valtion velanotto lisääntyi nopeasti, ryhdyttiin etsimään keinoja, joilla velanoton lisääntymistä voitaisiin hillitä. Yhtenä ratkaisuna valtion lainanoton hillitsemiseksi nousi esiin ajatus Valtion asuntorahaston arava-saamisen arvopaperistamisesta. Asuntorahaston lukuun, mutta kuitenkin valtion nimissä otetut ns. asunto-obligaatiolainat lopetettiin ja samalla valtion vuotuinen lainanottotarve pieneni lähes miljardi markkaa (noin 170 miljoonaa euroa).

Vaikeuksiin ajautuneet pankit ryhtyivät samoihin aikoihin myös selvittämään tase-eriensä, ensisijaisesti asuntoluottojensa, arvopaperistamismahdollisuuksia. Pankkien tavoitteena oli mm. selvittää, voitaisiinko arvopaperistamalla parantaa pankkien vakavaraisuutta. Samalla haluttiin selvittää, olisiko arvopaperistamisen avulla mahdollista saada markkinoilta suoraan edullisempaa rahoitusta.

Arvopaperistamista ja sen mahdollisuuksia ryhdyttiinkin Suomessa selvittämään ympäristöministeriön perustamassa työryhmässä syksyllä 1992. Työryhmässä oli edustajia sekä pankeista että viranomaista-

hoilta. Ryhmän tehtäväksi tuli selvittää pankkien vakuudellisten luottojen arvopaperistamisen lainsäädännölliset, verotukselliset ja valvonnalliset edellytykset sekä esittää tarvittavat lainmuutokset. Lisäksi työryhmä selvitti valtion osallistumismuotoja mahdollisissa arvopaperistamishankkeissa. Työryhmä jätti raporttinsa keväällä 1993.⁷⁸

Työryhmä päätyi selvityksissään esimerkiksi saatavien ja vakuuksien siirtoon liittyvien juridisten näkökohtien osalta siihen, että arvopaperistamiselle ei ollut tältä osin juridisia esteitä. Työryhmä ei katsonut lainsäädäntöön tarvittavan muutoksia, mutta piti kuitenkin tarpeellisena yhdenmukaisia sääntöjä saatavien ja vakuuksien siirtoa varten. Rahoitustarkastus laatikin myöhemmin arvopaperistamisesta ohjeistuksen, joka koski mm. saatavien ja vakuuksien siirtoa. Ohje tuli voimaan vuonna 1996.

Velallisen asemasta työryhmä totesi, että asuntolainan hoito jatkuu arvopaperistamisen jälkeen entiseen tapaan eikä asuntoluoton arvopaperistaminen vaikuta asiakkaan lainaehtoihin. Luoton myöntänyt pankki voi jatkaa edelleen luoton hallinnointia. Kuluttajansuojalakia ja velkajärjestelylakia sovelletaan entiseen tapaan myös arvopaperistettuihin lainoihin. Saatavien siirrosta tulee ilmoittaa velallisille, mutta itse velallisten suostumusta siirtoon ei tarvita⁷⁹.

Suurimpana ongelmana kotimaisissa arvopaperistamisjärjestelyissä oli työryhmän mielestä erillisyhtiön verotukseen liittyvä epätietoisuus eli se, verotetaanko erillisyhtiötä elinkeinotulon verottamisesta annetun lain vai tuloverolain mukaan. Verotukseen liittyvän epävarmuuden vuoksi todettiin, että erillisyhtiöiden perustaminen Suomeen ei näytä todennäköiseltä.

Valtion rooliksi arvopaperistamisessa nähtiin silloisessa tilanteessa lähinnä mahdollinen transaktioiden takaaminen. Käytännön esimerkkinä työryhmä toi esiin valtion mahdollisen takauksen valuutta-swapin yhteydessä.

Koska varsinaisia lainsäädännöllisiä viivykkeitä ei ollut, valtio ryhtyi pian työryhmän mietinnön julkistamisen jälkeen selvittämään ja toteuttamaan valtion asuntorahaston saamisten arvopaperistamista. Vuodesta 1995 lähtien valtion asuntorahaston varainhankinta onkin hoidettu pääasiassa Fennica-ohjelman puitteissa. Ympäristöministeriö, valtiovarainministeriö ja Valtiokonttori ovat yhdessä valmisteleet ulkomaisten asiantuntijoiden kanssa kuusi arvopaperistamistransaktiota. Ohjelman puitteissa tehdyn Fennica-ohjelman julkistamisen jälkeen arvopaperistamistransaktioita on tehty lähes vuosittain. Lainoja on

⁷⁸ Ks. ympäristöministeriö (1993).

⁷⁹ Ratan arvopaperistamisohje, joka koskee rahoitustarkastuksen valvonnan piirissä olevia yhteisöjä. (ohje 103.11 s. 5).

tähän mennessä laskettu liikkeeseen yhteensä 2,7 miljardin euron arvosta. Ensimmäinen emissio on jo eräännytynyt, joten markkinoilla oli vuoden 2002 lopussa 2,4 miljardin euron arvopaperistetut asuntorahaston saamiset. Fennica-emissiot ovat saaneet sijoittajilta erinomaisen vastaanoton, ja valtaosa emissioista on myyty kansainvälisille sijoittajille. Transaktiot ovat olleet myös innovatiivisia, esimerkiksi Fennica nro 5 oli ensimmäinen *ABS-e-bond* Euroopassa⁸⁰. Erillisyhtiön verotukseen liittyvien epävarmuuksien vuoksi Fennica-ohjelmaan liittyvät erillisyhtiöt on perustettu Irlantiin.

Asuntorahaston saamisten arvopaperistamisen avulla hankittu rahoitus helpotti myös Suomen valtion mahdollisuuksia täyttää ns. EMU-kriteerit Euroopan yhteisön jäsenyyden ensimmäisinä vuosina. Samankaltaisista syistä mm. Italian valtio on myöhemmin ryhtynyt arvopaperistamaan saamisiaan.

Valtion ohella myös muutamat kunnat myivät 1990-luvulla saataviaan sijoittajille. Transaktioita on ollut vain muutama, ja ne ovat olleet pieniä *private placement* -tyyppisiä transaktioita.

Myös muutamat liikepankit valmistelivat asuntoluottojensa arvopaperistamista 1990-luvun alkupuolella. Pisimmälle hankkeissaan ehti eräs suurimmista kotimaisista pankeista: sen arvopaperistamishankkeen valmistelu vietiin käytännössä lähes loppuun saakka. Pankki kuitenkin vetäytyi hankkeestaan ennen markkinoinnin aloittamista. Transaktioon liittyvä erillisyhtiö oli tarkoitus perustaa Yhdysvaltoihin Delawareen. Transaktion rekisteröinti Yhdysvalloissa hankaloitui arvopaperimarkkinoiden valvojan U.S. Securities and Exchange Commissionin (SEC) linjauksien johdosta. SEC ei suoraan hyväksynyt hankkeen rekisteröintiä globaalina dollariemissiona, eikä *private placement* -ratkaisukaan Yhdysvalloissa ollut ongelmaton, joten hanketta ei loppujen lopuksi toteutettu lainkaan.

Suomalaiset yritykset ovat toteuttaneet muutamia arvopaperistamishankkeita. Esimerkiksi metsäyhtiö M-Real, silloinen Metsä-Serla, arvopaperisti paperin ja kartongin myyntisaamisiaan 1990-luvun lopulla. Saamisia myytiin tätä tarkoitusta varten perustetulle erillisyhtiölle, jonka rahoitus on nostettu US Commercial Paper -markkinoilta. Tämän lisäksi esimerkiksi Elcoteq Network on arvopaperistanut myyntisaataviaan vuonna 2002. Viimeisin julkistettu suomalaisyrityksen arvopaperistamishanke on Stora Enson tekemä arvopaperistaminen, jossa järjesteltiin Stora Enson kotimaisia metsäomistuksia. Tässäkin rakenteessa erillisyhtiö, Tornator Finance Plc, perustettiin Irlantiin. Emission koko oli 370 miljoonaa euroa.

⁸⁰ E-bond = elektronisen kaupankäynnin kohteena oleva joukkovelkakirjalaina.

6.2 Arvopaperistamisen sääntely Suomessa

Tutkittaessa tarkemmin arvopaperistamisen kehittymistä eri maissa käy hyvin selväksi, miten tärkeää on säännellä arvopaperistamista ja siihen liittyviä toimia riittävän kattavasti. Verotuskohtelun on oltava selkeä kaikissa arvopaperistamisen vaiheissa ja kaikille toimijoille, esimerkiksi erillisyyhtiöille. Samoin on oltava selkeät säädökset omaisuuserien siirtoon liittyvistä kysymyksistä ja ohjeet mm. erillisyyhtiön sallittavista yhtiömuodoista. Arvopaperistamista näyttävät edistävän kirjanpitosääntöjen selkeys. Lisäksi sitä edistävät julkinen kaupankäynti ja tähän liittyvä listausmenettely, mikäli siitä ei aiheudu suuria kustannuksia.

6.2.1 Lainsäädäntö

Yleislainsäädäntö ja kiinnitysluottopankkilaki

Suomessa ei ole olemassa muuta etenkin perinteistä arvopaperistamista koskevaa erityislainsäädäntöä, sääntelyä tai kirjanpitosäännöstöä kuin kiinnitysluottopankkilaki, kiinteistörahastolaki ja Ratan antama ohjeistus. Kiinnitysluottopankkilaki tuli voimaan tammikuussa vuonna 2000 (1240/1999), ja sen tarkoituksena oli helpottaa kiinnitysluottopankkien perustamista. Useimmat pankkiryhmittymät ovatkin perustaneet kiinnitysluottopankin, mutta niiden tekemät emissiot ovat tähän saakka olleet hyvin pieniä, ja emissioita on tehty vasta muutamia. Kiinnitysluottopankkilaki mahdollistaa myös RMBS:ien sekä tiittävästi myös CMBS:ien liikkeeseenlaskun.

Kiinnitysluottopankit kohtasivat erään käytännön ongelman. Kun poolissa olevat arvopaperistetut lainat ja niihin liitetyt kiinteistöt ovat aina kiinnitetyt koko arvoltaan emission vakuudeksi, niitä ei voida samaan aikaan käyttää vakuutena missään muualla, vaikka suurin osa asuntolainasta olisikin maksettu pois. Tämä osoittautui hyvin ongelmalliseksi, sillä suurin osa lainan ottajista käyttää asunnon pois maksettua osuutta vakuutena jossain muussa lainassa.

Kiinnitysluottopankkilain lisäksi arvopaperistamisesta on siis olemassa Ratan ohjeistus vuodelta 1996, mutta tämä ohjeistus vaatinee päivitystä. Ratan ohjeistuksessa käsitellään kuitenkin monia arvopaperistamiseen liittyviä kysymyksiä, kuten arvopaperistettavien omaisuuserien siirtoa. Lisäksi Rata on muutamia vuosia sitten julkaissut kannanoton (K/33/2000/TTO), joka koskee luottojohdannaisten (credit default swap, total return swap ja credit linked note) käsittelyä luotto-

laitosten vakavaraisuuslaskennassa ja suurissa asiakasriskeissä. Kannanottoa on täydennetty vuoden 2003 keväällä. Kiinteistörahastolakia käsitellään jäljempänä.

Suomen kirjanpitosäännöksissä on vielä monia aukkoja, samoin verotukseen sekä arvopaperistamiseen muuten liittyvässä lainsäädännössä, esimerkiksi konkurssilainsäädännössä. Kirjanpidossa ei ole olemassa erityisiä arvopaperistamista koskevia säädöksiä, joten siihen sovelletaan yleisiä kirjanpitosääntöjä.

Muuten arvopaperistamista käsitellään mm. seuraavissa laeissa ja lakiesityksissä:

Hallituksen esitykset ja lait

Laki valtion asuntorahastosta 15.12.1989/1144

Laissa määritellään asuntorahastolle mahdollisuus käyttää erillisyhtiörakennetta (koti- tai ulkomaista) ja arvopaperistamista myöntämisvaltuuksien perusteella myönnettyjen lainojen rahoittamiseksi. Voimaan 1.1.1990.

HE 295/1992 eli hallituksen esitys eduskunnalle lotto- ja rahoituslaitoksia ja niiden toimintaa koskevaksi lainsäädännöksi.

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi lait luottolaitostoiminnasta ja ulkomaisen lotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa. Lisäksi ehdotetaan muutettavaksi liikepankkilakia, säästöpankkilakia, osuuspankkilakia, Postipankki Oy:stä annettua lakia ja hypoteekkiyhdistyksestä annettua lakia. Arvopaperistamisen osalta tämä esitys on hyvin tärkeä, sillä siinä rajataan erillisyhtiön toiminta luottolaitostoiminnan ulkopuolelle. Lain perusteluissa määritellään soveltamisalaa seuraavasti:

”Kansainvälisillä pääomamarkkinoilla harjoitetaan yleisesti toimintaa, jossa luottolaitos myy esimerkiksi asuntolainakantansa tai osan siitä erilliselle tätä tarkoitusta varten perustetulle lainakokonaisuutta hallinnoivalle yhteisölle (special purpose company) tai tämän välityksellä edelleen. Luottokannan ostava yhteisö hankkii varansa joukkovelkakirjoilla, joiden vakuutena ovat hankittujen lainojen vakuudet. Jos toiminnan harjoittaminen sisältää ainoastaan luottokannan hallinnointia tai välittämistä edelleen, ei yhtei-

söä voida pitää kansainvälisen käytännön mukaisesti luottolaitok-
sena.

Laki koskee vain sellaista toimintaa, jossa hankitaan takaisin-
maksettavia varoja yleisöltä.”

Luottolaitoslaki 1607/1993 voimaan 1.1.1994.

Aravalaki 17.12.1993/1189

Lain soveltamisalana ovat valtion asuntorahaston varoista myönnettä-
vät asuntolainat (aravalainoja) omistus-, vuokra- ja asumisoikeus-
asuntojen uudisrakentamiseen, hankintaan ja perusparantamiseen.
Aravalainojen myöntämisvaltuuksia ja rahoittamista koskevassa py-
kälässä viitataan mahdollisuuden käyttää aravalainojen arvopaperis-
tamista aravalainoituksen rahoitusmuotona. Voimaan 1.1.1994.

*HE 114/1995 eli hallituksen esitys eduskunnalle valtion asuntorahas-
ton varainhankintavaltuuksista vuonna 1996.*

Tässä esityksessä pyydettiin valtion asuntorahastolle uusien aravalai-
nojen myöntämistä varten valtuudet lainanottoon ja lainanottoa kor-
vaavaan arvopaperistamiseen. Laki voimaan 1.1.1996.

*HE 8/1996 eli hallituksen esitys eduskunnalle asuntorahoituksen ke-
hittämistä koskevaksi lainsäädännöksi.*

Esityksen pääasiallisena tarkoituksena oli uudistaa asuntorahoitusta.
Arvopaperistamista käsitellään aravalainojen ja korkotuen rahoituksen
yhteydessä. Laki voimaan 1.4.1996.

HE 77/1997 eli hallituksen esitys eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi.

Ehdotuksessa ehdotetaan säädettäväksi kiinteistörahastolaki, jonka
soveltamisala olisi kiinteistörahastotoiminta. Arvopaperistamista ku-
vataan ehdotuksen luvussa 1.2 sekä kiinteistöjen arvopaperistamisen
muotoja kappaleessa 1.3, jossa yleisimmiksi kansainvälisiksi kiinteis-
töjen arvopaperistamisen muodoiksi luetellaan kiinteistöluottopohjai-
set arvopaperit, kiinteistösijoitusyhtiöt, kiinteistösijoitusrahastot, muut

kiinteistöjen yhteisomistusmuodot sekä kiinteistöfutuurit. Laki 1173/1997 voimaan 1.3.1998.

HE 44/1998 eli hallituksen esitys eduskunnalle laiksi aravalain 14 §:n kumoamisesta.

Esityksen perustelujen kohdassa 1.2 mainitaan aravalainojen arvopaperistamisesta seuraavasti: ”Valtion asuntorahastosta annetun lain (1144/1989) 2 §:n 3 momentin mukaan asuntorahasto voi arvopaperistaa aravalainoja eli siirtää asunto- ja aravalainasaataviaan tätä tarkoitusta palvelevalle kotimaiselle tai ulkomaiselle erityisyhteisölle. Erityisyhteisö laskee liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, jotka on tarkoitettu sekä kotimaisilla että ulkomaisilla rahoitusmarkkinoilla toimiville sijoittajille”. ”Nykyisin lähes koko rahaston varainhankinta hoidetaan vanhoja asunto- ja aravalainoja arvopaperistamalla. Tähän mennessä vuosimaksulainoja ei ole arvopaperistettu.” Voimaan 15.6.1998.

HE 141/1999 eli hallituksen esitys eduskunnalle kiinnitysluottopankkilakiin ja laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain 97c §:n muuttamisesta.

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi erillinen kiinnitysluottopankkilaki. Laki 1240/1999 voimaan 1.1.2000.

HE 30/2000 hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta.

Esityksessä ehdotetaan muutoksia luottolaitostoiminnasta annetun lain vakavaraisuutta koskeviin säännöksiin Euroopan yhteisön lainsäädännön mukaisesti. Viittaus tarkoittaa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviä 98/31/EY, joka käsittelee sijoituspalveluyritysten ja luot-

tolaitosten omien varojen riittävyttä ja muutosta entiseen asiaa koskevaan direktiiviin 93/6/ETY⁸¹. Voimaan 21.7.2000.

Rahoitustarkastuksen ohjeet

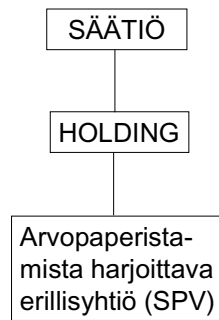
Ohje saamisten luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta, voimaantulopäivä 1.5.1996

Erillisyhtiön yhtiömuoto

Erillisyhtiön mahdollisesta rakenteesta ja valittavasta yhtiömuodosta on Suomessakin käyty paljon keskustelua. Eräänä vaihtoehtona on pohdittu rahastomuotoisen erillisyhtiön muodostamista, kuten Ranskassa ja Espanjassa on tehty. Suomessa ei ole lainsäädäntöä rahastomuotoisesta erillisyhtiöstä. Sijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö toki on olemassa, mutta sen lähestymistapa on erilainen.

Yhtenä mahdollisena erillisyhtiön muotoratkaisuna voitaisiin Suomessa pitää seuraavaa rakennetta (kuvio 21):

⁸¹ Arvopaperistamiselle on merkitystä etenkin Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 98/32/EY, joka koskee luottolaitosten vakavaraisuussuhteesta annetun direktiivin 89/647/ETY muuttamista etenkin kiinnitysten osalta. Tämän direktiivin 1 artikla mahdollistaa asuinkiinteistövakuudellisten arvopapereiden riskipainotuksen pienentämisen 100 prosentista 50 prosenttiin. Tällaisiin arvopapereihin tehtyjä sijoituksia kohdeltaisiin siten pankkien vakavaraisuuslaskennassa samalla tavoin kuin pankin itsensä myöntämiä asuinkiinteistövakuudellisia lainoja. Erilaiselle vakavaraisuuskohtelulle ei ole osoitettavissa perusteita, koska vakuusvaatimus on molemmissa tapauksissa yhdenmukainen ja koska arvopaperistettujen luottojen lievemmän vakavaraisuuskohtelun edellytyksenä on lisäksi se, että arvopaperisijoittajille taataan liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteessa sama etuoikeus vakuutena oleviin asuinkiinteistöihin. Samassa esityksessä käsitellään myös liikekiinteistövakuudellisia luottoja, joita voidaan direktiivin mukaan vakavaraisuuslaskennassa painottaa 50 prosentin riskipainolla nykyisen 100 prosentin sijasta.

Erillisyhtiön yhtiömuoto

Lähde: Suomen Pankki.

Tässä rakenteessa holdingyhtiö olisi kokonaisuudessaan säätiön omistuksessa. Kansainvälisten rakenteiden trusti on tässä korvattu säätiöllä. Säätiön perustamiseen tarvitaan Patentti- ja rekisterihallituksen lupa, ja sen omistuksien on oltava kooltaan vähintään noin 25 000 euroa. Kun arvopaperistettaisiin suuria massoja, välistä voitaisiin poistaa holdingyhtiö, jolloin säätiö omistaisi suoraan erillisyhtiön. Erillisyhtiö itsessään olisi julkinen yhtiö, jonka osakepääoma olisi vähintään 80 000 euroa. Luonnollisesti näin monimutkaisella rakenteella olisi merkittäviä kustannusvaikutuksia.

Kuten kansainvälisissä transaktioissa, tässäkin rakenteessa keskeiseksi tulisi arvopaperistamisen alullepanijan ja erillisyhtiön välisten yhteyksien luonne. Konsolidointiuhka tulisi aina ottaa huomioon konkurssitilanteiden varalta. Alullepanija ei esimerkiksi saisi omistaa erillisyhtiön osakkeita eikä pitää edustajiaan sen hallituksessa – ei edes säätiön hallituksessa. Periaatteessa siis arvopaperistamisen alullepanija ei voi toimia omistajana, mutta sen sijaan alullepaneva pankki voi toimia hallinnoijana. Alullepanijan suora omistus erillisyhtiössä olisi usein ongelmallinen myös kirjanpidon näkökulmasta.⁸²

Suomalaista erillisyhtiötä on jo käytetty eräissä arvopaperistamistransaktiossa, joka kuitenkin ei ollut julkinen emissio. Tässä emissiossa arvopaperistettiin pitkäaikaisia saatavia.

Vaihtoehtoisena toimintamallina erillisyhtiötä hyödyntävälle rakenteelle ja arvopaperistamisen kaltaisten hyötyjen aikaansaamiseksi ovat eräät tahot esittäneet luottojohdannaisten ja näistä esimerkiksi

⁸² Tässä ratkaisevat alullepanijan transaktiolle asettamat tavoitteet. Erityisesti yritysten järjestelyissä transaktioita voidaan käyttää vain rahoituslähteenä ilman, että yritettäisiin muuttaa taseen ulkonäköä.

CLN:ien eli credit linked note -rakenteiden ja liikkeeseenlaskujen hyväksikäyttöä. Tällaisissa rakenteissa saatavat voitaisiin myydä pankille ja pankki laskisi sitten ostamiaan saatavia vastaan liikkeeseen CLN:ja⁸³. Mikäli saatavat vielä pantattaisiin CLN:ien sijoittajille, liikkeeseenlaskijan konkurssitilanteessa tämä parantaisi huomattavasti mahdollisen CLN:iin sijoittaneiden sijoittajien asemaa. Mm. Saksassa pankit ovat jo käyttäneet CLN:iä. Suurin syy erillisyhtiötä hyödyntävän arvopaperistamisrakenteen käyttöön on se, että sijoittajan kannalta riskinotto saadaan rajattua. Erillisyhtiörakenteessa sijoittaja ottaa riskin vain vakuutena olevasta materiaalista eli poolin kehityksestä, ei liikkeeseenlaskun järjestäjästä, kuten vakuudettomien yritysjoukko-velkakirjojen tapauksessa. Periaatteessa sama saadaan aikaiseksi CLN-rakenteella.

6.2.2 Verotus

Verotuksen kannalta kriittisiksi muodostuvat etenkin erillisyhtiön tuloverotukseen liittyvät kysymykset sekä osin arvonlisäverotukseen liittyvät kysymykset. Verotukseen liittyvä epävarmuus on osaltaan saattanut johtaa siihen, että suomalaiset arvopaperistamistransaktiot on tähän saakka lähes poikkeuksetta tehty ulkomaisina järjestelyinä (esim. Irlanti).

Edellä kuviossa 21 esitetyn rakenteen mukaisen erillisyhtiön verotus tapahtuisi Suomessa todennäköisimmin elinkeinoverolain eikä tuloveron mukaan. Näin välttyttäisiin useimmilta erillisyhtiön tuloverotukseen mahdollisesti liittyviltä ongelmilta.

Arvonlisäverotuksessa kustannuksia voi aiheutua siitä, että erillisyhtiön toimintaa ei pidetä arvonlisäveron alaisena, jolloin esimerkiksi erillisyhtiön asiantuntijapalkkioista maksama arvonlisävero ei ole vähennyskelpoista. Samoin jossain määrin avoin kysymys on, miten arvonlisäveroa maksavan alullepanijan myymiä saatavia käsitellään verotuksessa, jos tulee luottotappioita.

Hallinnointipalkkiot, joita maksetaan alullepanijalle, eivät ole arvonlisäveron alaisia.

Suomalaisen erillisyhtiön rajoitetusti verovelvolliselle maksamasta korosta ei normaalisti peritä lähdeveroa, eivätkä myöskään arvopaperistettujen saatavien mahdolliset korot tuota ongelmia Suomen vero-

⁸³ CLN on riippuvainen poolin kehityksestä, eikä siinä ole erillisyhtiötä. CLN:een sijoitava osapuoli saa sijoituksistaan periodeittaista korkoa (sekä maturiteettipäivänä takaisinmaksun). Vain sijoittajalla on vastapuoliriski, sillä CLN liikkeeseenlaskun tulot ohjautuvat suoraan CLN:ien liikkeeseenlaskijalle.

tuksessa, kun otetaan huomioon tuloverolain 9 § ja sen tulkinta. Suomalaisen erillisyhtiön kotimaassa liikkeeseen laskeman joukkovelkakirjalainan korkoon sovelletaan korkotulon lähdeverolakia, jolloin mm. Suomessa yleisesti verovelvollisen luonnollisen henkilön saamasta korosta peritään 29 prosentin lähdevero eikä joukkovelkakirjalainaa pidetä veronalaisena varallisuutena.

Yleiseurooppalaiseksi verotuskysymykseksi nousee arvopaperistamisen kuten muidenkin rahoituspalveluiden yhteydessä myös rahoituspalveluiden verotus. Tietty kilpailuetu eri maiden välillä säilyy, mikäli rahoituspalveluiden verotus eri alueilla on hyvin erilainen. Verotuksen kohtaantuminenhan ohjaa esimerkiksi erillisyhtiöiden sijoitautumispäätöksiä.

6.2.3 Arvopaperistettavan massan siirto erillisyhtiölle

Toisaalta sääntely jättää toistaiseksi avoimiksi myös lainojen siirtoon sekä todelliseen myyntiin liittyvät kysymykset. Lainadokumentaatio saattaa estää lainan siirron eteenpäin. Yleensä velkakirjat ovat Suomessa siirtokelpoisia. Ratan valvonnan alaisten yhteisöjen on aina ilmoitettava velallisilleen näiden lainojen mahdollisista siirroista, vaikka siirtoihin ei tarvitakaan heidän lupaansa.⁸⁴

Arvopaperistettavien omaisuuserien siirtoon liittyy myös toisenlaista problematiikkaa. Laillinen siirto nimittäin vaatii, että omaisuuserät ovat siirrettävissä olevia (tämä on tärkeätä etenkin tulevien kassavirtojen arvopaperistamisessa). Arvopaperistamisen alullepanijalla täytyy myös olla juridinen omistusoikeus arvopaperistamisen kohteena oleviin saataviin, ja niiden siirron täytyy perustua juridisesti pätevään osapuolten väliseen sopimukseen. Todellisen myynnin toteutuminen edellyttää ainakin sitä, ettei eriin kohdistu mitään takaisinostovelvoitteita. Mikäli omaisuuserät siirtyvät jossain vaiheessa takaisin alullepanijalle, täytyy omaisuuserien siirron näkyä molempien osapuolten taseissa rahoituseränä eikä myyntinä.

Monen liikkeeseenlaskijan yhdistelmäpoolit

Koska potentiaalinen arvopaperistettava massa on Suomessa hyvin hajallaan eri omistajilla, on syytä miettiä, miten olisi helpompaa muo-

⁸⁴ Joissain maissa arvopaperistettavia omaisuuseriä erillisyhtiölle siirrettäessä siirtoihin voi kohdistua siirtovero, mikäli siirrettävät erät ovat mm. kiinteistöjä.

dostaa pooli useamman alullepanijan omistuksista. Pankeilla yhte-liittymän tielle tulevat usein pankkisalaisuusvaatimukset. Pankkisalaisuuskriteerit voivat osoittautua vaikeiksi noudattaen mm. silloin, kun jonkin pankin osuudesta yhteispoolissa kuoleentuu monia lainoja ja uusia asiakastiedoin varustettuja lainoja tulisi saada pooliin näiden tilalle.

Yksityisillä yrityksillä vastaavia ongelmia ei pääse syntymään, joten esimerkiksi myyntisaatavien kerääminen samaan salkkuun voisi olla hyvinkin mahdollinen ratkaisu. Esteitä omaisuuserien siirrolle voi mahdollisesti löytyä vain yritysten omista luotto- ja rahoitussopimuksista. Velkakirjalain mukaan luottosopimukset ovat kuitenkin siirrettävissä olevia.

Poolien täydentäminen

Mikäli arvopaperistettuun pooliin kohdistuu paljolti kuoletuksia, olisi hyvin tärkeää pystyä korvaamaan kuolettuja lainoja uudella materiaalilla. Rahoitustarkastuksen tämänhetkisten sääntöjen mukaan on mahdollista korvata kuolettuja lainoja uusilla, mutta varsinaista reloading-toimintaa eli poolien jatkuvaa täyttämistä säännöt eivät salli. Poolin jatkuva uudelleen täyttäminen voi nimittäin johtaa siihen, ettei käytettyä rakennetta enää voida luokitella luottolaitostoiminnasta annettujen lakien määritelmien ulkopuolelle.

Luottolaitoslainsäädäntö

Monissa maissa juuri luottolaitoslainsäädäntö on osoittautunut ongelmalliseksi erillisyhtiöiden toiminnalle. Monet valtiot ovat ratkaisseet asian niin, että ne ovat lisänneet lakeihinsa nimenomaan arvopaperistamista koskevan säännöksen, joka jättää arvopaperistamista harjoittavan erillisyhtiön eli SPV:n luottolaitostoimintasäätelyn ulkopuolelle. Lainsäädäntö on tältä osin tosin hyvin kirjavaa.

Suomen luottolaitoslakiin sisältyy määritelmä, jonka mukaan tiettyä luottosalkkua hallinnoivaa erillisyhtiötä ei pidetä luottolaitoksena eikä sen toimintaa siten luottolaitostoimintana. Tästä syystä esimerkiksi Fennican katsotaan kuuluvan luottolaitoslainsäädännön sääntelyn ulkopuolelle, koska sen toiminta rajoittuu markkinoilla vain tiettyyn ennakolta määriteltyyn saatavamassaan ja sen hoitamiseen.

Konkurssilainsäädäntö ja takaisinsaanti

Arvopaperistamiseen liittyvissä kysymyksissä voi syntyä ongelmia myös eräissä konkurssitilanteissa. Mikäli joku arvopaperistamisen toimijoista ajautuisi konkurssiin, asiaa käsiteltäisiin normaalien konkurssisäännösten mukaisesti. Konkurssiin menneen tahon hoitamisesta ottaisivat tällöin vastuun konkurssipesän hoitajat, jotka ryhtyisivät realisoimaan pesän omaisuutta ja jakamaan velkojille jako-osuuksia. Ongelmia tällaisessa tilanteessa voisi syntyä siinä tapauksessa, mikäli myydyt saatavat veloitettaisiin palauttamaan takaisin konkurssipesään. Tällaisesta palautuksesta on säädetty erillisessä laissa nimeltään *Laki takaisinsaannista konkurssipesään (758/1991)*. Palautusvelvoite liittyy kuitenkin melkein aina yksittäisen velallisen suosimiseen, poikkeuksellisten maksuvälineiden käyttöön ennen konkurssia tai vakuuksien luvattomaan luovuttamiseen kolme kuukautta ennen konkurssia jne.

Tulevien kassavirtojen arvopaperistamisessa ei pitäisi olla alullepanijan konkurssitilanteessakaan ongelmia, mikäli dokumentaatiot todellisesta myynnistä ja tästä aiheutuneista maksuista ovat kunnossa. Tehdyt sopimukset pysyvät voimassa, myös konkurssitilanteissa.

Mikäli alullepaneva pankki on arvopaperistamisen yhteydessä antanut takauksen esim. erillisyhtiölle, takaus pysyy takaajan konkurssista huolimatta sitovana, mutta todennäköisesti sitä ei tällöin voida täysimääräisenä panna täytäntöön.

6.3 Välittäjien ja sijoittajien näkökulma arvopaperistamiseen⁸⁵

Viime vuosien aikana sijoittaminen on muuttunut kansainvälisemmäksi. Euroopassa rahoitusmarkkinoiden kehitykselle merkittävä muutos oli yhteisen valuutta-alueen muodostuminen, joka poisti euroalueen sisäisiltä sijoituksilta valuuttakurssiriskit ja lavensi näin merkittävästi sijoittajien ulottuvilla olevien valuuttakurssiriskittömien sijoituskohdeiden määrää. Esimerkiksi yritysjoukkolainamarkkinoilla suuri osa sijoittajista halusi yhtäkkiä strukturoida sijoituksiaan uudelleen ja loi näin markkinoille ylikysyntätilanteen, jonka vaikutukset näkyivät lainojen spreadeissa.

⁸⁵ Luku perustuu tekijöiden survey-tutkimukseen, jossa haastateltiin muutamia lähinnä pohjoismaisten sijoittajien sekä välittäjien edustajia.

Yritysjoukkolainamarkkinat, olivatpa emittoidut instrumentit omaisuusvakuudellisia tai ei, ovat mielenkiintoinen kohde, koska ne luovat yrityksille rahoituskanavan ohi perinteisen pankkisektorin. Kuitenkin vain pieni osa yrityksistä on niin suuria, että niiden kannattaisi tehdä julkisia emissioita. Euroopassa yritysjoukkolainatarjonta on lisääntynyt, mutta liikkeeseen laskijoita on edelleen vain vähän. Yhdysvalloissa liikkeeseenlaskijoita on useita tuhansia, mutta Euroopassa aidon markkinoilla hinnoiteltavan luoton hakijoita on edelleen vain satakunta. Suomessa pienemmät yritykset käyttävät pankkilainausta, erilaisten rahoitusyhtiöiden, vakuutuslaitosten, Finnveran tai muiden erityisrahoituslaitosten myöntämää rahoitusta. Markkinarahoituskanavien synnystä huolimatta pankkilainoitus hallitsee yhä yritysrahoitusta. Pääsyyinä pankkiluoton keskeiseen asemaan yritysrahoituksessa voidaan pitää pankkien intressiä ja kykyä edullisen tasehoitoisen rahoituksen myöntämiseen.

Sijoittajakunnalle arvopaperistaminen on mielenkiintoinen nimenomaan tarjoamansa sijoitusten hajautusmahdollisuuden vuoksi. Arvopaperistamisen kautta sijoittajat voivat hajauttaa sijoituksiaan sellaisiin instrumentteihin, joihin heillä ei muuten olisi pääsyä. Näin esimerkiksi kiinteistösijoituksiakin voitaisiin hajauttaa ulkomaille. Suurista kotimaisista sijoittajista etenkin muutamat työeläkeyhtiöt ovat ilmaisseet kiinnostuksensa hajauttaa kiinteistösijoituksiaan ulkomaille.⁸⁶

Arvopaperistetut erät ovat edullisia sijoituskohteita myös sen vuoksi, että ne ovat usein verrattain hyvätuottoisia. Niihin sijoittaminen kuitenkin vaatii tarkkaa rakenteiden ja arvopaperistettavan massan analysointia sekä usein halukkuutta ja kykyä heikompienkin luotto- luokitusten käsittelemiseen. Joissain tapauksissa arvopaperistetuissa papereissa yli puolet emission vakuusmassasta voi olla peräisin yhdestä lähteestä. Tällöin poolin heikon hajautuksen merkitys korostuu ja voi olennaisesti heikentää emissiota kohtaan tunnettua mielenkiintoa. Sijoittajia kiinnostavatkin ennen kaikkea läpinäkyvät, mielekkäät ja rakenteellisesti helppotajuiset arvopaperistetut erät. Monimutkaisista rakenteista on saatava aina lisätuottoa. Lainaehdot on tutkittava hyvin tarkasti ja etenkin vakuuksina olevasta materiaalista on saatava varmuus, ettei siihen kohdistuisi mitään ylimääräisiä kiinnityksiä, jotka voisivat uhata sijoittajan asemaa maksuhäiriötilanteissa.

Emissioiden likvidiys luonnollisesti parantaa sijoitushalukkuutta, mutta varsin harvat arvopaperistetut emissiot pystyvät täyttämään tämän kriteerin. Arvopaperistettujen erien jälkimarkkinoita ovat kuitenkin

⁸⁶ Taloussanomien 5.3.2002.

kin jonkin verran elvyttäneet esimerkiksi eurooppalaisten telecom-yhtiöiden valtavat arvopaperistamiset. Yleisesti ostonoteeraukset ovat hieman parantuneet, mutta pienten emissioiden kauppojen synty voi yhä kestää päiväkausia.

Suomessa suurimmat sijoittajat tuntevat arvopaperistetut instrumentit jo hyvin ja ovat kiinnostuneita sijoittamaan arvopaperistettuihin eriin, ovathan he jo sijoittaneet varojaan ulkomaisiin arvopaperistettuihin eriin. Laajemmalle sijoittajajoukolle instrumentit ovat kuitenkin jokseenkin uusia. Lisäksi harvat tuntevat mielenkiintoa todella pitkiä emissioita kohtaan. Sijoittajat suosivat eniten noin viidestä kymmeneen vuoden pituisia lainoja.

Takausjärjestelmien voidaan katsoa parantavan jonkin verran ABS:ien laatua mutta nostavan myös niiden emittointikustannuksia. Lisäksi niitä käytettäessä sijoittajien kannalta ratkaisevaksi nousee takaajan luotettavuus. Emission hintaa hyvä takaus voi jonkin verran parantaa, mutta sijoittajien näkökulmasta riskiprofiilin muutokset hoidetaan joka tapauksessa sijoitusten hajauttamisella. Emission jakamista eri etuoikeusluokkiin on pidetty kannattavana vaihtoehtona, koska se luo mahdollisuudet kerätä erityyppisiä sijoittajia samaan emissioon. Mielenkiintoisena arvopaperistettuna eränä sijoittajat tuntevat pitävän mm. sellaista emissiota, jossa arvopaperistettu pooli sisältäisi luottoluokitettuja ja listattuja lainoja.

Kiinnostuksen arvopaperistamiseen odotetaan Suomessakin kasvavan. Arvopaperistamisen mahdollisiksi kohteiksi Suomessa nähtiin esimerkiksi erilaiset kiinteistöt. Suurten kotimaisten sijoittajien ja heidän luomansa kysynnän kannalta tämä voi kuitenkin olla ongelmallista, sillä heillä on jo usein sijoituksissaan tarpeeksi kotimaista kiinteistöriskiä. Toisena mahdollisuutena pidettiin myös tulevien rakennushankkeiden arvopaperistamista. Näiden lisäksi uskottiin edelleen kuitenkin myös pfandbrief-tyyppisen toiminnan käynnistymiseen Suomessa.

Mahdollisena pidettiin myös pienten yritysten yhteenliittymän (noin 20–30 yritystä) erien arvopaperistamista. Kotimaisissa pankeissa arvopaperistamismarkkinoiden uskotaankin lähtevän kasvuun parin vuoden sisällä.⁸⁷ Kaikki suurimmat pankit ovat julkisuudessa ilmaisseet kiinnostuksensa arvopaperistamista kohtaan, ja käytännön toimia toiminnan aloittamiseksi on tehty. Kotimaisten pankkien kiinnostus arvopaperistamista kohtaan on kahdensuuntaista. Pankit ovat ensinnäkin kiinnostuneet hyödyntämään arvopaperistamista omien taseidensa muokkaamiseksi, toisaalta ne näkevät lisätuottojen mahdollisuuden

⁸⁷ KL 19.3.2001.

asiakkaiden arvopaperistamisten järjestämisessä. Omista taseistaan pankit ovat olleet kiinnostuneita arvopaperistamaan paitsi asuntoluottoja asuntoluottopankkien kautta myös taseessaan olevia yrityslainoja. Arvopaperistamisen hyödyksi pankit näkevät nimenomaan oman pääoman tehostuneet käyttömahdollisuudet. Pankit näkevät arvopaperistamisessa keinon kannattavuuden parantamiseksi.

Mahdollisuuksia nähtiin myös kuntien olemassa olevien asuntolainakantojen arvopaperistamisessa sekä vientitakauksia myöntävien yhtiöiden saamisten arvopaperistamisessa (näin päästäisiin myös purkamaan riskikertymiä). Samoin potentiaalista arvopaperistettavaa materiaalia katsottiin löytyvän mm. erityisluottolaitostoiminnasta, niin sanotusta kehitysalueluototuksesta.

Arvopaperistamisen tulevaisuuden kannalta Suomessa mielenkiintoisiksi koetaan nimenomaan CDO-emissiot, joilla katsotaan olevan mahdollisuuksia menestyä pohjoismaisessa pankkimaaailmassa. Luottojohdannaismarkkinat, jotka ovat viime vuosina edenneet Euroopassa nopeasti, voivat osoittautua Suomessakin seuraavaksi merkittäväksi askeleeksi arvopaperistamisen saralla, joskin moni kysymys on vielä ratkaisematta. Markkinoiden ei ole katsottu vielä olevan kypsä luottojohdannaisten saapumiselle, vaan niiden ajan uskotaan koittavan vasta muutaman vuoden kuluttua.

Ulkomaiset sijoittajat eivät varsinaisesti pystyneet nimeämään Suomesta arvopaperistamisen kohteeksi mitään yksittäistä erää, johon haluaisivat sijoittaa. Ulkomaiset sijoittajat pitivät suomalaisista sijoituskohteista parhaimpina osakkeita ja olivat kiinnostuneet yrityslainoista vain hajautusmielessä. Tällöinkin sijoittamisen ehdoton edellytys oli kansainvälisen luottoluokituksen olemassaolo.

6.4 Arvopaperistamisen esteet Suomessa

Arvopaperistaminen on Suomessa kehittynyt varsin hitaasti, koska meiltä on puuttunut arvopaperistettavaksi sopivaa materiaalia eikä arvopaperistamiseen ole tähän saakka ollut varsinaista tarvetta. Ensinnäkin homogeenistä ja riittävän suurta arvopaperistettavaa massaa on Suomesta ollut vaikea löytää. Toki sijoittajille voidaan tarjota myös pieniä emissioita, mutta pienistä ja epälikvideistä emissioista joudutaan aina tarjoamaan suurempaa riskilisää, joka nostaa liikkeeseenlaskun kustannuksia. Yksittäisiä emissioita ei juurikaan kannata tehdä, sillä emittointikustannukset nousevat aivan liian korkeiksi. Voidaankin sanoa, että arvopaperistettaessa pitäisi alusta alkaen olla tarve useampaan emissioon tai peräti ohjelmaan. Muualla Euroopassa arvo-

paperistettavaan pooliin on hyvin usein koottu useampia satoja yrityksiä. Perinteisissä suomalaisissa lainaajien yhteenliittymissä yrityksiä on ollut enimmilläänkin noin kymmenkunta.

Ulkomaisille sijoittajille kotimaiset emissiot ovat usein olleet aivan liian pieniä. Yleensä emission minimikokona voidaan pitää 200–300:aa miljoonaa euroa, joskin likvidin emission alarajana pidetään yleisesti 500:aa miljoonaa euroa. Kiinnostaakseen kansainvälisiä sijoittajia emissioiden tulisi lisäksi olla kansainvälisten luottoluokittajien luokittamia. Hyvän luottoluokituksen saaminen voi kuitenkin edellyttää arvopaperistetussa emissiossa useiden junior-tranchien luontia, joka taas osaltaan lisää arvopaperistamisen kustannuksia. Potentiaalisen arvopaperistettavan massan pienuus tulee esteeksi myös mietittäessä ns. lyhyen rahan arvopaperistamista eli ABCP:itä, jotka ovat tehneet tuloaan markkinoille muualla. Suomessa tämänkaltaisten markkinoiden syntyyn ei nähdä paljoakaan mahdollisuuksia. Tähän vaikuttaa paitsi pankkien yrityksille tarjoama rahoituskanava myös se, että kotimaiset yritystodistusmarkkinat toimivat riittävän hyvin. Lisäksi yritysten rahoitustarpeet ovat usein niin pieniä, ettei ABCP todennäköisesti osoittautuisi kovinkaan kustannustehokkaaksi rahoitusvaihtoehdoksi. Suurimmat suomalaiset yritykset hakevat rahoitusta kotimaisten yritystodistusmarkkinoiden lisäksi hyvin toimivilta ECP-markkinoilta⁸⁸.

Riittävän suurten potentiaalisten poolien kuten asuntolainoimistusten kannalta ongelmaksi voi taas nousta sijoittajien sijoitusintressin kesto. Sijoittajat ovat ainakin vielä olleet haluttomia sijoittamaan hyvin pitkiin lainoihin. Yleisin sijoitusintressi ulottuu tällä hetkellä useimmiten kymmenen vuoden molemmin puolin.

Toiseksi myös varsinaiset kannustimet arvopaperistamisen aloittamiseksi ovat Suomessa olleet varsin heikkoja. Yleensä Euroopan maissa pankkisektori on kunnostautunut arvopaperistamisen aloittajana. Suomessa pankeilla ei ainakaan tähän saakka ole ollut tarvetta arvopaperistaa taseitaan, joskin tulevaisuudessa tilanne voi muuttua. Yrityksien kannustimet hakea lisärahoitusta arvopaperistamalla ovat olleet melko vähäisiä, sillä pankit ovat tähän saakka pystyneet tarjoamaan yrityksille rahoitusta kilpailukykyiseen hintaan ja lisäksi yrityslainamarkkinat ovat toimineet melko hyvin. Tämä on pätenyt viime aikoihin saakka myös velkaantuneisiin teleoperaattoreihin. Myöskään pankkien ja yritysten läheinen yhteistyö ei edesauta arvopaperistamista, sillä varsin usein potentiaalinen arvopaperistettava massa, kuten koneet tai toimitilat, myydään suoraan pankkien rahoitusyhtiöille, ja

⁸⁸ Euro Commercial Paper.

tämä osaltaan vähentää yritysten intoa myydä näitä tase-eriä arvopaperistamalla. Eräänä syynä arvopaperistamisen jähmeyyteen Suomessa voidaankin pitää pankkien ja yritysten välisiä läheisiä asiakassuhteita, eikä tämä siis rajoitu yksinomaan taserahoituksen myöntämiseen.

Kolmantena syynä arvopaperistamisen vähäisyyteen voidaan ehkä pitää myös sitä, ettei Suomessa vielä säännellä arvopaperistamista tarpeeksi kattavasti ja epäselviä kysymyksiä on edelleen mm. verotuksessa. Tällöin markkinoiden perustan rakentaminen olisi luonnollisesti hyvinkin aikaavievää työtä ja sopimusten laatiminen vaatisi runsaasti resursseja. Näin arvopaperistamisen kustannuksetkin kohoaisivat. Kuten muiden maiden esimerkkejä tarkasteltaessa havaitaan, on arvopaperistamisen käynnistäminen edellyttänyt jonkinlaista sääntelyn selkeyttämistä.

Sijoittajien toimintaa koskeva sääntely ei kuitenkaan mitenkään ole arvopaperistettuihin eriin sijoittamisen esteenä, sillä esimerkiksi suurimmat kotimaiset sijoittajat pitävät kilpailuasemaansa muihin sijoittajiin verrattuna hyvänä ja ovat pääosin tyytyväisiä sijoittamista koskeviin sääntöihinsä. Toiminta viranomaisten kanssa on heidän mielestään joustavaa, eikä ainakaan viranomaissääntely heidän mukaansa luo esteitä arvopaperistamiselle.

Tarkasteltaessa tarjontaa ja uusien liikkeeseenlaskujen toteutuksia Suomesta kuitenkin löytyy joitain liikkeeseenlaskua hankaloittavia tekijöitä. Haastateltujen mielestä uusia liikkeeseenlaskuja hankaloittaa mm. se, että esimerkiksi yritysjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun liittyy Suomessa enemmän paperityötä kuin muualla. Lisäksi ainakin yritysjoukkolainamissioiden jako kahteen selvitysjärjestelmään⁸⁹ on koettu hankalaksi. Ongelmalliseksi on koettu myös vaaditun dokumentaation täsmääminen kotimaassa sekä ulkomailla. Raportointiin toivottaisiinkin pikaisesti löydettävän kaikkialla pätevä yleisstandardi.

Arvopaperistamisrakenteiden yhtenäistämiseksi joissain yhteyksissä pidettiin tärkeänä jonkinlaisen yleisen standardin luomista etenkin juuri laskelmiin, raportointiin jne. Näiden käytäntöjen yhtenäistämisen parantaisi poolien läpinäkyvyyttä, helpottaisi informaation tulkintaa ja edistäisi näin sijoittajien sijoitushalukkuutta. Kansainväliset luottoluokittajat ovat ilmeisesti pyrkimässä tämänkaltaisen yhtenäistämisen lisäämiseen. Myös European Securitisation Forum on antanut

⁸⁹ Tukumarkkinoille tarkoitetut lainat lasketaan liikkeeseen Suomen Arvopaperikeskuksen (APK) RM-järjestelmässä, kun taas vähittäissijoittajille suunnatut arvopaperit käsitellään APK:n OM-rekisterissä ja siihen liittyvässä KATI-selvitysjärjestelmässä. KATI-järjestelmä korvataan syksyllä 2003 uudella HEXClear-järjestelmällä. Jotta Suomen arvopaperimarkkinat pystyisivät toimimaan tehokkaammin, kaikki Suomessa liikkeeseen lasketut arvopaperit tulisi siirtää mahdollisimman nopeasti samaan järjestelmään.

suosituksia arvopaperistamiseen liittyvästä raportoinnista.⁹⁰ Riittävän kattavan standardoinnin luominen voi kuitenkin osoittautua hankalaksi. Lisäksi voidaan olettaa, että arvopaperistamismarkkinoiden kehityksessä parhaat rakenteet tulevat markkinoiden kehityksen mukana kuitenkin esiin.

6.5 Mitä tehdä arvopaperistamisen edistämiseksi?

Poliittiset päättäjät ovat ilmaisseet tahtonaan EU:n Lissabonin-konferenssissa 2000, että EU:n tulisi olla maailman kilpailukykyisin ja dynaamisin tietoon perustuva talous vuoteen 2010 mennessä.⁹¹ Arvopaperistamisella on potentiaalisia vaikutuksia kilpailukyvyn tehostamiseen. Mitä sitten tulisi tehdä arvopaperistamisen esteiden poistamiseksi Euroopassa ja erityisesti Suomessa?

On selvää, että arvopaperistamisen sääntely olisi saatava kuntoon. Eri osa-alueilla olisi siis laadittava selkeät arvopaperistamista koskevat kannanotot, jotta markkinoiden kehityksen jäljessä laahaava sääntely- ja oikeusjärjestelmä ei enää ylläpitäisi epävarmuutta, joka tätä nopeasti kehittyvää toimintaa nyt haittaa. Kyse on paljolti paitsi yksittäisistä säädöksistä myös tavasta, jolla sääntelyä kehitetään. Tämä on tilanne erityisesti kodifioitujen oikeusjärjestelmien (ns. civil law) maissa, joihin Suomikin kuuluu.

Rahoitusintegraatio ei ole edennyt aivan toivotulla vauhdilla.⁹² Prof. Hadfieldin mukaan julkisilla laitoksilla ei yleensä ole riittäviä resursseja eikä kannustimia seurata ja kehittää kustannustehokasta toimintaympäristöä erikoisia toimialoja varten. Siksi hän on esittänyt vaihtoehdoksi rahoitusmarkkinasääntelyn kehittämistä selvemmin yksityisten keskenään kilpailevien sopimusjärjestelmien pohjalta.⁹³ Eurooppalaiset markkinaosapuolet eivät kuitenkaan ole tuoneet asiaa esiin. Syynä tähän saattaa olla, että EU:n harmonisoimattomassa toimintaympäristössä oikeudellista kilpailua tapahtuu jäsenvaltioiden välillä, kunnes lakien ja verotusjärjestelmien harmonisointia viedään

⁹⁰ ESF (2001).

⁹¹ Euroopan komissio. Rahoituspalvelujen painopisteet ja edistyminen. Kolmas kertomus (8.11.2000).

⁹² Kauko K. – Paunonen H. – Pylkkönen P. – Ripatti K. (2002).

⁹³ Ks. Hadfield 2000. Hän viittaa yksityisillä ”rajallisilla oikeusjärjestelmillä” vanhoihin kiltajärjestelmiin ja yhdistys- tai osuuskuntamuotoisiin arvopaperipörssiin. Näiden sääntöjen noudattaminen perustui erityisesti selektiiviseen jäsenyyteen ja hyvän maineen ylläpitämiseen.

riittävästi eteenpäin, eivätkä Euroopan pörssimarkkinat ole vielä keskittyneet. Monien asiaan kuuluvien yhteisöaloitteiden valmistelu on vielä kesken. Näyttäisi siltä, että Euroopassa kysymys on ennen kaikkea siitä, missä määrin asioista pitäisi säätää laissa ja miten paljon markkinainstituutiot ovat kykeneviä riittävän yhtenäiseen itsesääntelyyn.⁹⁴ Esimerkiksi Euroopan yhteisön rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmassa (Financial Services Action Plan, FSAP) arvopaperistamista ei ole tuotu erikseen esille.

Nykyisin arvopaperilainsäädäntö on kuitenkin mittavaa ja mm. sijoittajan suojan nimissä varsin yksityiskohtaista; lisäksi pörssit ovat pitkälti viranomaisten valvonnassa, vaikka ne käytännössä toimivatkin itsesääntelyperiaatteella.

Luottoluokituslaitokset ovat merkittäviä markkinavaikuttajia, jotka ovat joutuneet toimimaan myös de facto viranomaistehtävissä. Sikäli kuin markkinat vaativat niiden arvioita emissioille, voisivat viranomaiset edistää arvopaperistamista yhtäältä tukemalla luottoluokituslaitosten toimintaympäristöä ja toisaalta vaikuttamalla välillisesti siihen, että laitosten välinen kilpailu pitäisi riskiluokituskulut riittävän alhaisina, jotta kohtalaisen pienetkin emissiot voitaisiin luokittaa.

EU:ssa pörssien on mahdollista perustaa rajoitetulle käyttäjärühmälle suunnattuja erikoiskaupankäyntilistoja.⁹⁵ Näin listattuja arvopapereita, jotka käytännössä ovat erilaisia ABS-emissioita, kutsutaan termillä ”specialist securities”. Niihin pätevät kevennetyt listautumisehdot, transparenssi vaatimukset ja kaupankäyntisäännöt muodostavat yhden tavan pienentää kankeaa oikeusjärjestelmää ja vähentää jälkimarkkinainformaation tuottamisen ja jakelun kustannuksia. Eräissä pörsseissä, kuten Irlannissa ja Sveitsissä, saatetaan joillekin liikkeenlaskijoille tai tietuutyypisille instrumenteille esimerkiksi myöntää vapautus normaalista emissioesitteestä sillä edellytyksellä, että liikkeenlaskijakohtaiset tiedot ovat saatavissa muussa yhteydessä tai ettei arvopapereita tarjota vähittäismarkkinoille.

Helsingin Pörssin itsesääntelyssäkin on hiljattain mahdollistettu tällainen kaupankäynti. Jotta tällä kuitenkin olisi todellista merkitystä arvopaperistamistoiminnan (origination) tai ABS-papereiden jälkimarkkinoiden kehittymiselle, olisi kaupankäynnin keskityttävä pörssin järjestelmiin. Kaupankäynti velkapapereilla on perinteisesti ollut pu-

⁹⁴ Frankel (1998): Toistuvat ohjelmaluontoiset emissiot luovat tehokkaita normeja markkinoille. Tällä lienee myös vaikutusta likviditeetin lisääntymiseen.

⁹⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, annettu 28. päivänä toukokuuta 2001, arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Sen 27 artiklassa puhutaan rajatulle, sijoitusasioihin erityisesti perehtyneiden sijoittajien joukolle varatuista joukkovelkakirjoista.

helinpohjaista OTC-kauppaa eikä niinkään pörssikeskeistä. Muutaman viime vuoden aikana ovat OTC-kaupankäyntimahdollisuudet kuitenkin kehittyneet ns. vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien ansioista.⁹⁶ Osan tällaisista järjestelmistä voidaan sanoa muuttuneen kaupapaikoiksi. Suomessa näitä järjestelmiä ei kuitenkaan vielä ole, vaan institutionaaliset sijoittajat ja eräät pankit käyttävät kansainvälisille markkinoille keskittyneitä järjestelmiä. Osaksi niiden puuttumisen selettäneen Suomen suora arvopaperien omistusjärjestelmä (arvosuusjärjestelmä) ja sitä koskeva lainsäädäntö, joka pakottaa suomalaisten arvopapereiden säilytyksen arvopaperikeskukseen ja saattaa siten hankaloittaa ATS:ien selvitystoiminnan järjestämistä. Mutta vaikka muihin Euroopan maihin ATS:iä onkin syntynyt, ei eurooppalaisissa järjestelmissä – toisin kuin Yhdysvalloissa – vieläkään käydä mitenkään merkittävästi kauppaa erilaisilla ABS-papereilla, pääasiassa siksi, ettei keskenään helposti vertailtavia emissioita ole tarpeeksi.⁹⁷

Erikoislistojen käyttöönotto tai ABS-tyyppisiin instrumentteihin erikoistuneiden vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien kehittäminen todennäköisesti edistäisi myös jälkimarkkinalikviditeettiä, parantaisi entisestään emissioiden hinnoittelua ja siten mahdollisuutta käyttää näitä arvopapereita vakuuksina muissa rahoitusoperaatioissa. Arvopaperistettuihin eriin sijoittamista voitaisiin tukea sopimalla niiden käytöstä arvopaperilainauksen tai takaisinostosopimusten (repo) kohteena. Eräissä maissa omaisuusvakuudellisia lainoja on pitkään hyväksytty muun muassa keskuspankkivakuuksiksi. Yrityslainojen ja valtionvelkakirjojen likviditeettiä on pystytty lisäämään joukkovelkakirjaindeksien käyttöönotolla; vastaavanlaisia voitaisiin ryhtyä laskemaan myös erityyppisille omaisuusvakuudellisille emissioille Euroopassa.

Toisaalta Suomessa on vain muutamia riittävän suuria yrityksiä, jotka pystyisivät arvopaperistamaan yksinään. Tämän vuoksi tulisikin pohtia, voitaisiinko pienten ja keskisuurten yritysten lainojen arvopaperistamista jotenkin edistää. Tähänhän yhden mallin tarjoaa esimerkiksi Espanjassa valtion tukitoimin toteutettu järjestelmä.⁹⁸ Toinen tapa pienentää arvopaperistamiseen liittyviä kustannuksia on sallia erillisyhtiön monikäyttöisyys (ns. multiseller conduit -rakenne): joko

⁹⁶ Bond Market Association rekisteröi ABS- ja MBS-instrumenttien kaupankäyntimahdollisuuksia tarjoavia ATS:iä vuonna 1997 kaksi ja vuoden 2002 lopulla 15. Sellaiset vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät, jotka tuovat yhteen useita markkinatakaajia, parantavat OTC-markkinainstrumenttien likviditeettiä keskittämällä tarjouksia. ATS:t saattavat myös parantaa hintatietojen saatavuutta.

⁹⁷ Amerikkalaisissa ATS:issäkin arvopaperistetuista eristä selkeästi eniten vaihdettuja ovat MBS-paperit, joista on tullut varsin standardoituja.

⁹⁸ Kts. 7.3., jossa Espanjan arvopaperistamista käsitellään tarkemmin.

saman erillisyhtiön kautta voitaisiin järjestää hyvinkin heterogeenisiä uusemissioita tai saman konsernin eri yritykset, eräissä tapauksissa jopa niiden alihankkijat tai muut yhteistyökumppanit, voisivat käyttää samaa erillisyhtiötä operaatioidensa järjestelyyn.⁹⁹ Olisi selvitettävä, tarvittaisiinko omaisuuserien siirtoa koskevat kansainväliset standardiehdot, joilla helpotettaisiin kansainvälisten poolien muodostamista ja käyttöä.

Julkisen sektorin asemaa arvopaperistamisessa voitaisiin pohtia enemmänkin – toisaalta sen edistäjänä, toisaalta myös itse arvopaperistajana. Kuten mainittu, Fennica on ollut markkinoilla menestys. Joukkolainamarkkinoilla taas ulkomaiset sijoittajat käyttävät Suomen valtion lainoja mielellään positionsa hajautustarkoituksiin. Julkisista arvopaperistamistransaktioista löytyy paljon esimerkkejä Italiasta. Eurostat onkin ilmaissut huolestumisensa arvopaperistamisen käytöstä julkisen vajeen kattamisessa.¹⁰⁰ Kyse on kuitenkin vain kansantalouden tilinpidon säännöistä, joiden ei tulisi vaikuttaa viranomaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämishankkeisiin eikä siten estää julkisen sektorin emissioita ABS-markkinoilla. Suomen yhtenä tekniikkaa käyttäneenä maana tulisi selkiyttää tällaisen yhteisöaloitteen tavoitteita.¹⁰¹ Kokonaisuutena julkisen sektorin joukkolainat muodostavat perustan muiden emissioiden hinnoitteluun. Siksi niiden jatkuva saatavuus on olennaista markkinoiden hyvälle toiminnalle.¹⁰²

Arvopaperistamisen edistämistä voidaan pitää tärkeänä myös siksi, että kotimaisten rahoituspalvelujen tarjonta monipuolistuisi. Tästä näkökulmasta kannattaisi mm. pyrkiä poistamaan ne veroepävarmuudet, joita liittyy erillisyhtiön perustamiseen Suomeen. Arvopaperistamiseen liittyvää yleistä sääntelykehystä tulisi siis selkeyttää verotusongelmien ja epävarmuuksien vähentämiseksi.

Tässä kehitysvaiheessa arvopaperistamisen ongelmana on se, että sitä on mainostettu ratkaisuna mitä erilaisimpiin rahoitusongelmiin ja investointipankkien aktiivisuus alalla on korostanut sen innovatiivista käyttöä. On kuvaavaa, että erillisyhtiötä kutsutaan ajoittain ad hoc -rakenteeksi. Investointipankkien mielenkiintoa arvopaperistamiseen

⁹⁹ Sveitsissä ovat osavaltioiden omistamat kantonal-pankit hyödyntäneet skaalaetuja perustamalla Pfandbrief-keskuksen, joka kokoaa näiden lainoja pfandbrief-emissioiksi. www.pfandbriefzentrale.ch.

¹⁰⁰ Eurostat (2002).

¹⁰¹ Kaikenlaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittäminen on vaikea ja pitkäkestoinen prosessi; tämä pätee myös arvopaperistamiseen. Yleensä maa joutuu aloittamaan private placement -emissioista, minkä jälkeen siirrytään mahdollisesti julkisen sektorin julkisiin emissioihin ja niistä edelleen rahoituslaitosten ja yritysten emissioihin. Uuden lohkon tullessa markkinoille tulisi aiemmille kehittää likvidimpiä jälkimarkkinoita.

¹⁰² OECD (2002) analysoi julkisen sektorin viitelainojen roolia lähemmin (ks. ss. 21–23).

selittää osaltaan se, että tässä toiminnasta on vielä mahdollista saada hyviä palkkiotuottoja. Siten niiden intressissä ei juurikaan ole kehittää standardoituja arvopaperistamismuotoja. Todennäköisesti viranomaisten rooliksi jää hyväksyttävimpien arvopaperistamismallien osoittaminen. Arvopaperimarkkinat tarvitsevat muutamaa yleisesti hyväksytyyn rakenteen ja yksinkertaisen hyväksymiskriteeristön ikään kuin käyttöohjeeksi.¹⁰³ Kun otetaan huomioon rahoitusmarkkinoiden luonne ja sisämarkkinapoliittiset tavoitteet, nämä ”käyttöohjeet” olisi kuitenkin laadittava EU-tasolla yhteistyössä rahoitusalan edustajien kanssa.

Euroopassa on jo käynnissä projekteja, joilla pyritään yhtenäistämään arvopaperistamiseen liittyvää raportointia ja näin lisäämään emissioiden läpinäkyvyyttä. Läpinäkyvyyden lisääminen ei koskaan ole pahasta, ja tätä yhtenäistetyt rakenteet tietyiltä osin edistäisivät. Kuten edellä jo todettiin, arvopaperistamiseen liittyvää kansainvälistä lakikehystä kehittää välillisesti myös UNCITRAL, mutta senkään työ ei ratkaise kansallista lainsäädäntöä ja sääntelyä vaan käytännössä edellyttää kansallisen oikeuskehysten selkeyttä. Euroopan unionin tulevan vakavaraisuuskehikon säätämiseen tähtäävän direktiivin arvopaperistamista koskevat periaatteet ja määritelmät selkiyttänevät osaltaan oikeudellista tilannetta.

¹⁰³ Sääntelyn tavoitteena tai tuloksena ei kuitenkaan tulisi olla rajoituksia innovatiivisten rakenteiden käyttöön vaan osittainen harmonisointi, jolla pyritään likviditeetin parantamiseen sekä kaupankäynti-, arviointi- ja oikeudellisten kustannusten pienentämiseen.

7 Arvopaperistamisen kehittyminen eräissä maissa

Tässä luvussa luodaan katsaus pääasiassa eräiden Euroopan maiden omaisuusvakuudellisiin markkinoihin ja arvopaperistamisen edistämistöimiin. Analysoitavaksi valittiin keskeisimmät Euroopan unionin maat ja osa Pohjoismaista. Arvopaperistamisen edistämässä paljon käytettyä Irlantia pidettiin myös tärkeänä osana katsausta. Lopuksi esitellään arvopaperistamista vielä eräissä kehittyvissä maissa, joissa on pystytty hyötymään maariskin ja saatavien riskien erottamisesta.

7.1 Iso-Britannia

Eurooppalaiset arvopaperistamiset käynnistyivät vuonna 1987 Isossa-Britanniassa kiinteistöluottojen arvopaperistamisella. Arvopaperistamistoiminnan nopean käynnistymisen taustalla Isossa-Britanniassa oli epäilemättä lainsäädäntöympäristö, joka on arvopaperistamisen kannalta katsottuna varsin suotuisa. Lisäksi taustalla on ehkä osin myös ilmennyt tarve uusien rahoituskanavien löytämiseksi.

Nopeasta käynnistymisestä huolimatta arvopaperistamistoiminnan kehitys Isossa-Britanniassa hyyyti jonkin verran asuntomarkkinoiden jouduttua lamaan ja luottotappioiden määrän noustua yllättävän suureksi. RMBS:ien liikkeeseenlasku väheni tasaisesti, ja uudet ABS:t alkoivat vallata sijaa. Vuonna 1993 uusien ABS:ien liikkeeseenlaskujen määrä jopa ylitti RMBS:ien liikkeeseenlaskumäärän. Vaikka arvopaperistamisen volyymit Isossa-Britanniassa vaihtelivatkin, säilyi maan osuus kuitenkin koko Euroopan uusista arvopaperistamisista suurimpana, ja esimerkiksi vuonna 1994 Ison-Britannian arvopaperistamiset vastasivat vielä noin 60:tä prosenttia koko Euroopan uusista arvopaperistamisista.

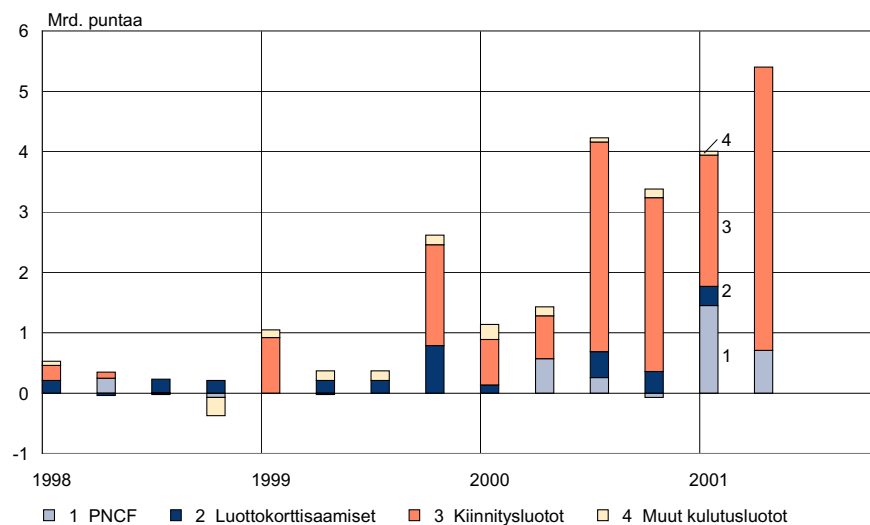
Vaikka mielenkiintoa arvopaperistamiseen Isossa-Britanniassa olikin, ei arvopaperistaminen sielläkään ollut ensimmäisinä vuosinaan mitenkään poikkeuksellisen laaja ilmiö, sillä alullepanijoiden joukko oli aluksi varsin keskittynyt. Käytännössä markkinoita hallitsi pitkään kolme liikkeeseenlaskijaa: asuntorahoitusyhtiöt National Home Loans, The Mortgage Corp ja Household Mortgage Corp. Näiden toimijoiden alkuun panemat arvopaperistamiset olivat muodoltaan RMBS:iä.

Kiinteistöjen osalta arvopaperistaminen ei Isossa-Britanniassa rajoittunut kuitenkaan pelkästään asuntorahoitukseen, sillä myös

CMBS:ien osuus arvopaperistamisesta kasvoi 1990-luvulla. Uusien instrumenttien (CMBS ja ABS) käyttöönoton myötä 90-luvun lopulla alkoi myös alullepanijoiden joukko laajentua. CMBS:ien liikkeeseenlasku alkoi Isossa-Britanniassa varsinaisesti vuonna 1997, ja niiden volyyymi pysyi muihin Euroopan maihin nähden varsin suurena. Ison-Britannian uudet CMBS-liikkeeseenlaskut vastaavat edelleen lähes tulkoon puolta koko Euroopan uusista CMBS-emissioista. Suurin osa CMBS:ien alla olevista omaisuuseristä on peräisin liikekiinteistöistä: teollisuuden osuus on yleisesti vain muutamia prosentteja. Varsin paljon CMBS:iä on Isossa-Britanniassa käytetty suurten hankkeiden kuten Canary Warf Finance Plc:n, Morgan Stanley Mortgage Finance Plc:n ja Tratford Centre Finance Ltd:n kaltaisten hankkeiden arvopaperistamiseen.

Alullepanijajoukon laajentumisen kannalta merkittävä muutos oli mm. se, että pankkien mielenkiinto arvopaperistamista kohtaan lisääntyi. Vuonna 1997 suuret pankit kuten Abbey National Plc ja Bank of Scotland alkoivat kiinnostua arvopaperistamisen tarjoamista mahdollisuuksista sekä taseen hoidossa että rahoituskeinona. Samalla kiinnostus kuluttajaomaisuuserien arvopaperistamista kohtaan alkoi kasvaa. Lisäksi isobritannialaiset pankit ovat olleet aktiivisia, etenkin luottojohdannaismarkkinoilla sekä CLO-markkinoilla (kuvio 26).

Kuvio 26. **Isoon-Britanniaan rekisteröityjen pankkien arvopaperistaminen vuosina 1998–2001 (toinen neljännes)**



Lähde: Englannin pankki / Financial Stability Review, kesäkuu 2001.

Näiden lisäksi on Isossa-Britanniassa tehty myös lukuisia hybridi-arvopaperistamisia, joissa on arvopaperistettu esimerkiksi pubien tuottoja, moottoritiemaksuja sekä F1-kilpailuorganisaatio. Suosituksi on tullut myös koko liiketoiminnan arvopaperistaminen ('whole business securitization'), jossa siis erillisyhtiön liikkeeseenlaskemien arvopaperien vakuutena on yrityksen koko kassavirta. Koko liiketoiminnan arvopaperistaminen lähti selvään kasvuun yrityskauppojen ja -valtausten lisääntyä.¹⁰⁴ Koko liiketoiminnan arvopaperistaminen on tähän saakka ollut lähinnä isobritannialainen ilmiö, koska maan lainsäädäntö, etenkin konkurssilainsäädäntö, on mahdollistanut kyseisen tyyppiset transaktiot.

Se, että arvopaperistaminen todella alkoi Euroopassa nimenomaan Isossa-Britanniassa, ei sikäli ole ihme: kuten Yhdysvalloissa, Kanadassa, Australiassa, Hongkongissa ja Uudessa-Seelannissa, on Isossa-Britanniassakin käytössä common law -oikeusjärjestelmä. Oikeusjärjestelmänsä vuoksi Iso-Britannia olikin poikkeuksellisen otollinen ympäristö arvopaperistumisen kehitykselle, sillä siellä voitiin melko suoraan hyödyntää Yhdysvalloissa kehitettyjä arvopaperistamisen periaatteita.

Common law -lainsäädäntö

Common law -lainsäädäntö perustuu lähinnä tapauskohtaisiin ennakkoratkaisuihin. Oikeuspäätösten suuri määrä mahdollistaa yhtäältä hyvinkin monimutkaisten arvopaperistamisrakenteiden käytön, mutta toisaalta tällaisen järjestelmän riskinä on ehdottomasti myös järjestelmän muutosalttius. Muutosalttius voi arvopaperistamisessa muodostua ongelmalliseksi, mikäli jotkut muodostetuista arvopaperistamisrakenteista perustuvat hyvin vanhoihin lainkohtiin. Kun lainkohtia ja menettelyjä sitten pyritään uudistamaan ja nykyaikaistamaan, voivat tällaiset uudistukset merkittävästi uhata myös arvopaperistamisrakenteiden pysyvyyttä, kun oikeusajattelu muuttuu. Vaikka siis varsinaisia juridisia esteitä ei tällaisessa oikeusjärjestelmässä voitaisikaan arvopaperistamiselle löytää, voi lakien muuttuminen muodostaa varteenotettavan uhkakuvan.¹⁰⁵ Jopa korkeimman luottoluokituksen emissiot voivat näissä lainsäädännön muutoksissa menettää merkittävästi vahvuuttaan.

¹⁰⁴ Ks. Englannin pankki (2001) s. 89, Securitisations and UK lending Growth.

¹⁰⁵ Vuoden 2002 maaliskuussa Isossa-Britanniassa julkaistiin konkurssilainsäädännön uudistamishanke (nk. Enterprise Bill), jolla muutetaan velkojien asemaa velallisen konkurssitapauksessa ja pyritään mahdollistamaan yrityksen selviäminen vaikeuksistaan. Fitchin analyysin mukaan sellaiset pääomamarkkinajärjestelyt kuin arvopaperistaminen aiotaan kuitenkin jättää uuden menettelyn ulkopuolelle. Konkurssiyhtiön asset backed -velkojilla säilyisi siten oikeus asettaa pesänselvittäjä, jolla on oikeus realisoida saatavat velkojien hyväksi. Ks. lähemmin Schwarcz (2002d).

Muita arvopaperistamisen kannalta tärkeitä säännöksiä luonnollisesti ovat arvopaperistamisen kirjanpidollinen ja verotuksellinen käsittely sekä arvopaperistamisen kannalta keskeinen omaisuuserien siirto. Kirjanpidollisesti Isossa-Britanniassa arvopaperistettujen erien käsittely on määritelty vuodelta 1994 olevassa kirjanpitostandardeita määrittävässä raportissa. Tämä useita vuosia valmisteltu raportti keskittyy nimenomaan siihen, että yrityksen kirjanpidossa pystyttäisiin tuomaan paremmin esiin arvopaperistamisen todellinen tarkoitus. Arvopaperistettavien omaisuuserien siirron osalta Ison-Britannian juridinen järjestelmä tekee eron konkreettisten ja ei-konkreettisten omistusten välille, joista jälkimmäiset ovat siirrettävissä vain erillisellä kirjallisella luovutuskirjalla. Tämä perustuu vuodelta 1925 peräisin olevaan lakiin. Iso-Britannia on perinteisesti tunnustanut oikeudelliset siirrot eli siirrot, jotka eivät toteuta siirron laillista määritelmää, mutta jotka asettavat sopijaosapuolet oikeudelliseen suhteeseen keskenään ja asettavat sopijapuolet näin henkilökohtaiseen vastuuseen.

Isossa-Britannian verolainsäädännössä ei ole olemassa erillisiä arvopaperistamista koskevia sääntöjä, vaan niihin sovelletaan yleistä verotuskäytäntöä. Verotuksessa nimenomaan arvopaperistamisen alullepanijat ja liikkeeseenlaskijat ovatkin kohdanneet joitain ongelmia. Ongelmia on ollut mm. MIRAS- (Mortgage Interest Relief at Source) statuksen säilyttämisessä, liikevaihtoveron määräytymisessä, leimaverotuksessa, liikkeeseenlaskijan verostatuksen määräytymisessä sekä kaksinkertaisessa yritysverotuksessa. Periaatteessahan transaktioiden tulisi olla alullepanijan kannalta veroneutraaleja, mikäli verot kohdentuvat oikein.

Yksi merkittävimmistä viime vuosien verotuksen kiistakapuloista on Isossa-Britanniassa ollut leimavero. Muutoksia leimaverotukseen tuli vuonna 2000, kun leimavero nousi 4 prosenttiin. Samaan aikaan leimaverohelpotuksia saaneiden osapuolten määrää määriteltiin uudelleen. Tämä uudelleenmäärittely nosti leimaveron olennaiseksi kysymykseksi myös arvopaperistamisessa. Leimaverohan tulee maksettavaksi myytessä saatavia omistajalta toiselle. Leimaveron puuttumisen ovat kokeneet ongelmalliseksi etenkin kansainväliset luottoriskiluokittajat, jotka ovat pitäneet sen mahdollista puuttumista arvopaperistamisrakenteita vaarantavana tekijänä. Tämä sen vuoksi, että konkurssitilanteessa tulee olla esittää pitäviä todisteita todellisen myynnin tapahtumisesta. Pitävässä todisteessa tulee olla myös tarvittavat leimat.

Ison-Britannian verotuskäytäntöön liittyy toinenkin hieman ongelmallinen seikka: Iso-Britanniaan kuuluu itsehallintoalueita, joissa

on ollut tai on finanssisektorin kannalta edullinen verotusympäristö. Tunnetuin näistä alueista on epäilemättä Jersey¹⁰⁶. Se tarjoaa erillisyhtiöiden perustamiselle varsin suotuisan ympäristön, sillä erillisyhtiöt joutuvat maksamaan ainoastaan tuloveroa, mutta siitäkin ne pystytään vapauttamaan.¹⁰⁷ Erillisyhtiö voidaan perustaa Jerseyyn joko trustina tai ns. orphan companyinä (nimi tulee osakepääoman omistussuhteesta). Yrityksiä Jerseyssä sääntelee melko uusi, vuodelta 1991 peräisin oleva, laki.

Viime vuosina Jerseyä on painostettu kansainvälisesti yhä enemmän etenkin käytössä olevan yritysverotuksen sekä informaationjakokriteerien takia. Jerseyä ovat painostaneet muuttamaan käytäntöjä etenkin EU ja OECD.

1990-luvun loppupuolella OECD julkaisi listan niistä alueista, jotka se määritteli verotukselliseksi turvasatamiksi (tax havens), ja myös Jersey oli tällä alkuperäisellä listalla¹⁰⁸. OECD antoi listaamilleen alueille aikaa vuoteen 2001 saakka lopettaa vahingolliset verotuskäytännöt. Tämän jälkeen, (ellei riittäviä toimia toteutettaisi) alueet luokiteltaisiin OECD:n yhteistyön ulkopuolelle. Alun perin järjestö vaati listaamia vähäisen verotuksen alueita nostamaan yritysverotustaan sekä kohtelemaan kotimaisia ja ulkomaisia toimijoita verotuksessa samalla tavoin. Samalla OECD vaati riittävän informaation tarjoamista ja transparenttiuden kriteerien täyttämistä. OECD kuitenkin luopui tiukoista verotuskriteereistään, ja Jersey allekirjoitti sopimuksen, jonka mukaisesti se kannattaa informaation välittämistä ja läpinäkyvyyden lisäämistä. Jersey toimii kuitenkin näiden periaatteiden mukaisesti vain, mikäli niitä noudatetaan kaikissa OECD-maissa. Sopimuksen allekirjoituksen vuoksi OECD poisti Jerseyyn vahingollisten verotusympäristöjen listaltaan helmikuussa 2002.

¹⁰⁶ Jersey on itsehallintoalue, jolla on täysin oma lainsäädäntönsä. Vain ulkopoliittikka hoidetaan yhdessä Ison-Britannian kanssa. Muita vastaavia alueita ovat Guernsey ja Isle of Man.

¹⁰⁷ Itsehallintoalueiden käyttöön erillisyhtiön sijoituspaikkana liittyy usein pelkän verotuksellisen käsittelyn lisäksi myös muita etuja. Luottoriskiluokittajat tarkastelevat yhtenä kriteerinä luottoriskianalyyssissään myös sen alueen lainsäädäntöä, johon erillisyhtiö on perustettu. Osaltaan Jerseyyn suosio erillisyhtiöiden sijoituspaikkana perustuukin itsemääräämisoikeuden ja verotuksen lisäksi sen omaan hyvään luottoriskiluokitukseen (esimerkiksi S&P:llä se on AAA). Lisäksi pitämällä emissioiden rekisteröintimaksut pieninä paikalliset viranomaiset ovat osaltaan auttaneet liikkeeseenlaskukustannusten pysymistä pieninä.

¹⁰⁸ Rahoitusmarkkinoiden harmonisoinnissa, rahoituspalveluissa ja tiedonvaihdossa useita veroparatiisia käsitellään ulkopuolisena valtiona. Tällaiset maat ilmenevät mm. OECD:n yhteydessä toimivan Financial Action Task Force on Money Laundering -organisaation (FATF) Non-Cooperative Countries and Territories -listalta. <http://www.fatf-gafi.org/>.

Euroopan unioni puolestaan painosti Jerseyä lähinnä kahdesta syystä – ensinnäkin yritysverotuksen takia ja toiseksi säästöjä koskevan direktiivin takia. EU puuttui Jerseyyn tapauksessa neljään yritysverotuksen eri kohtaan, mutta juuri verovapaisten yritysten asema (ns. exempt companies) oli eräs tärkeimmistä. Säästödirektiivissä Jerseyä kritisoitiin juuri transparenttiuden puuttumisesta ja informaation heikosta välittymisestä. Jersey ilmoitti toukokuussa 2002 kannattavansa direktiivissä mainittua informaation vaihtoa, mutta ilmoitti myös, että samojen säännösten on kosketettava kaikkia relevantteja toimijoita (esim. Yhdysvallat ja Sveitsi) samalla tavoin.

Yritysverokysymyksessä ei ole vielä edistytty merkittävästi. Siinänsä tämä ei ole yllättävää, sillä verovapaisten yritysmuotojen olemassaolo on Jerseyyn rahoitussektorin kannalta ensiarvoisen tärkeää. Vastaavathan rahoitussektorin tuotot 60:tä prosenttia Jerseyyn kaikista tuotoista.¹⁰⁹

7.2 Ranska

Ranska mahdollisti arvopaperistamisen 23.12.1988 säädetyllä lailla¹¹⁰. Arvopaperistamisen salliminen liittyi laajempaan rahoitusmarkkinoiden uudistamisprojektiin, jonka tavoitteena oli¹¹¹

- auttaa pankkeja täyttämään uudet vakavaraisuussäännöt (siirtymä 5 prosentista 8 prosenttiin)
- parantaa maan rahoitusjärjestelmän kilpailukykyä
- alentaa korkotasoa
- edistää arvopaperimarkkinoiden kehittymistä.

Vuoden 1988 laki määrittelee ad hoc -rakenteen eli erillisyhtiön erikoiseksi rahastoksi, joka rahoittaa arvopaperistettavien omaisuuserien hankinnan laskemalla liikkeeseen rahasto-osuuksiksi rinnastettavia omia ”osakkeitaan” tai osuuksiaan. Rahastoa ei kuitenkaan määritelty laissa yhtiöksi vaan yhteisomistusmuodoksi (copropriété). Tällaista rahastoyhtiötä kutsutaan fonds commun de créanceksi (vapaasti käännettynä saatavarahasto), mutta yleisesti siitä käytetään vain lyhennettä

¹⁰⁹ Davies, N. (2002).

¹¹⁰ 26.12.1988 päivätty laki 88-1201.

¹¹¹ Mallina käytettiin unit investment trustiin pohjautuvaa ranskalaista rahastoyhtiökäsitettä ’fonds commun de placement’ (FCP). Ks. Siméon & Associés (1993) sekä Zambousova (2000).

FCC. Pariisin pörssi noteeraa useiden tällaisten rahastojen osuuksia. Näissä tapauksissa erillisyhtiötä hallinnoi omaisuudenhoitaja ja sen saatavia valvoo tallettajapankki (dépositaire). Riittävän kontrollin varmistamiseksi laissa vaadittiin tarkka vastuuden jako näiden kahden tahon välille.

Alkujaan arvopaperistamisesta siis säädettiin hyvin tarkasti edellä mainitussa 1988 lopulla ilmestyneessä laissa ja sen implementoineessa asetuksessa¹¹². Arvopaperivalvoja (Commission des opérations de Bourse – COB) hyväksyi jokaisen FCC:n muodostamisen saatuaan puoltavan lausunnon keskuspankilta. Myytävien saatavien piti olla riskiltään vähäisiä, ja vuoteen 1993 saakka myyjän piti taata emissiot. Laki ja valvonta pyrkivät turvaamaan sijoittajan intressit, mutta jäykän säätelyn takia arvopaperistaminen jäi tässä vaiheessa kovin vähäiseksi.

Kiinteiden kustannusten alentamiseksi viranomaiset ovat mahdollistaneet sen, että yksi FCC voi tehdä useita emissioita tai hankkia uusia omaisuuseriä, jotka lokeroakenteen (compartiment, sananmuokaisesti ”osasto”) takia voivat olla varsin erilaisia. Näistä jokaiselle laaditaan omat säännöt ja ne eristetään toisistaan erillisyhtiön kirjanpidossa.

Arvopaperimarkkinavalvojan sääntely koskee 1) yhtäältä FCC:tä yksikkönä, toisaalta sen lokeroita sekä 2) omaisuudenhoitajia, joilta vaaditaan mm. minimipääomaa (0,5 prosenttia) hoidossa olevista varoista, itsenäisyyttä (mm. ero luottojen myyjästä), riittäviä resursseja (management ja tekniikka) sekä toimilupaa. Lisäksi sääntelyssä on määräyksiä myös 3) transparensista ja tietojen julkisuudesta.

Erillisyhtiötä koskeva säädöstö muuttui radikaalisti vuonna 1993¹¹³, kun tämänkaltaisten rahastojen perustamisesta ja niiden toiminnan periaatteista tehtiin joustavampia. Tällöin vahvistettiin omaisuudenhoitoyhtiön asemaa arvopaperistamisjärjestelyssä; arvopaperivalvojan lupa rajattiin enää vain jokaiseen omaisuudenhoitoyhtiöön¹¹⁴ eikä jokaiseen erilliseen FCC:hen. Keskuspankin lausuntokierros poistettiin, mutta sen oikeudeksi jäi kerätä tilastotietoja tai hallinnollisia tietoja FCC:n toiminnasta.

Samanaikaisesti sallittiin olemassa olevan FCC:n tehdä uushankintoja (reloading) sillä edellytyksellä, ettei sen saatavien turvaavuus

¹¹² 9.3.1989 päivätty asetus 89-158. Vain luotto- ja vakuutuslaitokset sekä Caisse des dépôt et consignations saivat myydä saataviaan FCC:lle. Jälkimmäinen on julkinen rahoituslaitos, joka tarjoaa omaisuudenhoito-, talletus-, emissio- yms. palveluita muille julkisessa omistuksessa olevilla laitoksilla (kuten posti), säädellyille ammatinharjoittajille (kuten notaarit) sekä säästöpankeille.

¹¹³ Vuonna 1993 säädettiin 4.1.1993 päivätty laki 93-6 sekä 27.3.1993 päivätty asetus 93-589.

¹¹⁴ Omaisuudenhoitajan toimilupa voidaan hyviin syihin perustuen lakkauttaa.

heikkene. Se sai myös luvan käyttää suojautumiskeinoja (asset-hedging), ja samaan aikaan myyjältä poistettiin takausvaade.¹¹⁵ Valvojan vastuuksi tuli määritellä rahasto-osuuksien minimimäärä. Tässä vaiheessa myös vakuutusyhtiöt saivat oikeuden arvopaperistamiseen.

Vuonna 1997 ja 1998 FCC:n toimintavapautta lisättiin edelleen¹¹⁶ ottamalla markkinaosapuolten toiveita laajemmin huomioon. Erillisyhtiöiden sallittiin ostavan kaikenlaisia saatavia, jopa riskialttiita. Myös tulevien, ei vielä materialisoituneiden, saatavien arvopaperistaminen sallittiin. Tämä mahdollisti sen, että rakenne voitiin perustaa ennen kuin esimerkiksi pankki alkoi myydä jotain rahoitustuotetta. Enää erillisyhtiön kaikkien saatavien ei myöskään tarvinnut olla samankaltaisia, vaan sen salkussa saattoi olla sekä asuntoluottoja että esimerkiksi kulutusluottoja. Saatavien ei myöskään tarvinnut enää olla saman valuutan määräisiä. Tämän seurauksena FCC saattoi laskea liikkeeseen eri valuuttamääräisiä rahasto-osuuksia. Muutenkin sen varainhallintaa helpotettiin sijoituspuolella. Tärkeintä tässä asetuksessa kuitenkin oli, että FCC sai luvan laskea uudelleen liikkeeseen rahasto-osuuksiaan (re-issuing units).¹¹⁷

Tässä vaiheessa tuli samoin mahdolliseksi arvopaperistaa pitkäaikaisia saatavia sekä jopa riskipitoisia eriä (”doubtful” ja ”disputed claims”). Vastapainoksi rahasto-osuuksien markkinoista haluttiin tehdä turvallisempia, joten niiden jälkimarkkinoita alettiin säädellä: yksityishenkilöt eivät enää saaneet omistaa osuuksia, jotka vastasivat edellä mainitun kaltaisia saatavia. Rahastoyhtiöiltäkin nämä oli kielletty vajaan vuoden ajan. Toisaalta luottoluokitus vaadittiin enää vain sellaisilta FCC-osuuksilta, joita oli laskettu julkiseen kaupankäyntiin.

Muutkin kuin rahoituslaitokset (any economic entity) saivat luvan siirtää saataviaan suoraan ranskalaiseen erillisyhtiöön. Aiemmin niiden piti aina myydä saatavat ensin rahoituslaitokselle, joka edelleen siirsi ne FCC:lle, tai vaihtoehtoisesti niiden piti käyttää offshorejärjestelyä.

Saatavien alkuperäisen omistajankaan, esim. luottolaitoksen, ei enää tarvinnut ilmoittaa velalliselle myynnistä, jos se jäi edelleen yhteyspisteeksi kotimaisen erillisyhtiön ja asiakkaan välille. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että alkuperäinen omistaja keräsi maksut ja toi-

¹¹⁵ Periaatteessa emissioilla ei tarvinnut takausta tai credit enhancementia, mutta käytännössä suurimmassa osassa tällainen hoidettiin laskemalla liikkeeseen etuuksiltaan huonompia osuuksia. Jonkin verran käytettiin vakuutuslaitosten takauksia, kun taas ylivaakuustamista (overloading eli ylimääräisten omaisuuserien siirto vakuuksiksi) ei juurikaan käytetty.

¹¹⁶ 6.10.1997 päivätty asetus 97-919, 2.7.1998 päivätty laki 98-46 sekä 6.11.1998 päivätty asetus 98-1015.

¹¹⁷ Ks. mm. Banque de France (1997).

mitti muut mahdolliset palvelut, jotka liittyvät alkuperäiseen sopimukseen. Ennen lainmuutostakaan ilmoitus velalliselle ei ollut siirron lailisuuden ehtona. Investoijien suojelemiseksi edellä mainitut palvelut voidaan myös siirtää jollekin muulle luottolaitokselle, vaikkei mahdollisuutta siihen olisi varattukaan alkuperäisessä asiakassopimuksessa.

FCC sai luvan ottaa lainaa¹¹⁸; aiemmin sen täytyi myydä rahasto-osuuksiaan rahoittaakseen uushankintoja. Käytännössä sen likviditeettiä oli tähän asti hoidettu syndikointi- tai underwriting-sopimuksilla. Se sai myös luvan käyttää johdannaisia suojautumistarkoitukseen. Kotimaisen erillisyhtiön rahasto-osuudet hyväksyttiin yleisesti mukaan reposopimuksiin.¹¹⁹ Luottolaitos saattoi siten myydä luottosalkun erillisyhtiölle, jonka rahasto-osuudet se hankki private placementinä itselleen. Omaa likviditeettiään luottolaitos saattoi kohentaa mm. keskuspankin repo-operaatioissa käyttämällä vakuutena arvopaperistamiseen liittyviä rahasto-osuuksia.

Vuoden 1999 laki (99-532) mahdollisti FCC:n omaisuuden lokeroinnin ja lokeroiden autonomisen operoinnin. Arvopaperimarkkina- valvoja katsoi kuitenkin, että lokerot muodostavat yhden kokonaisuuden, joten se vaatii, että arvopaperistamismenettelystä informoidaan kattavasti. Emissiomenettelyssä erillisyhtiöstä on laadittava yleinen note de référence, jossa määritellään mm. portfolion markkinointiehdot, sen riskit ja niiltä suojautumiseen käytetyt keinot sekä jälleenrahoitusohjelma. Sen lisäksi jokaiselle lokerolle pitää olla omat sääntönsä ja varsinainen emissioilmoitus (note d'opération). Täsmälleen samanlaisten periaatteiden mukaan saman FCC:n alla toimivien osastojen hyväksymismenettelyä varten on laadittu nopeutettu menettely, jonka seurauksena ilmoitusaika lyhenee 30 päivästä viiteen. Edellä mainittujen dokumenttien saamisen tuli olla ilmaista sijoittajalle.¹²⁰

Vuonna 1999 selkiytettiin myös kotimaisen erillisyhtiön liikevaihtovero kohtelua: se katsottiin sijoituspalveluyhtiöksi, joka ei ole liikevaihtoverovelvollinen.¹²¹

Valvonnan vapautuminen on vähitellen johtanut siihen, että arvopaperistamiskäytännöistä on tullut joustavampia. Nykyisin erillisyhtiön liikkeeseenlaskemat rahasto-osuudet merkitsee useissa tapauksissa offshore-yhtiö, joka jälleenrahoittaa operaation laskemalla liikkee-

¹¹⁸ Saadakseen lisälikviditeettiä joko väliaikaiseen tarpeeseen tai lisätäkseen luottoriskin sietokykyään.

¹¹⁹ Ks. mm. Le Guen (2002) s. 45.

¹²⁰ Säännökset esitetty 25. kesäkuuta 1999 päivätyssä laissa ja COB:n määräyksessä 2000-05, joka vahvistettiin 4.12.2000 asetuksella.

¹²¹ Laki 99-1173.

seen velkapapereita, yleensä yritystodistuksia (billets de trésorerie). Tarvittaessa tämä voi hankkia rahoitusta myös kansallisilta joukko-velkakirja- tai eurobondimarkkinoilta. Tällaisten yritystodistusten osuus koko Ranskassa liikkeeseenlasketusta yritystodistuskannasta oli 10 prosenttia syyskuussa 1999, jolloin arvo nousi 5 miljardiin euroon. Tekniikkaa käyttävät lähinnä suuret rahoituslaitokset tai kauppahuoneet. Fitchin mukaan ranskalaiset yhtiöt ovat olleet Euroopan aktiivimpia tällaisen conduit-rakenteen käytössä.

Ranskalaisten erillisyhtiöiden velkakirjaemissiot olivat noin 24,3 miljardia euroa vuonna 2000 verrattuna noin 52,3 miljardiin vuonna 1999 sekä 36,7 miljardiin vuonna 1998.¹²² Euroopan structured finance -emissioista ranskalaisten emissioiden osuus oli vuonna 1999 10 prosenttia, mutta vuoden 2000 ensimmäisen puoliskolla vain 2 prosenttia,¹²³ mikä kuvaa emissioiden kausiluonteisuutta. Viime vuosina suurimmilla emissioilla on ollut taipumus ajoittua vuoden loppuun, sillä esimerkiksi vielä syyskuussa 2000 näytti siltä, että arvopaperistettujen luottojen kanta pienenisi 20 prosenttia edellisestä vuodesta. Eniten arvopaperistettuja luottoja oli kesäkuussa 1998, jolloin kanta oli lähes 22,3 miljardia euroa (kuvio 27).

Viime vuosikymmenellä arvopaperistamiseen turvautui eniten Crédit Lyonnais, joka näyttää jälleenrahoittaneen arvopaperistamalla erityisesti interbankluottoja. Tämän pankin tasetta tervehdyttiin vuosina 1996–1999. Tämän jälkeen miljardien eurojen julkisia emissioita on kuitenkin ollut melko vähän. Muilta osin ranskalaiset emissiot olivat lähinnä RMBS:iä.

Standard & Poors'n mukaan Ranskassa oli kumulatiivisesti arvopaperisoitu asuntolainoja 10 miljardilla eurolla vuoden 2000 lopulla. Vuoden 1999 lopussa asunto- ja muita kiinteistölainoja hankkineita FCC:eitä oli arvopaperivalvojan tilastojen mukaan 18. Yhteisarvoltaan ne olivat 10,3 miljardia euroa. Arvopaperistettujen interbankluottojen kannan arvo oli 21,1 miljardia (148 FCC:tä). Kulutusluottojen arvopaperistamiseen käytettyjä kotimaisia erillisyhtiöitä oli 23 yhteisarvoltaan 6,8 miljardia euroa, kun koko 198 FCC:n edustama kanta oli 39,8 miljardia euroa. Vuoden 2000 lopussa kanta oli laskenut 15,7 miljardiin.

Banque de Francen tutkimuksen mukaan arvopaperistaminen kehittyi nykyisin erityisesti vanhojen FCC:eiden kautta tehtävillä operaatioilla. Uusien tällaisten rahastomuotoisten erillisyhtiöiden perustaminen on lähes tyrehtynyt, mikä näkyy siinä, että aktiivisten yhtiöi-

¹²² Statistiques Boursières et Financières COB.

¹²³ Vastaavanlainen ilmiö oli havaittavissa vuoden 2001 ensimmäisellä neljänneksellä, eivätkä edes kolmannen neljänneksen emissiot yltäneet kuin 0,7 miljardiin euroon.

den määrä pysyy lähes samana. Vuonna 2000 perustettiin kuitenkin kolme uutta kotimaista erillisyyhtiötä kulutusluottojen arvopaperistamiseen. Emissioesitteitä COB hyväksyi 79 vuosina 1996–2000. Esitteiden määrä laski kuitenkin jatkuvasti tuona aikana.¹²⁴

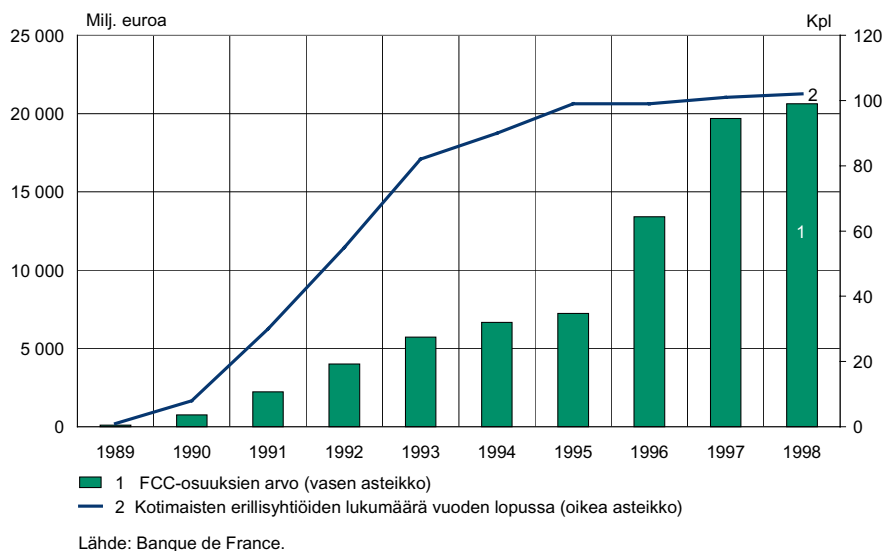
CDO:iden käyttö on yleistynyt vuodesta 1999 lähtien. Niitä on käytetty mm. samppanjarastojen, rakenteilla olevien risteilyalusten ja yrityslainojen arvopaperistamiseen. Synteettistä arvopaperistamista pankit käyttävät myös keskisuurille yrityksille myöntämiensä luottojen arvopaperistamiseen. Synteettisten CDO:iden merkittävän lisääntymisen takia tilastot eivät kuvaa arvopaperistamisen yleistymistä.

Puhtaasti kotimaisen arvopaperistamismallin rinnalla ranskalaiset toimijat käyttävät myös anglosaksista mallia. Tällöin ad hoc -yhtiön kotipaikkana oli useimmiten Jersey, missä verotus oli tälle toiminnalle suotuisa. Tätä menettelyä on käytetty erityisesti kiinteistöjärjestelyjen ja kauppasaatavien (trade receivables) rahoitukseen. Niiden rahoitus tapahtuu tietyvästi enimmäkseen private placement -järjestelyin, joten niistä ei ole täsmällistä tietoa saatavilla. Banque de Francen mukaan private placement -rahoitus on kuitenkin yhtä yleistä kuin FCC:n käyttö. Sitä on käytetty paljon erityisesti muiden kuin rahoituslaitosten arvopaperistamisten yhteydessä. Banque de Francen tilastoista on nähtävissä, että ulkomaisten yritystodistusemissiot Ranskassa ovat lisääntyneet merkittävästi 1990-luvun lopulla.¹²⁵ On todennäköistä, että yritystodistuksia on käytetty myös näiden jälleenrahoitukseen.

¹²⁴ COB hyväksyi vuonna 1996 31 ABS-emissioesitettä, 1997 24, 1998 12, 1999 7 ja vuonna 2000 viisi emissioesitettä.

¹²⁵ Vuoden 2000 lopussa 20 ulkomaille sijoittuneen liikkeeseenlaskijan osuus koko yritys- ja sijoitustodistuskannasta oli 28 prosenttia. Non-resident-emissioiden osuus vuoden 2000 yritys- ja sijoitustodistusemissioista Ranskassa oli 43 prosenttia. ABCP:iden (titres courtes adossées à des actifs titrisés, TCAA) osuutta ei kuitenkaan ole eritelty.

Ranskalaiset erillisyhtiöt vuosina 1989–1998



Alan vakiintumista kuvastaa se, ettei uusia hoitoyhtiöitä ole juurikaan perustettu vuoden 1996 jälkeen. Kotimaisten erillisyhtiöiden merkitystä esimerkiksi omaisuudenhoidajien tuloista ei ole tarkkaa tietoa, koska tilastointi ei erottele niitä muista rahastoyhtiöistä. Rahasto-osuuksien välityspalkkioiden osuus niiden tuloista oli 23,4 prosenttia. Tämä sisältää FCC-osuuksien välityksen.¹²⁶

Ranskan pankkien kirjanpidon valvonta mullistui vuonna 1998, jolloin pankkitoiminnan kirjanpitostandardien valvojaksi siirtyi Comité de la Réglementation Comptable (CRC). Huomattava kuitenkin on, ettei erillisiä kirjanpitostandardeja arvopaperistamista varten ole olemassa. Arvopaperistamisesta ovat olemassa vain aikaisemman kirjanpitostandardivalvojan Comité de la Réglementation Bancaire et Financieren (CRBF) antamat säännökset rahoitussektorin arvopaperistamisen käsittelystä vuodelta 1993 ja CRC:n antamat erillisyhtiön konsolidointisäännökset vuodelta 1999.

Uusista konsolidointisäännösten tulkinnasta on vielä epävarmuutta. Yleensä konsolidointi vaatii, että konsolidoitava yhteisö on joko erillisyhtiön osakkeenomistaja tai yhtiökumppani. Ellei tällaista suhdetta ole olemassa, ei konsolidointiakaan vaadita. Ranskalaisiin erillisyhtiöihin sovellettuna tämän säännön yksi tulkinta on, ettei erillis-

¹²⁶ Bulletin COB nro 351, marraskuu 2000.

yhtiöillä ole pääomaa tai ne eivät ole yhtiöitä. Tulkinnoista laadittaneen piakkoin yleisesti sovellettava päätös.¹²⁷

Jos varsinaiset kirjanpitosäännöt puuttuvat, arvopaperistamista käsitellään seuraavasti rahoitussektorin yritysten yhteydessä:

- FCC:lle myytyjen omaisuuserien tulee poistua myyjän taseesta. Poistosta ei ole olemassa erillisiä säännöksiä.
- Myynnistä saatujen voittojen tai tappioiden määrä ilmoitetaan myynnin päiväyksellä tuloslaskelmassa.
- Taseessa mahdollisesti säilytetyt omaisuuserät, kuten subordinoidut tranchet, arvostetaan fair value -periaatteella.
- Verotuksellinen ja sääntelyllinen kohtelu voivat poiketa kirjanpidon menettelytavoista.

Enronin tapauksesta huolestuneet viranomaiset ilmoittivat marraskuussa 2002 ryhtyvän tiukentamaan kirjanpidon konsolidointisäädöksiä, mikä käytännössä tarkoittaa lähentymistä kansainvälisiin kirjanpitosääntöihin. Samalla erillisyhtiöiden hallinnon, voitonjaon ja riskien eriyttämiseen kiinnitetään entistä enemmän huomiota. Myös raportointia erien siirrosta taseen ulkopuolelle tarkennetaan.¹²⁸

7.3 Espanja

Tammikuusta 1986 lähtien Espanjan liityttyä Euroopan yhteisöön sen rahoitusjärjestelmää alettiin merkittävästi modernisoida ja liberalisoida. Samalla kiinnostus arvopaperistamista kohtaan alkoi Espanjassa lisääntyä. Etenkin pankkien mielenkiinto arvopaperistamiseen heräsi vaikkei niiden taseissa ilmennytkään välitöntä tarvetta arvopaperistamiseen. Arvopaperistamisen kannalta Espanjassa, samoin kuin monessa muussakin eurooppalaisessa valtiossa, olivat ongelmana liian pienet potentiaaliset arvopaperistamismassat. Volyymiltään riittävän suuria arvopaperistettavia eriä oli vain harvassa. Kiinnitysluottoja pidettiin ensisijaisina arvopaperistamisen kohteina, mutta niitä varten oli jo 1980-luvun alussa luotu oma järjestelmänsä.

1980-luvun alussa Espanjan valtio alkoi edistää kiinnitysluottosidonnaisten instrumenttien markkinoiden syntyä tarkoituksenaan

¹²⁷ Taseen ulkopuolisten erien raportoinnista on kuitenkin annettu ohjeita erityisesti credit enhancementin myöntäjille. Ks. esim. CRC Règlement n°2000-03 du 4 juillet 2000 www.finances.gouv.fr/CNCompta/rcrc/rcrc2000/00_03/03.htm.

¹²⁸ Recommandations communes (2002).

pienentää asumiskustannuksia. Suurin osa kiinnitysluotoista oli tuoloin alueellisten säästöpankkien hallussa¹²⁹. Kiinnitysluottolainojen liikuteltavuus Espanjassa oli kuitenkin varsin heikkoa, sillä säästöpankkijärjestelmä oli varsin hajautunut ja leimaverot varsin huomattavat. Kiinnitysluottosidonnaisten instrumenttien luomisen kannalta olikin siis tärkeää perustaa sellaiset instrumentit, joissa mahdollistuisivat kiinnitysluottojen omistuksien siirrot.

1980-luvun alussa kiinnitysluotottajille annettiin lupa laskea liikkeeseen kolmentyyppisiä kiinteistösidonnaisia instrumenttejä. Nämä instrumentit olivat *cedulas hipotecarias*, *bonos hipotecarios* ja *participaciones hipotecarias*.¹³⁰ Etenkin bonoksien liikkeeseenlasku vaati paljon sääntelyn edellyttämää taustatyötä, mikä osaltaan teki niiden liikkeeseenlaskusta varsin monimutkaisen prosessin.¹³¹

Virallisesta kannustuksesta huolimatta kiinnitysluottosidonnaisten instrumenttien markkinat eivät lähteneet suureen kasvuun Espanjassa. Vain *cedulas*it onnistuivat luomaan jonkinlaiset markkinat, mutta muut arvopaperistetut instrumentit joutuivat odottamaan lakiuudistuksia. *Cedulasien* suosio kansainvälisillä markkinoilla jäi kuitenkin odotettua pienemmäksi: yhdeksi syyksi on mainittu se, että niiden rakenteet eivät täyttäneet kansainvälisten sijoittajien transparenttisiivaatimuksia. Tämä siitäkkin huolimatta, että *cedulas*et oli suunniteltu vastaamaan pitkälti Saksan *pfandbrief*-markkinoita ja liikkeeseenlaskut olivat vahvasti ylivakuustettuja. Markkinoiden kehittymisen tiellä oli myös laki, joka esti esimerkiksi kiinnitysvakuudellisten lainojen myynnin institutionaalisille sijoittajille, kuten eläkerahastoille ja vakuutusyhtiöille. Perinteisestihän juuri nämä tahot muodostavat merkittävän sijoittajakunnan rahoitusmarkkinoilla.

Espanjan kotimainenkin kiinteistövuokudellisiin instrumentteihin kohdistunut kysyntä jäi verrattaen vähäiseksi. Kiinnitysluottolainojen lisäksi kiinnostus vakuusmateriaaliltaan muuntyyppisten omaisuuserien arvopaperistamiseen oli Espanjassa varsin vähäistä. Tämä johtui

¹²⁹ Vielä vuosien 1990–1998 aikana säästöpankkien osuus kaikista annetuista kiinnitysluotoista oli 53,5 %. Liikepankkien osuus oli vastaavana ajanjaksona 40,5 %.

¹³⁰ *Cedulas hipotecarias* -instrumentin vakuutena olevana poolina näissä on alullepanijan koko kiinnitysluottokanta, ellei kantaan kohdistu erillisiä korvamerkintöjä. *Cedulas* vastaa lähinnä Ranskan *obligations foncière*- ja Saksan *pfandbrief*-rakenteita, joten se eroaa perinteisestä RMBS:stä monessakin suhteessa.

Bonos hipotecarios -instrumentin vakuusmassa koostuu tietyistä osuudesta tietyssä kiinnitysluottolainapoolissa.

Participaciones hipotecarias -instrumentin vakuusmassa koostuu osuuksista tiettyihin kiinnitysluottolainoihin, ei tiettyyn kiinnitysluottolainapooliin.

¹³¹ OECD (1995). Edellä mainittujen instrumenttien liikkeeseenlasku tapahtui Fondo de Titulización Hipotecariaksi (FTH) nimetyn suljetun rahastomuotoisen erillisyyhtiön kautta.

lähinnä siitä, että erillisyhtiöitä ei voitu perustaa Espanjaan, sillä Espanjan lainsäädännöstä puuttui trusti-käsite.

Jotta arvopaperistamismarkkinoiden mahdollisuudet kehittyisivät ja kiinnitysluottovakuudellisten instrumenttien markkinoiden toimivuus lisääntyisi, alettiin 1990-luvun alussa Espanjassa laatia uutta säännöstöä. Tavoitteena oli, että kiinteistöluottovakuudellisten (etenkin participaciones hipotecariasien takaamien) instrumenttien (tässä todistusten) myyntiä sijoittajille voitaisiin alullepanijan taseessa käsitellä taseen ulkopuolisena eränä. Alullepanijana tämän säännösten mukaan voi toimia joko erillisyhtiö (SPV) tai kiinnitysluoton myöntänyt taho. Taseen ulkopuolisen käsittelyn edellytyksenä oli, että kiinnitysluotot olivat myydyt aina maturiteettiinsa saakka. Säännös, joka mahdollisti edellä kuvatun menettelyn, oli kuninkaallinen asetus (engl. Royal Degree) 1289/1991. Tässäkin arvopaperistamista edistämään tarkoitettussa asetuksessa oli kuitenkin ongelmansa, sillä erillisyhtiöiden asemasta esimerkiksi konkurssitilanteissa ei edelleenkään ollut olemassa minkäänlaista sääntelyä.

Koska uudistus ei merkittävästi edistänyt arvopaperistamistoiminnan etenemistä, päätettiin kesällä 1992 laatia uusi säädös, jolla mahdollistettiin erillisyhtiöiden perustaminen Espanjaan. Uudessa juridisessa ympäristössä oli mahdollista luoda arvopaperistamalla participation hipotecarias -instrumentteja kontrolloidulla kotimaisella erillisyhtiörakenteella. Espanjalaisessa rakenteessa omaisuudenhoitoyhtiön eli Sociedad Gestoras de Fondos de Titulizacion Hipotecariasin (Gestoras) tuli lain mukaan johtaa ja hallinnoida rahastoa eli fondo de titulizacionia, jonka nimissä arvopaperistaminen käytännössä tehtiin. Gestorasin rooli on kuitenkin usein paljon laajempi ja aktiivisempi kuin erillisyhtiön trusteeen rooli normaaleissa ABS-rakenteissa. Eräissä tapauksissa myös Gestorasin omistussuhteet ovat herättäneet huomiota, sillä joissakin rakenteissa, joissa Gestoras on ollut varsin läheisessä suhteessa alullepanijan kanssa. Gestorasin tulee olla CNMV:n eli Comision Nacional del Mercado de Valoresin ja Espanjan valtiovarainministeriön hyväksymä.¹³²

Aivan aluksi arvopaperistaminen edellä mainittua rakennetta käyttäen voitiin ulottaa vain kiinnitysluottoihin, mutta jo seuraavana

¹³² Ks. mm. ISR annual database november 2001. Espanjanjassa arvopaperistettujen erien markkinoita valvovat kolme taho: Banco de Espana, Comision Nacional del Mercado de Valores ja valtiovarainministeriön osasto Direccion General del Tesoro y Politicas Financier. Banco de Espana rekisteröi lisäksi tietokantoihinsa kaikki kiinnitysluottolainat, jotka ylittävät määrältään 6 010 euroa, ja seuraa niiden kehittymistä. Tietokannasta käy ilmi, miten lainoitettu on suoriutunut aiemmista velvoitteistaan. Sitä voivat käyttää hyväkseen kaikki lainanantajat.

vuonna, vuonna 1993, hyväksyttiin lainmuutos, jolla myös muut omaisuuserät saatettiin arvopaperistamisen kannalta kelvollisen vaakuusmassan piiriin, ja niidenkin arvopaperistaminen tuli tätä kautta mahdolliseksi. Vuonna 1994 annettiin erikoislaatuinen laki (40/1994), jolla ydinvoimalan moratorion arvopaperistaminen hyväksyttiin.

Seuraava suuri arvopaperistamista koskenut lakiuudistus tehtiinkin vuonna 1998. Oikeastaan vasta tämä lakiuudistus loi todellisen juridisen ympäristön nykymuotoiselle arvopaperistamiselle Espanjassa. Tämän kuninkaallisen asetuksen 926/1998 myötä on nykyään mahdollista arvopaperistaa entistä huomattavasti laajempaa omaisuuseräjoukkoa, sillä fondoihin määriteltiin laissa myös toinen mahdollinen rahastorakennetyyppi, fondo de titulization de activos eli FTA¹³³. Sen kautta mahdollistettiin joko alullepanijan hallussa tällä hetkellä olevien omaisuuserien tai alullepanijan tulevaisuuden saatavien arvopaperistaminen. Lisäksi tämän lakimuutoksen yhteydessä luotiin mahdollisuudet sekä suljetun että avoimen poolirakenteen käyttämiseen FTA:n yhteydessä. Avoin poolirakenteen tarkoittaa sitä, että rahastossa olevaan pooliin voidaan sen elinaikana siirtää myös uusia saamsia, eli ns. poolisubstituutio on tällöin mahdollinen.

Viimeisimpänä arvopaperistamista koskevana uudistuksena Espanjassa voidaan pitää maan valtiovarainministeriön keväällä 1999 antamaa päätöstä luoda FTPYME¹³⁴-ohjelma eli ohjelma, jossa pienille ja keskisuurille espanjalaisille yrityksille (PYMES) pyritään takaamaan mahdollisuudet käyttää markkinarahoitusta. Esimerkiksi rahoituslaitosten, jotka siirtävät pienille tai keskisuurille yrityksille myöntämiään lainoja rahastoihin (FTA) arvopaperistettaviksi, on sitouduttava varaamaan lainojen myynnistä saamansa varat lainattaviksi takaisin pienille ja keskisuurille yrityksille. Lisäksi puolet lainojen myynnistä saaduista varoista on sijoitettava kuuden kuukauden kuluessa ja loput vuoden kuluessa.

Ohjelman toisena pyrkimyksenä on edistää ABS-markkinoiden kehittymistä ilman turhia välikäsiä. Erillisyhtiönä näissä rakenteissa (FTPYMES-ohjelmassa) toimii FTA.¹³⁵ Lisäksi valtiovarainministeriö antoi takauksensa kaikille ohjelman alla liikkeeseenlasketuille joukkovelkakirjalainamuotoisille arvopapereille, kuitenkin niin, että takauksen määrä riippuu kunkin joukkovelkakirjalainan luottoriski-

¹³³ Kuten kaikki FTH:t, myöskään FTA:t eivät ole luonteeltaan oikeushenkilöitä, mutta vastaavat yhtäkaikki perinteisistä SPV:n tehtävistä. Molempia hallinnoi erillisyhtiö Gestora, ja ne on rekisteröitävä CNMV:ssä.

¹³⁴ Fondo de Titulization de Pequeñas y Medianas Empresas.

¹³⁵ Ensimmäisten kahden vuoden aikana liikkeeseenlaskuja oli tämän ohjelman alla tehty noin 2 miljardin euron edestä.

luokituksesta.¹³⁶ Lisäksi kaikki ne joukkovelkakirjat, joilla on valtion takaus, ovat jälkimarkkinakelpoisia, ja niillä käydään kauppaa jälkimarkkinoilla.¹³⁷

Arvopaperistettujen erien markkinoiden kehityksessä ei kuitenkaan ole järkevää tarkastella ainostaan juridisen ympäristön kehitystä, vaan tämän lisäksi tulisi tarkastella, mitä sääntelyn muutokset ovat markkinoihin ja markkinoiden kasvuun vaikuttaneet. Tässä suhteessa kehitys näkyy selvimmän tarkasteltaessa emissiovolyymien kasvua ja erilaisten instrumenttirakenteiden käyttöönottoa. Espanjalaisessa arvopaperistamisessa näkyy hyvin vahvana vaihteellisuus. Tämä johtuu juuri lainsäädännön muutoksista ja näkyy selkeästi esimerkiksi arvopaperistamisen kokonaisvolyymeissa (kuvio 28), joita vuoden 1998 uudistus näyttää selvästi lisänneen.

Toisaalta voidaan tehdä havainto, että arvopaperistaminen on volyymien puolesta ollut jatkuvasti kasvussa. Kasvu onkin osoittunut hyvin selväksi, sillä kuviossa näkyy J. P. Morganin ennuste vuoden 2001 volyymeille. Vuonna 2001 toteutunut määrä oli kuitenkin jopa 17 673 miljoonaa euroa¹³⁸, joten kasvu edellisvuoden määrään verrattuna oli huima.

Moodysin tilastojen mukaan arvopaperistamisten kokonaisvolyymi vuonna 2000 oli 7 320 miljoonaa euroa. Vuoteen 1999 verrattuna tämä merkitsi vain 9,3 prosentin kasvua. Volyymien huomattavan kasvun takana on nimenomaan erilaisten instrumenttirakenteiden käyttöönotto myös Espanjassa, sillä viime vuosina siellä on emittoitu yhä enemmän CLO:ita ja ABCP:itä. Lisäksi on tehty innovatiivisia ABS-sovellutuksia.

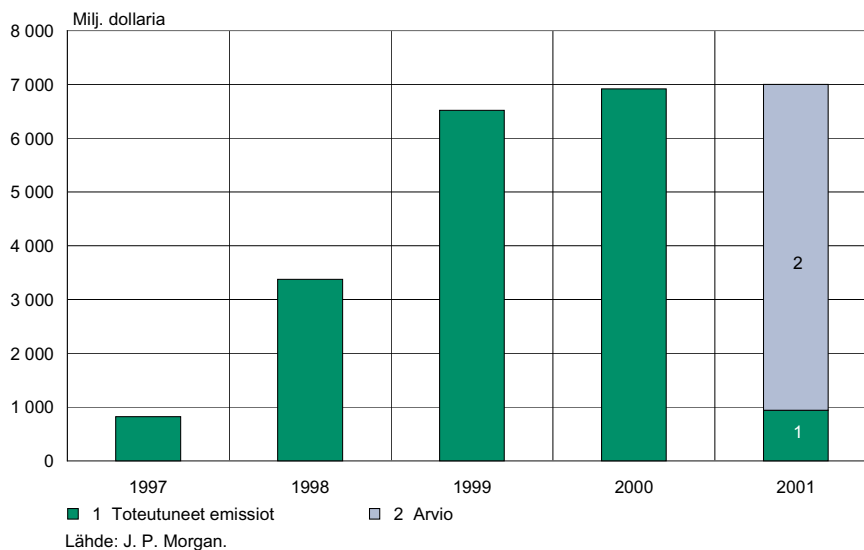
¹³⁶ BBB-luottoriskiluokituksella takaus on 15 % emittoitujen arvopapereiden kokonaisarvosta. A-luottoriskiluokituksella takaus on 50 % emittoitujen arvopapereiden kokonaisarvosta. AA-luottoriskiluokituksella vastaava luku on 80 %.

¹³⁷ Hyvä katsaus Espanjan arvopaperistamista koskevan regulaation kehittymiseen on mm. Jose A. Moranin keväällä 2000 kirjoittamassa artikkelissa *Asset-Backed Securitization in Spain; A Rising Market*.

¹³⁸ Tämä arvo on saatu Spanish AIAF:n datasta (Association of Financial Asset Brokers). Arvot vaihtelevat jonkin verran sen mukaan, mitä emissioita dataan on otettu mukaan ja miten instrumentit on jaoteltu.

Kuvio 28.

Espanjalaisten arvopaperistamisvolyyymien kasvu



Kuten mainittu, liikkeeseenlaskuissa pankit ja luottolaitokset ovat perinteisesti dominoineet espanjalaisia arvopaperistamismarkkinoita. Muihin Euroopan valtioihin verrattuna espanjalaisilla pankeilla on taaseissaan kuitenkin vielä poikkeuksellisen paljon riskikeskittymiä. Espanjassa esimerkiksi yrityslainapoleille on tyypillistä keskittyminen tietyille maantieteellisille alueille ja teollisuuden aloille. Näiden piirteiden vuoksi etenkin synteettistä arvopaperistamista on pidetty pankkisektorilla hyvin mielenkiintoisena vaihtoehtona, koska tätä kautta riskikeskittymiä pystytään helposti purkamaan.¹³⁹ Vuonna 2000 suurin osa espanjalaisista arvopaperistamisista pohjautui edelleen kiinteistö- vakuudellisiin papereihin (kuvio 29). Seuraavaksi suurimmat ryhmät olivat FTPYMES-ohjelman alla tehdyt emissiot ja yrityslainoihin perustuvat emissiot. RMBS:t ovatkin Espanjassa muodostuneet hyvin tärkeäksi instrumentiksi arvopaperistamismarkkinoilla, ja niitä ovat liikkeeseenlaskeneet jopa pienten säästöpankkien yhteenliittymät.

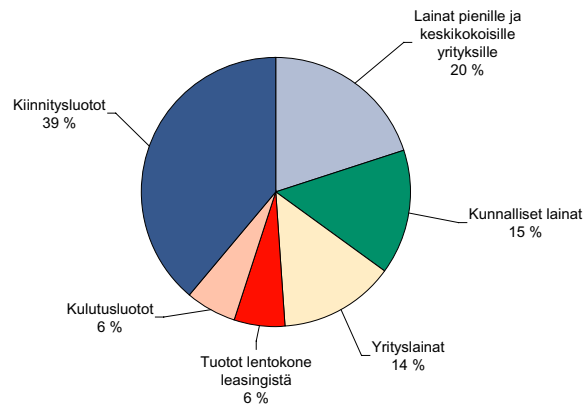
Eräs tämänkaltainen emissio oli 15 alueellisen säästöpankin yhteenliittymä, joka laski liikkeeseen 2 048 miljardin euron RMBS:n, jonka maturiteetti oli vuonna 2011. Yleensä espanjalaiset kiinteistöluotot ovat melko pitkiä maturiteetiltaan, noin 20–30 vuotta, ja niiden LTV (loan-to-value) on perinteisesti ollut noin 60–70 prosenttia. Vii-

¹³⁹ Mm. J. P. Morgan: Spanish Market update; RMBS is still the King (2001).

me aikoina myös arvopaperistetuissa pooleissa on kuitenkin näkynyt kiinnitysluottolainoja, joiden LTV on 80 prosenttia, mutta tällöin näissä lainoissa on lähes poikkeuksetta ollut kolmannen osapuolen takaus.

Kuvio 29.

Arvopaperistaminen sektoreittain vuonna 2000 Espanjassa

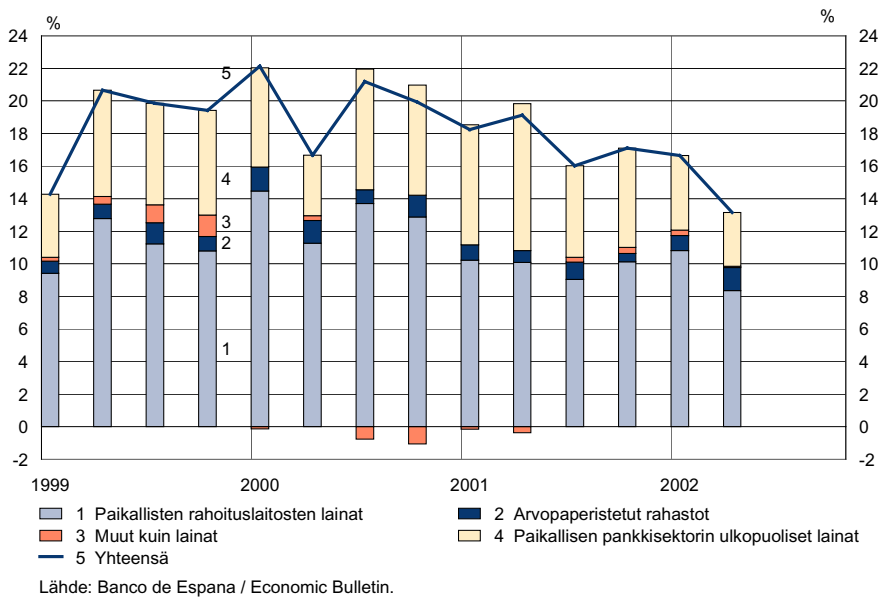


Lähde: J. P. Morgan.

Yritysten rahoituksesta Espanjassa on saatavissa mielenkiintoista tietoa. Näissä tilastotiedoissa nimittäin näkyvät arvopaperistettujen erien kautta haetun rahoituksen määrät ja yleensäkin näiden määrien kasvu. Arvopaperistettujen erien jatkuva kasvu suhteellisessa käytössä myös yrityssectorilla käy selvästi ilmi (kuviot 30). Lisäksi kuviosta käy kuitenkin ilmi myös se, ettei arvopaperistamisen osuus ole mitenkään poikkeuksellisen suuri yritysrahoituksessa, vaan suurin osa rahoituksesta saadaan joko ulkomaisina lainoina tai lainoina kotimaisilta luottolaitoksilta.

Kuvio 30.

Espanjalaisten yritysten rahoitus, vuosittainen vaihteluväli vuosina 1999–2002 (toinen neljännes)



7.4 Italia

Arvopaperistamisen alku Italiassa oli varsin hidas, vaikka arvopaperistettavaa massaa Italiasta olisikin löytynyt suhteellisen helposti, etenkin autoteollisuudesta ja pankeista. Vielä 1990-luvun alussa Italiasta puuttui kokonaan yhtenäinen arvopaperistamisen lainsäädäntökehikko. Lisäksi Italiassa oli voimassa kolme säädöstä, joiden katsottiin myös merkittävästi hankaloittaneen arvopaperistamistoiminnan aloittamista. Nämä kolme tekijää olivat

- rahoituslaitoksia koskeneet tiukat säännöt, jotka epäsivät rahoituslaitoksilta mahdollisuudet laskea liikkeeseen ns. epätyypillisiä instrumentteja
- säädös, jonka mukaan lainojen siirrosta oli aina ilmoitettava velalliselle
- voimassa ollut verotuskäytäntö, joka syrji epätyypillisiä instrumentteja.

Italian siviilioikeudessa oli alun perin sääntö, joka rajasi joukkovelkakirjalainojen koon vastaamaan enimmilläänkin liikkeeseenlaskijan

osakepääoman määrää, ja tämä säännös luonnollisesti vaikutti myös erillisyhtiöiden toimintamahdollisuuksiin. Säännöstä lievennettiin ensi kerran vuonna 1994. Samana vuonna hyväksyttiin pankkilakiin lisäys, jonka mukaan keskuspankki voi estää epätyypillisten instrumenttien liikkeeseenlaskun, elleivät ne mm. ole riittävän yleisessä käytössä markkinoilla. Verotuksessa taas epätyypillisiä instrumentteja eli myös arvopaperistettuja instrumentteja syrjittiin sikäli, että niiden korkovirtaan sovellettiin 15 prosentin lähdeveroa, kun taas muihin joukkovelkakirjalainoihin käytettiin 12,5 prosentin lähdeveroa. Lisäksi sellaisia saatavia verotettiin 15 prosentin mukaan, jotka oli myyty rahoituksen saamista varten ulkomaisille erillisyhtiöille. Tämä menettely lisäsi huomattavasti arvopaperistamalla haettavan rahoituksen kustannuksia muihin rahoituslähteisiin nähden ja heikensi tätä kautta merkittävästi mielenkiintoa arvopaperistamista kohtaan.¹⁴⁰

Aivan ensimmäiset arvopaperistamista helpottavat muutokset sääntelyyn tehtiin vuonna 1991, jolloin poistettiin säädös, jonka mukaan lainojen siirtämisestä oli ilmoitettava velallisille etukäteen. Samassa yhteydessä määriteltiin ne periaatteet, jotka todellisen myynnin tulisi toteuttaa, jotta omaisuuserien siirron voitiin katsoa peruuttamattomasti toteutuneen. Tämän lain soveltamisala ei kuitenkaan ollut poikkeuksellisen laaja, joten se osaltaan heikensi uudistuksen vaikutuksia.

Vuonna 1996 Italian pankkisektoriin kohdistui merkittäviä paineita, sillä oikeudessa tehtiin päätös, jonka mukaan lainoille asetettua maksimikorkotasoa alettaisiin soveltaa myös oikeuden päätöstä aiemmin myönnettyihin lainoihin. Pankkisektori pelkäsi tämän johtavan merkittäviin korvausvaatimuksiin ja pidättäytyi tämän vuoksi merkittävistä uudelleenjärjestelyistä. Ratkaisuun tässä asiassa kuitenkin päästiin, ja tilanne laukesi ilman merkittäviä korvausvaatimuksia.

Mielenkiinto arvopaperistamiseen lisääntyi Italiassa kuitenkin jatkuvasti. Vuonna 1997 Italian pankkiyhdistys (Associazione Bancaria Italiana) valmisteli keskustelualoitteen, joka oli suunniteltu mahdollisen arvopaperistamislain rungoksi, ja jo seuraavana vuonna parlamentille esiteltiin arvopaperistamista koskeva lakiesitys, joka hyväksyttiin huhtikuussa 1999. Italia oli vihdoinkin saanut arvopaperistamislainsäädännön. Lain hyväksyminen kasvattikin arvopaperistamisen volyymejä merkittävästi.

Vuoden 1999 lailla selvitettiin Italiassa monia arvopaperistamisen verotuksellisia ja oikeudellisia kysymyksiä. Ensinnäkin lailla helpotettiin erillisyhtiöiden toimintaa, sillä lain myötä myös heikommin

¹⁴⁰ OECD (1995).

pääomitetuille yhtiöille tuli mahdolliseksi laskea liikkeeseen ABS-papereita. Samalla lain myötä selkeytettiin todellisen myynnin käsitettä lain artikloissa 2 ja 3, joissa käsiteltiin nimenomaan sitä, miten omaisuuserien siirron tuli tapahtua, miten omistusoikeuksien tuli muuttua ja miten siirron saajan tuli olla rekisteröity erillisyhtiö. Käytännössä artikkelit 2 ja 3 muodostavatkin arvopaperistamisen lainsäädännöllisen kehikon Italiassa. Lisäksi laissa määrätään, että arvopaperistamisen hallinnoijana voi olla vain pankki tai italialainen rahoitusyhtiö.¹⁴¹

Lain soveltamisalaan kuuluvat kaikki ne rakenteet, joissa arvopaperistettujen omaisuuserien siirto lain kriteerit täyttävälle yhtiölle on tapahtunut todellisen myynnin kautta. Tämä koskee myös tulevien kassavirtojen arvopaperistamista. Erillisyhtiön tulee Italiassa olla perustettu vain yhtä tai useampaa arvopaperistamista varten, eikä sillä saa olla muita tehtäviä¹⁴². Omaisuuserät ostavan ja liikkeeseenlaskun suorittavan (toiminnot voivat olla eriytyneet eri yhtiöihin) yhtiön yhtiömuodosta ei ole olemassa tiukkoja määräyksiä, vaan yhtiömuoto voi olla ainakin kolmea eri tyyppiä¹⁴³. Italiassa on pohdittu myös rahastomuotoisen erillisyhtiön käyttömahdollisuuksia Espanjan ja Ranskan tapaan, mutta ainakin tähän saakka suurin osa italialaisista transaktioista on toteutettu perinteistä erillisyhtiörakennetta käyttäen.

Arvopaperistettavan materiaalin kannalta lain tärkein sisältö oli se, ettei se sulkenut enää mitään omaisuuserälajia arvopaperistamistoiminnan ulkopuolelle. Banca d’Italian vuonna 2000 antamalla lisäyksellä vuoden 1999 lakiin mahdollistettiin vielä myös CBO:iden liikkeeseenlasku. Tulevien kassavirtojen arvopaperistamisesta Italiassa on edelleen hieman epävarmuutta niistä menettelyistä, joita sovellettaisiin, mikäli alullepanija menisi konkurssiin. Konservatiivinen tulkinta tällä hetkellä on, että arvopaperistaa voidaan vain sellaisia saamisita, jotka on sopimusoikeudellisesti muodostettu ennen arvopaperistamista.¹⁴⁴

Verotuksesta ja kirjanpidollisesta käsittelystä Italiassa on edelleen avoimia kysymyksiä, vaikka keskuspankki on antanut valvottavilleen säädökset siitä, miten arvopaperistettujen erien omistus tulisi kirjata liikkeeseenlaskijan kirjanpitoon. Edelleenkin ei ole selvyyttä siitä,

¹⁴¹ Italian keskuspankin Banca d’Italian antamalla myönnytyksellä joitain toimintoja voidaan kuitenkin siirtää kolmansille osapuolille.

¹⁴² Kuten mainittu, erillisyhtiö voi Italiassa toimia useamman kuin yhden arvopaperistamisliikkeeseenlaskun erillisyhtiönä. Tämän vuoksi Italian arvopaperistamislainsäädäntö on määritelty erikseen artikkelissa 3, kenellä tiettyihin vakuutena oleviin omaisuuseriin on oikeuksia, mikäli erillisyhtiö puretaan tai se joutuu konkurssiin.

¹⁴³ Yhtiömuoto voi olla joko SpA, Sapa tai Srl.

¹⁴⁴ Mm. Freshfields Bruckhaus Deringer (2002a).

miten liikkeeseenlaskijaa tulisi verottaa. Tällä hetkellä liikkeeseenlaskijaa verotettaisiin normaalin Italian yritysverotuksen mukaisesti, johon kuuluvat 36 prosentin yritysvero ja paikallisvero, ns. IRAP eli Imposta sul Reddito delle Attività Produttive.

Arvopaperistettujen saatavien, kuten korkovirtojen, verotuksellinen kohtelu on avoin, mutta Italian rahoitusmarkkinoiden toimijoiden¹⁴⁵ yleinen mielipide on näiden erien verovapauden puolella. Sijoittajille maksettavan korkovirran verotus taas määräytyy Italiassa sen mukaan, kuka sijoittajana on tai missä maassa hänen kotipaikkansa on.¹⁴⁶ Arvopaperistamistransaktion hallinnoijaa ja transaktiossa mahdollisesti käytettävää kassavirtojen kerääjää taas verotetaan palkkioista arvonlisäveron mukaisesti, tai sitten palkkiot ovat verottomia. Verotuksen määräytyminen riippuu näiden toimintojen jaottelusta joko riscossione- tai recupero-luokkiin, joista riscossione on verovapaa. Alullepanija sai verohelpotuksia arvostustappioista, jotka syntyivät, kun arvopaperistettavia eriä myytiin erillisyhtiöille. Verohelpotukset kasvattivat pankkien mielenkiintoa etenkin järjestämättömien saamisten (non-performing-lainojen) arvopaperistamiseen. Verohelpotuksien perusteet muuttuivat kuitenkin vuonna 2001.

Vuoden 1999 arvopaperistamislain tultua voimaan vilkastui arvopaperistaminen Italiassa selvästi, ja Italiasta tulikin nopeasti arvopaperistamisen volyymeillä mitattuna toiseksi suurin maa Euroopassa heti Ison-Britannian jälkeen. Vuonna 1999 liikkeeseenlaskuja Italiassa tehtiin 8,5 miljardin euron edestä, vuonna 2000 arvopaperistamisten volyyymi kohosi 12 miljardiin ja vuonna 2001 jo noin 33 miljardiin euroon¹⁴⁷. Suurin osa Italiassa vuosina 1999–2001 liikkeeseenlasketuista arvopaperistetuista eristä perustui pankkien järjestämättömien saatavien ja tuottavien pankkilainojen arvopaperistamiseen sekä valtion luottojen ja kassavirtojen arvopaperistamisiin (kuvio 27). Muita merkittäviä ryhmiä olivat leasing tuottojen arvopaperistamiset, luottokortti- ja muiden kulutusluottosaamisten arvopaperistamiset sekä CDO:t.

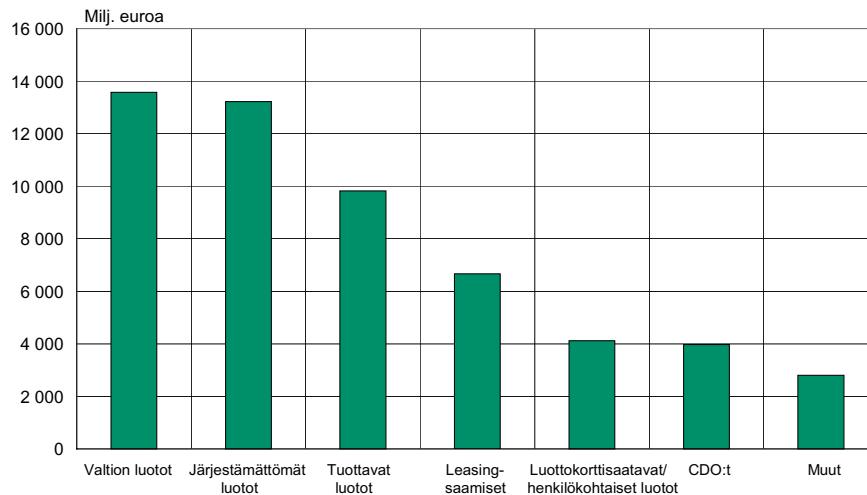
¹⁴⁵ Esim. Association of Italian Stock Companies.

¹⁴⁶ Ks. tarkemmin mm. Freshfields Bruckhaus Deringer (2002a).

¹⁴⁷ Tilastot poikkeavat toisistaan mukaan luettavien emissioiden ja instrumenttien suhteen. Tämä käy esiin esimerkiksi verrattaessa näitä liikkeeseenlaskulukuja kuviossa 9 oleviin lukuihin.

Kuvio 31.

Italian arvopaperistamisen volyyymi vuosina 1999–2001



Lähde: Talete Creative Finance, Rapporto sul mercato italiano della Cartolarizzazione, 1999–2001, huhtikuu 2002 (www.securitisation.it).

Suurimmassa osassa liikkeeseenlaskuja järjestäjänä on Italiassa toiminut jokin kansainvälinen investointipankki, joskin myös italialaiset pankit ovat saaneet jalansijaa emissioiden järjestäjinä. Emissioiden luottoriskiluokituksesta voitaisiin todeta, että ainakin vuoden 2002 ensimmäisen puoliskon aikana liikkeeseenlasketuissa emissioissa 80 prosentissa liikkeeseenlaskuista oli vähintään kaksi luottoriskiluokitusta (kotimaisia tai kansainvälisiä). Viidesosassa oli jopa kolme luottoriskiluokitusta. Niiden hankkiminen luonnollisesti edistää liikkeeseenlaskujen kiinnostavuutta myös kansainvälisen sijoittajakunnan keskuudessa¹⁴⁸.

Mielenkiintoa järjestämättömien saatavien ja tuottavien lainojen arvopaperistamiseen voidaan tarkastella Italiassa pankkisektorin avulla. 1990-luku merkitsi italialaisille pankeille kilpailukyyn ja tehokkuuden kasvua. Ennen ensimmäisen pankkidirektiivin implementointia Italian rahoitussektori oli fragmentoitunut ja se perustui vahvasti paikalliseen pankkitoimintaan. Lisäksi eri pankkikategorioiden kuuluvien pankkien yhdistymiset oli estetty lailla. Siitäkin huolimatta, että viime vuosina Italiassa julkisia pankkeja on yksityistetty ja säädöksiä uusittu pankkien yhdistymistä helpottaviksi, ovat Italian pankit

¹⁴⁸ Talete Creative Finance (2002a).

kuitenkin vieläkin pieniä suurimpiin eurooppalaisiin pankkeihin verrattuina. Arvopaperistamisen kannalta Italian pankkisektorilla on kuitenkin varsin paljon annettavaa potentiaalisen arvopaperistettavan materiaalin muodossa. Yhtenä tärkeimmistä eristä voidaan pitää pankkien taseissa olevia maksuhäiriölainoja tai muita järjestämättömiä saatavia.

Italiassa 1990-luvun alussa alkanut nopea kiinteistöjen hintojen lasku sekä hitaat juridiset prosessit olivat pääimmäiset syyt siihen, että pankkien taseisiin jäi paljon järjestämättömiä saatavia. Vielä muutamia vuosia sitten tällaisten lainojen osuus koko pankkisektorin lainaportfolioista oli 11,2 prosenttia. Etelä-Italiassa tämä luku oli vielä huomattavasti suurempi (27,8 prosenttia) perinteisen lainanannon takia. Kiinnostusta järjestämättömien saatavien arvopaperistamiseen lisäsivät myös näiden lainojen myynteihin liitetyt verohelpotukset, jotka edellä jo mainittiinkin.

Tulevaisuudessa arvopaperistamisen uskotaan kiinnostavan myös muita kuin pankkeja. Kasvupotentiaalia odotetaan etenkin kulutusluottojen, luottokorttisaatavien, leasingyhtiöiden ja joidenkin suurten teollisuusyritysten saatavien arvopaperistamisista sekä CBO:ista. Etenkin leasing toiminnassa uskotaan olevan paljon potentiaalia tulevaisuuden arvopaperistamiseen, joka on perinteisesti ollut Italiassa suosittua (etenkin autoleasing).

Yritysten arvopaperistamisista Italiassa voidaan esimerkkinä mainita Telecom Italian kesällä 2001 tekemä arvopaperistaminen, jonka yhteydessä Telecom Italia arvopaperisti puhelinmaksusaamiaan 700 miljoonan euron edestä. Samoin Italian vahva autoteollisuus luo arvopaperistamiseen merkittävää potentiaalia. Näistä esimerkkinä voidaan mainita Fiatin tekemät liikkeeseenlaskut, jotka ovat olleet suuria.

Yritysten ja pankkisektorin lisäksi Italiassa julkinen sektori on ollut mukana arvopaperistamistoiminnassa. Vuonna 1999 Italian valtio arvopaperisti verosaataviaan 4,8 miljardin dollarin edestä. Takausrakteidensa takia emissio sai AAA-luottoriskiluokituksen, joka oli Italian maaluottoriskiluokitusta korkeampi. Vuonna 2000 arvopaperistettiin vakuutuspremioita 1,35 miljardin euron edestä. Maturiteettiaan arvopaperistetut erät olivat 2,5 vuoden mittaisia, ja niillä oli paras kolmen A:n luottoriskiluokitus.

Lisäksi Italian valtio herätti vuonna 2000 kansainvälistä huomiota arvopaperistaessaan sosiaaliturvamaksusaataviaan. Juuri kun se oli tekemässä jatkotransaktiota INPS-I:ksi nimetyille arvopaperistamiselle, kävi ilmi, ettei sosiaaliturvamaksuja ollutkaan kerätty odotetun aikataulun mukaisesti, joten uutta emissiota ei voitukaan toteuttaa. Julkisen sektorin arvopaperistamisista voidaan edellisten lisäksi vielä mainita SACE Aegis, jossa arvopaperistettiin Italian kansalliselle

vientitakuuyhtiölle kuuluvia lainoja sekä valtion omistamien kiinteistöjen arvopaperistamisia.

7.5 Saksa

Muista Keski-Euroopan maista poiketen Saksassa ei vielä 1990-luvun puolivälissä nähty paljon mahdollisuuksia arvopaperistamisen kehittymiselle. Pääasiallisiksi syiksi tähän nähtiin, että perinteiset rahoitusmuodot olivat vahvoja ja pääomamarkkinat toimivat hyvin. Saksan pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä toimi markkinoiden tarpeiden mukaan. Lisäksi pankkien rahoitustilanne tuona aikana oli hyvä, eikä uusille rahoituslähteille juuri ollut kysyntää. Eräänä syynä pidettiin myös viranomaisten vastahakoisuutta edistää arvopaperistamista. Vaikka arvopaperistaminen oli Saksan lakien mukaan sallittua, siihen ei varsinaisesti kannustettu. Suuret saksalaiset pankit olivat aktiivisia arvopaperistamismarkkinoilla ulkomailla, joten tietotaitovajeesta ei kotimaisten liikkeeseenlaskujen puutteen voida katsoa johtuneen.

Pfandbriefit dominoivat kiinnitysluottomarkkinoita¹⁴⁹, ja mahdollista kiinnostusta arvopaperistamiseen nähtiin oikeastaan vain liikehuoneistoja koskevien kiinnitysluottojen arvopaperistamisessa. Schneider-kiinteistöyhtiön konkurssin myötä rahoituksen saamisen mahdollisuudet vähenivät jonkin verran, mikä lisäsi mielenkiintoa arvopaperistamiseen sektorin rahoituksen turvaamiseksi.

Juridisesti arvopaperistamiselle ei ole ollut esteitä, mutta toimintaa ei myöskään varsinaisesti edistetty. Erillisyhtiöt perustettiin useimmissa tapauksissa ulkomaille offshoryhtiöinä lähinnä seuraavista syistä:

- Pystyttiin välttämään vero (Gewerbesteuer), joka peritään yritysten pitkäaikaisesta velasta ja jatkuvasti rullattavasta lyhyestä velasta.
- Saksassa erillisyhtiöt olivat ennakonpidätyksen alaisia.
- Saksasta puuttui kokonaan trusteeja koskeva lainsäädäntö.

Saksalaisen järjestelmän säädökset omaisuuserien siirrosta erillisyhtiölle olivat kuitenkin melko joustavia. Velalliselta ei esimerkiksi tarvinnut pyytää erillistä suostumusta lainan siirtämiseksi pooliin. Oma-

¹⁴⁹ Pfandbrief-rakenteissa jälkimarkkinakelpoisen joukkolainan liikkeeseenlaskijana on pääsääntöisesti kiinnitysluotto pankki. Liikkeeseenlaskijoista lähemmin Verband Deutscher Hypothekenbanken (2002), luvussa 4.

suuserien siirtäminen oli kuitenkin kielletty, mikäli velan luonne muuttuisi siirron tuloksena tai mikäli siirron kieltävä erillinen sopimus oli olemassa.

Viranomaisen (mm. pankkivalvoja BAKred¹⁵⁰ ja Bundesbank) vastahakoisuus arvopaperistamisen edistämistä kohtaan johtui ilmeisesti mm. seuraavista seikoista:

- Viranomaiset pelkäsivät, että arvopaperistavat tahot valitsevat arvopaperistamisen kohteeksi taseestaan vain kaikkein parhaimmat erät, joka rapauttaisi niiden omaa tasetta (nk. cherry-picking).
- Liikkeeseenlaskudokumentaatio oli monimutkaista, eivätkä juridiset rakenteet olleet vielä kyllin testattuja.
- Viranomaiset olivat huolissaan siitä, että markkinat tulkitsisivat arvopaperistamisen merkinä alulle panevan pankin joutumisesta vaikeuksiin.
- Viranomaiset pelkäsivät menettävänsä kontrollia rahoitusjärjestelmästä. Pelkona oli, että lainarahan määrä kasvaisi uhkaamaan rahoitusmarkkinoiden vakautta, koska ABS:t loisivat mahdollisuuden hankkia rahoitusta pankkijärjestelmän ohi; rahan määrän kontrolloimattomuus vaikeuttaisi myös rahapolitiikan toimintaa.¹⁵¹ Valvoja ilmeisesti näki arvopaperistamisessa uhan perinteisen pankkijärjestelmän tulevaisuudelle.

Ensimmäinen julkinen arvopaperistaminen tehtiin vuonna 1990, jolloin Citibankin¹⁵² omistama KKB Bank AG arvopaperisti kuluttajaluottojaan. Transaktion koko oli 230 miljoonaa Saksan markkaa. Tämän transaktion läpivieminen kuitenkin paljasti monia arvopaperistamista hidastavia tekijöitä saksalaisesta järjestelmässä.

Lontoossa sijaitsevan Citicorp Securitiesin avulla KKB sai haalittua kokoon poolin pienistä kulutusluotoista. Koottu pooli ja tuleva liikkeeseenlasku näyttivät alkuvaiheessa lupaavilta. Juridisiakaan esteitä ei näyttänyt olevan. Suurimmat huolenaiheet olivat, toteutuuko omaisuuserien todellinen myynti ja vältetäänkö arvonnäkövero, joka Saksan lain mukaan myynnistä koituu. Ongelman ratkaisemiseksi perustettiin kolmen trustin rakenne, jonka päämaja sijaitsi Caymansaareilla.

¹⁵⁰ Bundesaufsichtamt für das Kreditwesen, joka yhdistettiin muiden rahoitussektorivalvojen kanssa BAFiniin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) vuoden 2002 toukokuussa. www.bafin.de.

¹⁵¹ Saksan rahapolitiikan keskeisenä ohjenuorana oli lavean rahan (M3) määrän kehitys.

¹⁵² Emopankki oli menestyksekkäästi arvopaperistanut luottokorttisaatavia Yhdysvalloissa.

Koska kyseessä oli ensimmäinen julkinen arvopaperistaminen, lähetti Citibank Saksan pankkivalvojalle kuvauksen tehtävästä transaktiosta. Kokouksessa, jossa lähetettyä kuvausta käsiteltiin, valvojan edustajat olivat sitä mieltä, että edellämainitun rakenteen tulisi olla kielletty. Hieman ennen kuin liikkeeseenlasku oli tarkoitus toteuttaa, saivat Citibankin edustajat kirjeen BAKredilta, jossa ohjeistettiin heitä olemaan toteuttamatta liikkeeseenlaskua. Lopulta BAKred myönsi Citibankille luvan viedä tämä arvopaperistaminen läpi sillä ehdolla, ettei se tekisi vastaavaa uudelleen. Citibank laski paperin liikkeeseen ja teki seuraavat emissiot erityyppisellä rakenteella.

Edellä mainittujen operaatioiden lisäksi arvopaperistaminen jatkui melko vähäisenä¹⁵³, koska perinteinen pankkitoiminta oli paljon keskeisempää kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Siinä missä arvopaperistaminen oli luonut investointipankeille uuden tulolähteen, koettiin se kilpailijana maan perinteiselle pankkitoiminnalle ja antolainaukselle. Toisaalta suuret palkkiot innostivat saksalaisia innovatiivisiin kokeiluihin. Muun muassa leasingaatavien arvopaperistaminen alkoi, vaikkakin pienillä volyymeillä.

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyessä saksalaisten pankkien kilpailuasema oli kuitenkin heikentymässä, koska niillä ei ollut näyttöä kotimaan arvopaperistamisista. Toisaalta myös saksalaisten pankkien tunnuslukuja oli alettu yhä enemmän vertailla esimerkiksi amerikkalaisten pankkien ROE-lukuihin. Vertailu näytti kääntyvän saksalaisten pankkien tappioksi, mutta arvopaperistaminen tarjosi keinon parantaa niiden heikkoa oman pääoman tuottoa.

Vähitellen WestLB yhdessä muutaman muun suuren saksalaispankin kanssa alkoi vaatia BAKredia laatimaan ohjeet, joiden mukaisesti pankkien omistuksia voitaisiin arvopaperistaa. Lopulta BAKred antoi ohjeet suositellun ABS:n rakenteesta vuonna 1997, alkuvuodesta.¹⁵⁴

Pankkivalvontaviranomaiset määrittelivät vaatimukset, jotka luottolaitosten taseen ulkopuolisten arvopaperistamisoperaatioiden oli täytettävä, jotta ne pienentäisivät vakavaraisuusvaateita. Ehtojen joukossa oli määräykset siitä, että pooliin valittavat omaisuuserät tuli valita pankin ennalta määrätyistä tase-eristä satunnaisesti. Tällä pyrittiin estämään se, että siirrettäisiin vain hyviä omaisuuseriä. Pankkivalvoja pidätti itsellään oikeuden vaatia alullepanijalta suurempaa omaa pääomaa siinä tapauksessa, että siirtojen jälkeen jäljelle jäävä luottoriski

¹⁵³ Seuraavat aloitteet tulivat julki vuonna 1993, kun Deutsche Bank perusti kaksi ohjelmaa arvopaperistamista varten: Rhein-Main (Caymansaarille perustettu yhtiö) ja Twin Towers (yhtiö perustettu Delawareen), joiden puitteissa se arvopaperisti kauppasaataviaan joita yritykset olivat myyneet näille yhtiöille.

¹⁵⁴ BAKredin tiedote (Rundschreiben) 4/97, päivätty 19. maaliskuuta 1997.

kasvoi olennaisesti (own funds principle I)¹⁵⁵. Tästä ei kuitenkaan ole olemassa ennakkotapauksia.

Omaisuserien siirrosta on määrätty, että siirron tulee ehdottomasti täyttää todellisen myynnin vaatimukset. Oikeus ostaa takaisin erillisyhtiölle myytyjä saatavia voidaan myöntää vain transaktion eräänymisen yhteydessä. Tällöinkin takaisin ostettava määrä voi olla korkeintaan 10 prosenttia erillisyhtiölle myytyjen omaisuserien kokonaisarvosta. Mikään arvopaperistamisen alkuunpanijoista tai sen tytäryhtiöistä ei saa osallistua erillisyhtiön rahoittamiseen. Näin vältetään mahdollisuus, että mitkään erillisyhtiölle siirretyistä riskeistä missään vaiheessa tai missään muodossa kaatuisivat takaisin alullepanijalle. Näiden lisäksi vuoden 1997 määräykset sisälsivät vaateet pankkisalaisuuden säilyttämisestä.

Vielä nykyisinkin saksalainen järjestelmä on arvopaperistamisen kannalta kaksijakoinen: toisaalta mahdollisuuksia on paljon, mutta edelleen olemassa on paljon toimintaa estäviä tekijöitä. Vuonna 2000 kolmannes Euroopan arvopaperistamisen kasvusta tuli synteettisten rakenteiden kasvusta, ja suurin osa siitä tuli nimenomaan Saksasta. Lähinnä tämän katsottiin johtuneen siitä, että synteettiset rakenteet pystyivät vastaamaan hyvin saksalaisessa järjestelmässä vallitseviin ongelmiin ja sen suomiin mahdollisuuksiin. Synteettisiä rakenteita edistäneisiin tekijöihin voidaan lukea mm. seuraavat:

- Saksalaisten pankkien rahoituskustannukset ovat edelleen vähäiset.
- Erillisyhtiön verotuskohtelu on edelleen epäselvä, ja synteettisillä rakenteilla on voitu ohittaa erillisyhtiön käyttö kokonaan.
- Asiakassuhteet jäävät ennalleen, kun asetteja ei synteettisissä rakenteissa tarvitse siirtää pois taseesta.
- Synteettisillä rakenteilla voidaan suojata vain vakuuksien kannalta olennaiset osat riskeistä.
- Sama suojausvaikutus edellisen kanssa saadaan, kun transaktioiden vakuutena on käytetty pfandbriefejä.

Vielä yhtenä arvopaperistamista edistävänä toimenpiteenä voidaan pitää ilmoitusta, jonka julkisen sektorin omistama erityisrahoituslaitos Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW) antoi syyskuussa 2000. Se ilmoitti sponsoroivansa pienille ja keskisuurille yrityksille annettavien lainojen arvopaperistamista. Ehtoina sen takauksille on, että pooliin otettavat lainat ovat pankkien yrityksille myöntämiä. Lisäksi niillä tulee olla KfW:n tai jonkin muun erityisrahoituslaitoksen, esimerkiksi

¹⁵⁵ Kreditwesengesetz, Grundsatz I.

Deutsche Ausgleichsbankin (DtA), takaus. Arvopaperistamiset tultaneen toteuttamaan CDO:ina.

Viimeisin käänne on joidenkin Saksan osavaltioiden tekemä esitys uudeksi verotuskäytännöksi, jonka mukaan ulkomaille perustettuja erillisyhtiöitä tulisi käsitellä Saksaan perustettuina, koska niillä on vielä olemassa hallinnollisia vastuita saksalaisista omaisuususeristä. Tämän ehdotuksen läpimeno ei muuttaisi synteettisten rakenteiden tilannetta, mutta useat perinteiset rakenteet tulisivat Saksan verotuksen alaiseksi. Asiasta ei ole päästy ratkaisuun.

Tuottoanalyysien perusteella vaikuttaa siltä, että saksalaisten pankkikonsernien olisi edullisempaa tukeutua perinteiseen pfandbrief-järjestelmään kuin arvopaperistaa kiinnitysluottojaan MBS:ien kautta, koska sijoittajien pfandbrief-lainoille asettamat tuottovaatimukset ovat vähäisempiä.¹⁵⁶ Mutta MBS:ien etu piilee sääntelyssä. Toisaalta pfandbrief-lainoja voivat laskea liikkeelle vain kiinnitysluottopankit. Toisaalta taas kiinnitysluottopankkilaki sallii vain 60 prosenttia kiinnitetyn kiinteistön arvosta rahoitettavaksi pfandbriefien kautta ja lisäksi arvostuksen on oltava konservatiivinen, ts. haircut on noin 10 prosenttia hinnasta. Kilpailun takia pankkien on usein myönnettävä 60 prosentin sijasta 80 prosentin kiinnitysluotto, jolloin 20 prosentin lisäosuus on rahoitettava vakuudettomalla velalla. MBS:iä käytetäänkin poistamaan pankkikonsernien taseista sellaisia kiinnelainoja, jotka eivät täytä pfandbriefeille asetettuja vaatimuksia liian korkean LTV-suhteen takia.

Toinen juridinen syy MBS-emissioihin on kiinnitysluottopankkilain rajoitus, jonka mukaan kiinnitysluottopankilla ei ole lupa kasvattaa luottokantaansa, mikäli sen myöntämistä lainoista yli 20 prosenttia on muita kuin pfandbrief-lainoja. Useat pankit ovat olleet lähellä tätä rajaa ja ovat yrittäneet päästä eroon lainakannasta, joka ei sovi pfandbrief-kategoriaan. Lisärasitteena pfandbrief-liikkeeseenlaskijoilla on vielä määräys asettaa sivuun pääomaa kyseisiä kiinnitysluottoja vastaan. Tällaista rajoitetta ei MBS:ille ole asetettu, joten niiden käyttö säästää pankin omaa pääomaa. Pfandbriefejen ja MBS:ien käyttötarkoitus on eriytynyt: siinä missä pfandbriefeillä haetaan markkinoilta lisärahoitusta, pyritään MBS:illä lähinnä vähentämään pääomavaatimuksia.

Saksan ensimmäinen RMBS-emissio tehtiin vuonna 1998, kun Deutsche Bankin HAUS 1998-01 laski liikkeeseen kiinnitysluottoihinsa perustuvan transaktion. Siinä missä edellisenä vuotena ei ollut ai-noatakaan saksalaista RMBS:n liikkeeseenlaskua, tuli niitä vuonna

¹⁵⁶ Eroa on noin 0,7 prosenttiyksikköä.

2000 9,5 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvosta. Yksi merkittävimmistä oli synteettisen RMBS:n liikkeeseenlasku HAUS 2000-02:n kautta. Yhteiseurooppalainen Europa One oli vuoden 2000 ainoa CMBS-liikkeeseenlasku. Yhtenä alullepanijana siinä toimi Reinische Hypothekenbank Aktiengesellschaft, kiinnitysluottopankki, joka myöntää luottoja Saksan kotimarkkinoille. Tällaisia pan-eurooppalaisia liikkeeseenlaskuja tehtäneen tulevaisuudessa paljon, sillä monella eurooppalaisella pankilla on sivukonttoreita muissa maissa, ja ne mielellään kokoaisivat antamansa lainat samaan pooliin.

Myös MBS:ien ja pfandbriefen piirteitä yhdisteleviä rakenteita ja emissioita on tehty, mutta niiden tulevaisuus ei näytä aivan ongelmattomalta. Yksi tällaisista liikkeeseenlaskuista oli Deutsche Hypothekenbank Hanoverin luottoriskilinkattu pfandbrief. Tässä rakenteessa arvopaperistettavien omaisuuserien riskien siirtämiseksi käytettiin luottojohdannaisia ja myynneistä saatavilla tuloilla ostettiin julkisen sektorin joukkolainoja, joita käytettiin transaktion vakuutena. Näin omaisuuserät pysyivät kiinnitysluottopankin taseessa. Liikkeeseenlaskijana toimi siis kiinnitysluottopankki itse eikä erillisyhtiö, mikä luonnollisesti vähensi hallinnollisia kustannuksia.

CLO-markkinat kasvoivat Saksassa vuonna 2000 noin 15 prosenttia suurten pankkien emissioiden lisääntyttyä. Lähes kaikki uudet emissiot ovat synteettisiä. Itse asiassa Saksassa tehtiin eniten synteettisiä arvopaperistamisia koko Euroopassa. Siinä missä synteettisten arvopaperistamisten määrä vuonna 1999 oli 11,4 miljardia Yhdysvaltain dollaria, oli vuonna 2000 määrä jo 23,8 miljardia dollaria. Synteettisten rakenteiden suosio perustuu Saksassa pitkälti niiden perusrakenteeseen: synteettisillä rakenteilla on mahdollista siirtää taseesta pois vain ne osat riskeistä, joiden siirroista hyödytään eniten. Lisäksi synteettisillä riskien siirroilla päästään helpommalla strukturointityöllä eroon riskeistä. Tämä johtuu siitä, että synteettisissä rakenteissa omaisuuserät pysyvät liikkeeseenlaskijan taseessa, mutta niiden riskit vietään markkinoille erilaisten luottojohdannaisten (mm. CLN ja CDS) kautta. Tällaisten rakenteiden käyttö on nopeaa ja suhteellisen halpaa.

Omaisuusvakuudelliset yritystodistukset (ABCP) ovat lisänneet lyhytaikaista rahamarkkinarahoitusta. Suurimmat omaisuustyypit näiden arvopaperistamisten takana olivat kauppasaatavat ja autolainat. Suurista uusista markkinatulokkaista liikkeellelaskijapuolella voidaan mainita mm. Commerzbank, Siemens Power Ventures Inc. ja Deutsche Telecom.

Kiinnostus Pfandbrief-rakenteita kohtaan muualla Euroopassa

Saksan Pfandbrief-markkinoita voi pitää suurina korkomarkkinoina, mikäli kokoa mitataan liikkeeseenlaskuvolyymeilla. Kokonaisvolyymiltaan se sijoitetaan kuudenneksi maailmassa. Jumbo-Pfandbrief-markkinan koko oli noin 400 miljardia euroa vuoden 2002 kesäkuussa. Markkinoilla on siirrytty vaiheeseen, jossa perinteisiä pieniä lainoja korvataan likvidimmillä Jumbo-pfandbrief-emissioilla. Jumbon minimiliikkeeseenlasku on 500 miljoonaa euroa, kun taas perinteisten Pfandbrief-emissioiden keskikoko on 150 miljoonaa euroa.

Tuotteena Pfandbrief on myös sijoittajystävällinen: useimmat emissiot ovat ainakin kohtuullisen likvidejä, jolloin niille pystytään saamaan hinta jälkimarkkinoilta. Tämä perustuu niiden – etenkin Jumbo-Pfandbriefejen – standardointiin: lainat ovat kiinteäkorkoisia, kerralla takaisin maksettavia papereita. Korot maksetaan vuosittain jälkikäteen. Esimerkiksi yritysbondeihin verrattuna on erittäin tärkeää, että luottotappiutilanteissa lainsäädäntö suo etuoikeuden vakuusmateriaaliin.

Heinäkuun 2002 alusta kiinteistöluottopankkilain muutos laajensi ko. pankkien maantieteellistä toimialuetta Euroopan ulkopuolelle. Nyt Pfandbrief-rahoitusta voi käyttää myös eräisiin Itä-Euroopan maihin, Japaniin, Kanadaan, Sveitsiin ja Yhdysvaltoihin myönnettyille luotoille.¹⁵⁷

Mitkä seikat voisivat sitten estää Pfandbrief-markkinoiden kasvua edelleen? Tällaisiksi voitaneen laskea seuraavat kaksi tekijää: Euroopan komissio on jo pitkään kyseenalaistanut landesbankeja koskevan takausjärjestelmän olemassaolon. Toiseksi Saksan pankkisektori konsolidoituu edelleen. Tämä taas vähentää koko ajan olemassa olevien kiinnitysluottopankkien määrää. Näiden näkökohtien luoma epävarmuus on itse asiassa leventänyt spreadeja Pfandbrief-markkinoilla. Edellä mainittujen syiden vuoksi myös Pfandbriefejen luottoriski- luokitukset ovat kärsineet alenemispaineista. Korkoerot ovatkin kasvaneet yksittäisten kiinteistöluottopankkien emissioiden välillä vuoden 2002 kuluessa.

Sijoituskohteena saksalaisille Pfandbrief-bondeille on syntynyt vaihtoehtoja: Vastaavanlaisia oikeudellisia ratkaisuja on nimittäin tehty euroalueen maista ainakin Alankomaissa, Espanjassa, Irlannissa, Itävallassa, Luxemburgissa, Ranskassa ja Suomessa. Lisäksi Tanskassa ja Ruotsissa on vanhat kiinteistövakuudellisten joukkolainojen markkinat. Myös EU-hakijamaista Bulgariassa, Latviassa, Puolassa,

¹⁵⁷ Verband Detscher Hypothekenbanken (2002).

Slovakiassa, Tšekissä ja Unkarissa on säädetty Saksan kiinteistöluotolaitoslakia mukailevat lait vuosina 1995–2000.

Keskeisimpiä tällaisia instrumentteja ovat kuitenkin ranskalaiset obligations foncières- (OF) sekä espanjalaiset cédulas hipotecarias -lainat (CH), vaikka nämä markkinat ovatkin liikkeeseenlaskuvolyymeiltään paljon Pfandbrief-markkinoita pienempiä. Liikkeeseenlaskuissa näiden kolmen välillä on kuitenkin tärkeä ero. Pfandbriefejä takaavat omaisuuserät eivät koskaan lähde pois liikkeeseen laskevan pankin taseesta. Itse asiassa sijoittaja altistuu liikkeeseenlaskijan koko lainasalkun muutoksille. OF:llä ja CH:lla taas liikkeeseenlasku perustuu erilliseen, saatavista muodostettuun pooliin ja erillisyhtiöihin. Tällöinhän luottoriskiluokitus riippuu vain poolin luottoriskiluokituksen kehityksestä.

Muista Pfandbrief-tyyppisistä markkinoista mainitaan usein Luxemburg (lettres de gage, LG) sekä samantyyppistä järjestelmää kehittäneistä maista Irlanti, Belgia¹⁵⁸ ja Suomi. Irlannissa astui vuoden 2002 alussa voimaan laki lähinnä julkisen sektorin myöntämistä Pfandbrief-lainoista, jotka on suunnattu asuntolainojen rahoitukseen.

Velallisen näkökulmasta useiden muiden maiden kiinnitysluotot ovat Saksan lainoja joustavampia muun muassa siksi, että ennen aikaista takaisinmaksuoikeutta ei ole rajoitettu yhtä paljon kuin Saksassa.

7.6 Belgia

Belgiassa arvopaperistamistoiminnan alkaminen kesti hyvin pitkään ja toiminta alkoikin varsinaisesti vasta 1990-luvun puolivälin jälkeen. Maan koosta johtuen Belgian ongelmat olivat hyvin samankaltaisia kuin Suomen, sillä Belgiastakin oli vaikea löytää riittävän suuria omaisuuserämassoja arvopaperistettaviksi. Lisäksi Belgiasta puuttui kokonaan arvopaperistamista koskeva lainsäädännöllinen kehikko.

Belgian lainsäädännössä ei edelleenkään ole yleistä määrittelyä arvopaperistamisesta. Kuitenkin maassa on jo muutaman vuoden ajan ollut sallittua arvopaperistaa saatavia, ja arvopaperistamisen edistämiseksi onkin siviililaista poistettu saatavien siirtoa vaikeuttavia tekijöitä. Samalla Belgiassa on luotu säädäntökehys, jonka avulla on pyritty

¹⁵⁸ Esim. Belgialaiset pankit ovat pitäneet MBS-rakenteiden käyttämistä Pfandbriefeä tärkeämpänä, koska Pfandbriefessä asuntolainat jäävät pankin taseeseen. Asiakas ei voi maksaa luottoaan takaisin etuajassa ja vakuusarvojen määrittelyssä ei ole joustomahdollisuuksia. Lisäksi Pfandbriefiä ei voi käyttää kaikkien luottojen jälleenrahoitukseen.

sopeuttamaan paremmin kansainvälistä ja belgialaista järjestelmää. Arvopaperistamistransaktioista on tehty veroneutraaleja erillisyhtiöissä ja tätä kautta on pyritty parantamaan sijoittajien kiinnostusta.¹⁵⁹ Tässä onkin onnistuttu, sillä Belgiassa käytettiin aikaisemmin arvopaperistettaessa hyvin usein ulkomaille perustettua erillisyhtiötä; nykyään taas käytetään hyvin usein Belgiaan perustettua erillisyhtiötä. Arvopaperistamista ja erillisyhtiöitä valvova elin Belgiassa on Commission Bancaire et Financière (CBF).

Belgian lainsäädännön mukaan erillisyhtiön pitää täyttää seuraavat kriteerit, jotka Belgian pankki- ja rahoituskomissio CBF on asettanut, jotta se katsottaisiin täysin itsenäiseksi yhtiöksi

- Erillisyhtiön pitää olla merkitty kaupparekisteriin saataviin sijoitettavana instituutiona.
- Alullepanija voi omistaa erillisyhtiöstä enintään 20 prosenttia. Loput 80 prosenttia pitää olla riippumattomien kolmansien osapuolten hallinnassa.
- Alullepanijalla saa olla vain yksi edustaja erillisyhtiön johtokunnassa.
- Vuodesta 2005 erillisyhtiön tulee toteuttaa IAS SIC 12 -kirjanpito-kriteerit, muuten sitä uhkaa konsolidointi.

Belgialaisessa lainsäädännössä arvopaperistettavien erien siirtoa säännellään kolmella säädöksellä: siviilioikeuden artiklalla 1690, elokuun 1992 lain 4:llä artiklalla ja kesäkuun 1991 lain 26:lla artiklalla. Ensimmäisellä artiklalla säädellään yleisesti arvopaperistettavien erien siirtoa alullepanijalta erillisyhtiölle (ennen vuotta 1994 tuli siirretyistä lainoista ilmoittaa lainan ottajille). Seuraavalla artiklalla säädellään asuntolainojen siirtoa ja kolmannella kuluttajaluottoihin linkattujen saatavien siirtoa. Arvopaperistamista varten siirrettävien varojen tulee olla vapaasti siirrettäviä, ei henkilökohtaisluontoisia ja homogeenisiä. Lisäksi tulee huomata, ettei tulevien kassavirtojen arvopaperistaminen ole Belgiassa laillista.

Vuodesta 1992 lähtien Belgian laki on mahdollistanut kotimaisen erillisyhtiön perustamisen. Erillisyhtiötä kutsuttiin termillä Organisme de Placement en Créances (OPC tai OPCr). Sen tarkoituksiksi määriteltiin yksinomaan sijoittaminen erillisessä sopimuksessa määriteltyihin saataviin. Ainakin osa sen rahoituksesta tuli hakea yleisöltä joko

¹⁵⁹ FPC:llä eli rahastotyyppisellä erityisyhteisöllä ei ole oikeudellista asemaa, joten sitä ei veroteta Belgiassa. Yhtiömuotoista erityisyhteisöä verotetaan vain lahjoituksista ja kursivoitonomaisista tuloista. Jälkimmäisellä on oikeus vähentää kulut ja voitonjako tuloistaan.

velkana tai oman pääoman ehtoisena rahoituksena. OPC oli luonteeltaan suljettu yhtiö, eli se ei voinut ostaa takaisin liikkeeseen laske-
miaan rahoitusinstrumentteja.

Belgian laki mahdollistaa erillisyhtiön perustamisen kahdessa eri muodossa joko rahastotyyppisenä (Fonds de Placement en Créances, FPC) sopimus pohjaisena rahastomuotoisena rakenteena tai yhtiö-
muotoisena (Société d'Investissement en Créances, SIC).

Edellistä hallinnoi omaisuudenhoitajayhtiö (société de gestion) sijoittajien lukuun (copropriété). Tällöin erikoisyhteisöllä ei ole erillistä oikeudellista asemaa. Jälkimmäinen on oikeudelliselta muodo-
taan osake- tai kommandiittiyhtiö. Sen oma pääoma koostuu kiinteästä ja vaihtuvasta osasta, joka on täytynyt kokonaisuudessaan maksaa yhtiölle. Tässäkin tapauksessa laki vaatii varojen hoitajaksi erillisen omaisuudenhoitajayhtiön, jonka tulee olla arvopaperivalvojan hyväksymä. Molemmat voivat hankkia sekä vierasta että omaa pääomaa.

Belgiassa alullepanija (originator) ei itse voi toimia omaisuudenhoitajana. Omaisuudenhoitajan tehtäviksi on määritelty OPC:n hallinto ja kirjanpito. Se hoitaa myös saataviin liittyvien maksujen keräämisen – ellei se ole nimennyt paying agentia – ja välittää tuotot sijoittajille. Lisäksi omaisuudenhoitajan kuuluu sopia luottoluokituslaitoksen kanssa erillisyhtiön arvioinnista.

Kuten Ranskassa pitää jokaisella erillisyhtiöllä Belgiassakin olla erillinen säilyttäjä, jona myös arvopaperistava yhtiö voi toimia. Lisäksi erillisyhtiölle tulee valita tilintarkastaja ja luottoluokitusyhtiö. Laki säättää myös, että erillisyhtiön omanpääoman ehtoisten rahoitusinstrumenttien tulee olla pörssinoteerattuja.

Belgian lain mukaan arvopaperistamisrakenteessa voidaan luottoriskiltä suojautumiseksi käyttää korvauslauseketta (substitution clause), pankkitakuuta, luottovakuutusta, overloading-menettelyä ja erilaisten etuoikeudellisten eli riskinkantojärjestyksen omaavien arvopaperien liikkeeseenlaskua.

Arvopaperistamisen kehittyessä toimintana muualla alettiin Belgiassakin selvittää ja pohtia, miksei arvopaperistamistoiminta Belgiassa ollut lähtenyt yhtä nopeasti liikkeelle kuin muualla Euroopassa. Belgian pankkiyhdistys nosti vuonna 1995 tehdyissä kahdessa raportissaan¹⁶⁰ esiin kysymyksiä ja huomioita mahdollisista esteistä arvopaperistamisen kehittymiselle Belgiassa. Tässä näistä merkittävimmät:

- Onko pankeilla riittävän suuret korkomarginaalit luotonannossaan, jotta arvopaperistaminen voi tapahtua tuottavasti?

¹⁶⁰ Association Belge des Banques (1995a) ja Association Belge des Banques (1995b).

- Onko pankkien luotto- ja hinnoittelupolitiikka riittävän selkeä ja transparentti, jotta sijoittaja voi siihen luottaa? Sekä arvopaperistavan laitoksen että sen kilpailijoiden toimilla on merkitystä vertailtavuuden vuoksi.
- Onko luotoista olemassa riittävästi relevantteja tilastotietoja?
- Onko pankeilla riittävän standardisoituja luottoja, jotta niitä voidaan arvioida yhdessä ja samoilla kriteereillä?
- Onko Belgiassa riittävän monipuoliset, suuret ja syvät jälkimarkkinat arvopaperiemissiolle?
- Kirjanpitokäytäntöjen puuttuminen lisää liikkeeseen laskijan ja sijoittajan riskiä. Mitkä ovat taseen ulkopuolelle siirron edellytykset (vente definitive eli true sale) vakavaraisuuslaskennan näkökulmasta?
- Tietojenkäsittelyjärjestelmiin tarvittavat muutokset sekä pankeissa että omaisuudenhoidtajien järjestelmissä saattavat olla merkittäviä, koska omaisuuserien seurannan tulee olla riittävän automaattista. Järjestelmäkehitystä joudutaan tekemään toisaalta yksityisasiakasyksiköiden myynti- ja hallintajärjestelmissä esim. portfolioiden erottamisen ja maksujen keräämisen jatkamisen mahdollistamiseksi ja toisaalta esimerkiksi Treasury-yksikön emissiotoiminnoissa.
- Ovatko maan tai valuutta-alueen selvitys- ja toimitusjärjestelmät riittävän joustavia monenlaisten arvopaperien käsittelyyn?

Vuonna 1996 arvopaperistaminen sitten lopulta käynnistyi myös Belgiassa. Belgiassa oli pyritty kokoamaan muutamia transaktioita jo aiemmin, mutta niitä ei koskaan saatettu aivan valmiiksi. Nämä kesken jääneet transaktiot perustuivat leasingtuottoihin ja yrityslainoihin. Vuoden 1996 liikkeeseenlasku tapahtui BACOB's Atrium-I:n kautta, ja tässä emissiossa arvopaperistettiin flaamilaisen hallituksen takaamia asuntoluottoja. Pian tämän transaktion jälkeen vuonna 1996 tehtiin myös hieman erityyppinen arvopaperistaminen, kun Banque Bruxelles Lambert arvopaperisti kulutusluottoja. Seuraavina vuosina arvopaperistamisen volyymit lähtivät selvään kasvuun. Uusista arvopaperistetuista eristä suurin osa oli asuntoluottoja. Arvopaperistamisten alullepanijoina toimivat usein Dexia, BBL ja Belsca. Asuntoluottojen lisäksi Belgiassa on arvopaperistettu kulutusluottoja ja yritysluottoja.

Kaiken kaikkiaan vuosi 1998 oli Belgian arvopaperistamisessa tähän saakka ehdottomasti vilkkain. Vuonna 1999 uusia arvopaperistamisia tehtiin 774 miljoonan euron edestä, kun vuonna 1998 määrä oli jopa 1,6 miljardia. Vuosi 1999 olikin vaikea belgialaisille RMBS:ille, sillä silloin niihin kohdistui runsaasti ennen aikaisia lainojen takaisinmaksuja. Tämän johdosta RMBS:iien alla olevia lainoja restrukturoitiin. Belgiassa oli 10 kotimaista erillisyhtiötä (OPC) vuoden 2002 lo-

pussa.¹⁶¹ Kiinnistysluottoihin Belgiassa suunnitellaan Pfandbrief-tyyppisen lainsäädännön¹⁶² hyväksymistä.

Tulevaisuudessa kasvua oletetaan nähtävän etenkin CLO:iden ja etenkin kulutusluottoihin perustuvien ABS:ien liikkeeseenlaskuissa. Lisäksi Belgiassa toteutettiin timanttimyymä Rosy Blue NV:n alullepanema arvopaperistaminen. Synteettisiä arvopaperistamisia ovat panneet alulle belgialaiset pankit (esimerkiksi KBC Bank). Tällöin arvopaperistamisen tarkoituksena on ollut vapauttaa tasetta sitä rasittavista pääomavaateista.

7.7 Alankomaat

Arvopaperistamisen käynnistymistä Alankomaissa hidasti varsinaisen arvopaperistamista koskevan sääntelyn puuttuminen. Tästä aiheutui epävarmuutta menettelytavoista. Lisäksi varsinainen taloudellinen tarve arvopaperistamisen aloittamiseksi oli Alankomaissa vielä 1990-luvun alussa varsin pieni. Potentiaalista arvopaperistettavaa materiaalia Alankomaista kuitenkin löytyi, sillä esimerkiksi vuonna 1994 asuntolainojen määrä taloudessa oli 245 miljardia guldenia. Se oli tuohon aikaan suurimpien kiinnitysluottolainamassojen joukossa Euroopassa.

Vuoteen 1999 mennessä asuntolainakanta oli kasvanut jo 520 miljardiin guldeniin.¹⁶³ Nopean kasvuvauhdin eräänä syynä voidaan pitää valtion tukitoimia, kuten verohelpotuksia ja takausjärjestelmää, joilla pyrittiin kasvattamaan omistusasuntojen lukumäärää. Suurin osa lainoista oli alun perin liikepankkien omistuksessa, joskin myös kiinnitysluottolaitoksilla oli lainoista hallussaan noin viidennes. Viime aikoina kiinnitysluottolaitosten osuus lainakannasta on kasvanut huomattavasti ja liikepankkien osuus on pudonnut hieman alle puoleen.

Arvopaperistamisen aloittamista Alankomaissa hidasti myös se, että pankit pystyivät saavuttamaan arvopaperistamista vastaavat edut muilla keinoin, ilman varsinaisten arvopaperirakenteiden käyttöä. Lähinnä tämä toteutettiin niin, että pankit myivät kiinnitysluottolainansa suoraan eläkerahastoille. Alankomaiset eläkerahastot ovat jopa maailman mittakaavassa kooltaan suuria, ja myös niiden sijoitusvarallisuus on suuri. Yrityslainojen korkoerot eli spreadit taas olivat niin pienet, ettei arvopaperistaminen tuonut minkäänlaista hyötyä lainara-

¹⁶¹ CBF (2003).

¹⁶² Mm. Mastroeni (2001).

¹⁶³ Duff – Phelps (1999).

han hankintaan. Sen vuoksi arvopaperistamista ei tätäkään kautta päässyt syntymään.

Oikeudellista epävarmuutta oli mm. erillisyhtiön asemasta alullepanijan konkurssitilanteessa ja kirjanpitosäännöissä: hyväksyttäisiinkö arvopaperistamista varten siirretyt erät taseen ulkopuolisiksi eriksi. Lisäksi siviililainsäädännön pykälien mukaisesti mahdollisesta lainojen siirrosta tuli aina ilmoittaa velalliselle¹⁶⁴. Tämä sääntö kuitenkin koettiin hyvin ongelmalliseksi sen vuoksi, että lainojen siirron katsottiin voivan vaikuttaa negatiivisesti olemassa olevaan asiakassuhteeseen. Tämän asiakassuhdetta haittaavan vaikutuksen välttämiseksi Alankomaissa kehitettiin menettely, jolla siirtoilmoituksen tekeminen alkuperäiselle velalliselle voitiin välttää. Tällaisessa menettelyssä erillisyhtiölle myytiin ainoastaan kiinnitysluottojen saataviin liittyvät taloudelliset oikeudet.

Todellisen myynnin sijaan toteutettiin siis ehdollinen myynti, sillä juridinen omistusoikeus kiinnitysluottolainoihin siirtyi näissä tapauksissa erillisyhtiölle vasta siinä tapauksessa, jos jokin sopimukseen sisällytetyistä ehdoista toteutui. Tällaisia juridiseen omistusoikeuteen johtavia ehtoja voi olla mm. alullepanijan luottoriskiluokituksen putoaminen. Asetettujen ehtojen toteutuessa sopimuksen kohteena olevat lainat tuli saada myytyä erillisyhtiölle ennen alullepanijan konkurssia.¹⁶⁵

Lisäksi korkotulojen verotus loi oman erikoispiirteensä alankomaiseen arvopaperistamiseen. Koska asuntolainojen korkomenot ovat verotuksessa vähennyskelpoisia, syntyi Alankomaihin erityinen käytäntö, jossa korkoa maksettiin suurelle lainamäärälle eikä lainaa varsinaisesti lyhennetty sen olemassaoloaikana. Sen sijaan että lainanottaja maksaisi lyhennyksiä lainaansa, hän siirtää laina-aikana varojaan erityiseen vakuutustuotteeseen, jonka avulla hän maksaa laina-ajan päättyessä pois koko kiinnitysluottolainansa. Kun tällaisia kiinnitysluottolainoja sitten arvopaperistetaan, luo se luonnollisesti omat haasteensa arvopaperistamisen yhteydessä liikkeeseenlasketun arvopaperin muotoilulle niin, että oikeudet etenkin vakuutena oleviin eriin tulevat selviksi.

1990-luvun puolivälin jälkeen mielenkiinto arvopaperistamista kohtaan heräsi kuitenkin myös Alankomaissa, sillä kiristynvä kilpailu ajoi pankit etsimään uusia kanavia luotonantomahdollisuuksiensa lisäämiseksi. Ensimmäinen arvopaperistaminen (RMBS) tehtiin vuonna 1996 ja siinä arvopaperistettiin kiinnitysluottolainoja. Vei vielä kui-

¹⁶⁴ OECD (1995).

¹⁶⁵ Structured Finance International May/June 2002.

tenkin vuoden, ennen kuin arvopaperistamiselle vahvistettiin juridinen status. Vasta vuonna 1997 De Nederlandse Bank eli Alankomaiden keskuspankki julkaisi muistion, jossa käsiteltiin arvopaperistamista sekä sen valvontaa. Pankin ohjeiden mukaisesti arvopaperistamisen tulee täyttää seuraavat tunnusmerkit¹⁶⁶:

- Arvopaperistettujen omaisuuserien siirto tulee toteuttaa todellisen myynnin kautta.
- Alullepanijan juridiset ja taloudelliset riskit tulee rajata huoltosopimuksesta aiheutuviin.
- Transaktion on oltava läpinäkyvä.
- Arvopaperistamisessa mukana olevilla tahoilla pitää olla riittävä tieto- ja taitotaso.

Samalla keskuspankki antoi ohjeet siitä, milloin arvopaperistamisen voidaan katsoa vähentävän arvopaperistavan pankin pääomavaatimuksia. Kirjanpitosäännöistä kirjanpitokomitea eli De Raad voor Jaarveslaggeving on sittemmin myös antanut muutamia arvopaperistamista koskevia ohjeita, näiden joukossa RJ 130, RJ 290 ja RJ 510. RJ 130 määrittelee mm. sen, koska arvopaperistetut assetit voidaan katsoa poistetuiksi alullepanijan taseesta, RJ 290 perustuu hyvin pitkälle IAS säännökseen 32 ja RJ 510 käsittelee tasetietojen konsolidointia yhtiöryhmässä.

Varsin pitkään Alankomaissa oli ongelmana se, että erillisyhtiöt luokiteltiin toimintansa vuoksi sellaisiksi juridisiksi kokonaisuuksiksi, joiden tuli hakea pankkilisenssiä.¹⁶⁷ Tähän sääntöön oli mahdollista hakea poikkeusta sellaisten erillisyhtiöiden, joiden arvopaperistamisen kohteena olevat varat olivat pitkäaikaisia tai jotka olivat keräyty ainoastaan ammattimaisilta osapuolilta. Luonnollisesti tällaiset säännöt vähensivät merkittävästi arvopaperistamista kohtaan tunnettua mielenkiintoa. Tätä hankalaa säännöstä kuitenkin muokattiin arvopaperistamista myönteisempään suuntaan vuonna 1997, jolloin lavenettiin pankkilisenssivaatimuksen poikkeustilanteita. Vieläkään säännöt eivät kuitenkaan ole tältä osin mitenkään poikkeuksellisen joustavat.

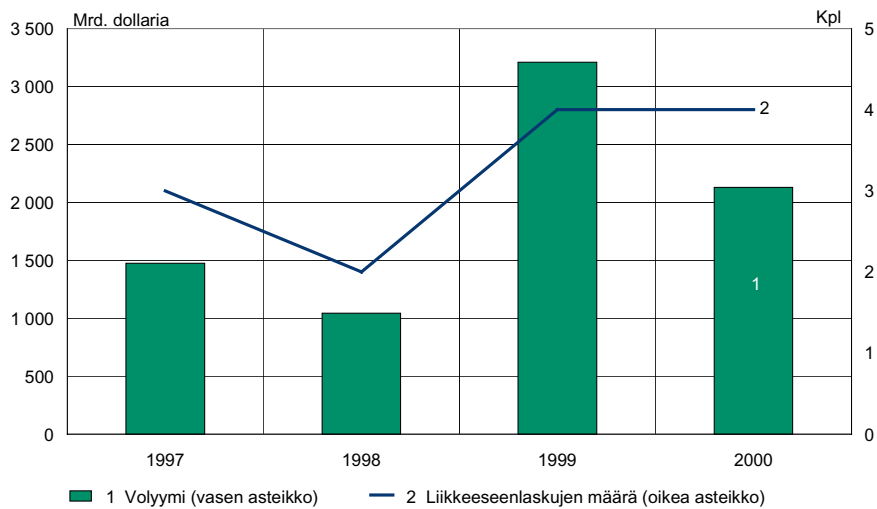
Käytännössä liikkeeseenlaskuissa ovat dominoineet kiinnitysluotolainojen arvopaperistamiset. MBS:ien liikkeeseenlaskujen kehitys vuosina 1997–2000 oli huomattavaa (kuvio 32). Myös sijoittajat sekä

¹⁶⁶ ISR (2001).

¹⁶⁷ Myös master-trustien käyttöä arvopaperistamisessa on pohdittu, mutta Alankomaissa tämä on ainakin tähän saakka ollut hankalaa, sillä Alankomaiden lainsäädäntö ei tunnista trustia. Laki ei erota omistusta juridisen omistuksen ja edunsaajan välillä.

ulkomailla että kotimaassa ovat olleet kiinnostuneita näistä kiinnitysluottolainavakuudellisista liikkeeseenlaskuista, sillä alankomaaiset kiinnitysluottolainat ovat olleet erittäin hyvälaatuisia.

Kuvio 32. **Arvopaperistamisvolyyymien kasvu Alankomaissa**



Lähde: Standard & Poor's.

Alankomaissa on jonkin verran arvopaperistettu myös kulutusluottoja sekä leasingsaatavia. Myös CLO:ita on laskettu liikkeeseen, ja niiden suosio onkin ollut kasvussa. Viime aikoina myös vakuutusyhtiöt ovat kiinnostuneet arvopaperistamaan kiinnitysluottolaina omistuksiaan. Kasvua odotetaan myös yritysten arvopaperistamisesta. Yrityksistä etenkin teleyhtiö KPN on ollut kiinnostunut arvopaperistamisen luomista mahdollisuuksista rahoituslähteiden hajauttamiseksi. Se onkin arvopaperistanut saataviaan, viimeksi vuonna 2001 jopa 250 miljoonan euron edestä. Koko yritystoiminnan arvopaperistaminen on etenkin Isossa-Britanniassa tullut hyvin suosituksi. Tämä ei kuitenkaan Alankomaissa ole mahdollista, joten yritysten arvopaperistamiset tullaan oletettavasti toteuttamaan suurimmaksi osaksi ABS:inä.

Arvopaperistamisen tulevaisuuden kannalta olennaista on se, miten sääntely Alankomaissa kehittyy. Esimerkiksi verotuksessa ja verotukseen tehtävissä muutoksissa nousee Alankomaissa jatkuvasti esiin uusia kysymyksiä, joiden ratkaisulla voi olla merkitystä arvopaperistamisen kannattavuudelle. Esimerkkinä tällaisesta voidaan pitää kevään 2000 tapahtumia, jolloin Alankomaiden valtiovarainministeriö

ratkaisi verotuksellista kysymystä, joka mahdollisesti olisi vaikuttanut merkittävästi Alankomaihin perustettujen erillisyyhtiöiden veroneutraaliuteen.

7.8 Ruotsi ja Tanska

Pohjoismaissa arvopaperistaminen ei ole saavuttanut laajaa jalansijaa. Yhtenä keskeisenä syynä tähän on esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa ollut se, että asuntorahoitus on keskittynyt tehokkaasti toimiviin kiinnitysluottopankkeihin. Tanskassa kiinnitysluottopankit ovat rahoittaneet asunto- ja liikekiinteistötoimintaa jo parin sadan vuoden ajan. Myös Ruotsissa vastaavat perinteet ovat pitkät. Tanskan kiinnitysluotto-obligaatiomarkkinat ovatkin kasvaneet Euroopan toiseksi suurimmaksi Saksan jälkeen, ja Ruotsin vastaavat kiinnitysluotto-obligaatiomarkkinat ovat kolmanneksi suurimmat Euroopassa (taulukko 2).

Taulukko 2.

Kiinnitysluotto-obligaatioiden liikkeessä oleva määrä eräissä maissa, milj. euroa

	1995	1999
Saksa	187,724	235,797
Tanska	123,795	153,118
Ruotsi	91,511	80,694
Ranska	52,008	33,386
Espanja	6,799	11,533
Hollanti	1,735	1,171
Portugali	5,391	100

Lähde: Hypostat, 1989–1999.

Asunto- ja liikekiinteistörahoitukseen keskittyvillä kiinnitysluottopankeilla ei ole välttämättä samanlaista tarvetta tase-erien myyntiin kuin esimerkiksi pankeilla. Myös kiinnitysluottopankkitoiminnan tiukka sääntely, kuten Tanskassa, saattaa käytännössä estää tase-erien myynnin. Tanskassa kiinnitysluottolaitokset eivät ole arvopaperistaneet tase-eriään lainkaan. Tanskalaiset pankit eivät ole myöskään arvopaperistaneet tase-eriään sijoittajille. Asunto- ja kiinteistöluottojen arvopaperistumisen merkitystä Tanskassa kuvaa erinomaisesti se, että kiinnitysluotto-obligaatioiden osuus Tanskan rahoitusmarkkinoilla on merkittävä. Kiinnitysluottolaitosten liikkeeseen laskemien obligaatioi-

den osuus kotimaassa liikkeeseen lasketuista joukkovelkakirjalainoista oli vuoden 2001 lopussa 65 prosenttia.¹⁶⁸

Myös Ruotsissa kiinnitysluotto-obligaatioiden markkinat ovat tärkeä osa rahoitusmarkkinoita. Kiinnitysluottolaitosten obligaatioiden osuus liikkeessä olevista kotimaisista joukkovelkakirjalainoista oli vuoden 2001 lopussa 35 prosenttia.¹⁶⁹ Kiinnitysluotto-obligaatioiden osuus Ruotsin obligaatiomarkkinoilla on tosin parin viime vuoden aikana supistunut, koska kiinnitysluottolaitokset ovat hankkineet rahoitusta aikaisempaa enemmän kansainvälisiltä obligaatiomarkkinoilta. Muutamit kiinnitysluottopankit ovat myös lisänneet varainhankintaansa laitoksen omistavalta emopankilta.

Ruotsissa on hyvin toimivista kiinnitysluottomarkkinoista huolimatta harjoitettu jonkin verran asuntoluottojen arvopaperistamista. Muutamit kiinnitysluottopankit ovat arvopaperistaneet tase-eriään ja myyneet saataviaan sekä kotimaisille että ulkomaisille sijoittajille. Ensimmäisiä ruotsalaisia arvopaperistamisohjelmia oli Osprey-ohjelma, jonka avulla laskettiin liikkeeseen useita erityyppisiä transaktioita. Osprey-ohjelmassa Skandinaviska Enskilda Bankenin omistama Svensk Fastighetskredit, nykyinen SEB Bolån, myi saataviaan ulkomaisille sijoittajille. Ensimmäinen transaktio toteutettiin vuonna 1994. Ohjelman eri transaktioissa on käytetty jonkin verran toisistaan poikkeavia ratkaisumalleja mm. sen mukaan, minkälaiselle sijoittajakunnalle velkakirjoja on kulloinkin pyritty myymään. Muita tunnettuja Ruotsalaisia kiinnitysluottojen arvopaperistamistransaktioita ovat olleet mm. Fulmar-ohjelma, sekä St. Erik ja St. Goran -ohjelmat.

Yhteistä kaikille ruotsalaisille arvopaperistamisohjelmille on ollut se, että erillisyhtiöt on suomalaisen tapaan perustettu ulkomaille. Ruotsissa syy on tosin ollut toinen kuin Suomessa. Ruotsissa sinne perustettavaa erillisyhtiötä kohdeltiin aina 1.6.2001 saakka rahoitustoimintaa harjoittavana yhteisönä, ja tällöin esimerkiksi rahoituslaitoksia sääntelevät vakavaraisuusmääräykset koskivat myös kyseisiä erillisyhtiöitä. Ruotsiin perustettavat erillisyhtiöt joutuivat vakavaraisuusvaatimuksista aiheutuvien kustannusten vuoksi heikompaan kilpailuasemaan kuin useissa muissa Euroopan maissa toimivat erillisyhtiöt. Lisäksi jokainen erillisyhtiö vaati valvontaviranomaisen luvan, koska maassa ei ollut minkäänlaista arvopaperistamistoimintaa sääntelevää lainsäädäntöä.

Kiinnostus arvopaperistamista kohtaan kuitenkin lisääntyi. Toiminnan kotimaisiin esteisiin alettiin kiinnittää huomiota, ja viranomai-

¹⁶⁸ Danmarks Nationalbank, Monthly Financial Statistics, toukokuu 2002.

¹⁶⁹ Sveriges Riksbank, Värdepappersmarknaden 2001.

set ryhtyivätkin valmistelemaan tarvittavia muutoksia lainsäädäntöön, jotta erillisyhtiöiden perustaminen tulisi kilpailukykyiseksi myös kotimaassa. Vuonna 1998 valtiovarainministeriössä valmistui muistio *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*. Muistiossa käytiin läpi arvopaperistamisen kotimaisia esteitä. Erityistä huomiota muistiossa kiinnitettiin juuri siihen, että erillisyhtiötä ei käsiteltäisi rahoituslaitokseksi. Ruotsin hallitus antoi muistion pohjalta tehdyn lakiesityksensä parlamentille vuonna 2000. Hallituksen esityksessä esitetyt muutokset sekä velkakirjalakiin (1936:81) että luottolaitosten toimintaa koskevaan lakiin (1992:1619) astuivat voimaan kesäkuussa 2001. Keskeisin muutos lainsäädännössä oli se, että erillisyhtiöitä ei uuden lain mukaan kohdeltu enää luottolaitoksina. Tämän vuoksi luottolaitoksia koskevat vakavaraisuusvaatimukset poistuivat arvopaperistamisessa käytettävästä erillisyhtiöstä, silloin kun ne harjoittavat vain niille arvopaperistamisen yhteydessä sallittuja toimintoja. Samalla luottolaitostoimintaa harjoittavan yhteisön toimilupavaatimus poistui.

7.9 Irlanti

Irlannin oikeusjärjestelmä ja lainsäädäntö muistuttavat pitkälti Ison-Britannian vastaavaa. Irlantiin strukturoidut arvopaperistamisoperaatiot tehdään yleensä niin, että erillisyhtiö sijoitetaan vuonna 1987 perustettuun erikoisverotuskohtelun alueelle nk. International Financial Services Centreen (IFSC). Irlannin lainsäädännön mukaan erillisyhtiöt eivät ole luottolaitoksia, joten luottolaitoksia koskevat pääomavaatimukset eivät koske niitä. Erillisyhtiö on yleensä pienellä omalla pääomalla toimiva kolmannen osapuolen (trustee) omistama julkinen osakeyhtiö. Erillisyhtiön osakepääoman minimimäärä on noin 25 000 euroa, aikaisemmin 30 000 Irlannin puntaa. Yhden prosentin pääomavero peritään IFSC:lle perustettujen yhtiöiden osakepääomasta.

Vuoden 1996 verolaki sisälsi erikoissäännöksen, joka koski IFSC:lle perustettuja ad hoc -yhtiöitä. Edullisen verotuskohtelun varmistamiseksi erillisyhtiön tulee rekisteröityä IFSC:lle. Sinne hyväksytään tiettyjä ulkomaan rahamääräisiä saatavia, kuten lainoja, vuokra-, vakuutus- tai jälleenvakuutussaatavia arvopaperistavia yhtiöitä. Näiden velallisina on muita kuin Irlannissa asuvia henkilöitä tai yhteisöjä. IFSC-säännöt vaativat, että operaatio on vähintään kolmevuotinen. Erillisyhtiön hallinnoijana tulee toimia IFSC:lle rekisteröitynyt ”manager” ja sillä pitää olla tilintarkastaja. Varojen siirto erillisyhtiöön voidaan yleensä tehdä ilman leimaveroa. Edullinen verokohtelu

on taattu 2010 vuoden loppuun. Mahdollisista voitoista erillisyyhtiötä verotetaan 12,5 prosentin verokannan mukaan.¹⁷⁰

Vuoden 1999 verolait asettivat IFSC:lle ja muualle Irlantiin perustetut erillisyyhtiöt verotukseltaan samanarvoisiksi. Irlannin lait kuitenkin edellyttävät, että emittoidut velkapaperit listataan pörssiin, jottei sijoittaja joudu suorittamaan niiden maksamista koroista ja mahdollisista pääomavoitoista lähdevero (withholding tax). Elokuussa 1999 Dublinin pörssi joustavoitti listauskäytäntöään perustamalla uuden, nimenomaan ABS-papereille suunnatun listan¹⁷¹. Uudistuksen tarkoituksena oli helpottaa ABS-emissioiden järjestämistä Irlannissa ja varmistaa, että liikkeeseen laskijoita kohdellaan tasapuolisesti. Listalle hyväksytyt arvopaperit on tarkoitettu vain sofistikoituneiden sijoittajien käyttöön, ja liikkeeseen laskijat hyötyvät siten jossain määrin tavallista kevyemmistä läpinäkyvyysvaatimuksista erityisesti emissiovaiheessa.¹⁷² Listalle hyväksytään jopa CLO:t ja johdannaisiin perustuvia emissioita. Ennen uudistusta Dublinin pörssissä oli listattuna vain muutama kotimainen ABS-paperi, mutta vuoden 2001 lopussa Specialist Debt Securities -listalle oli rekisteröity noin 1 000 velkapaperia, joista suuri osa erilaisia ABS:iä.

Irlannissa arvopaperistaminen keskittyi ennen vuotta 1999 ulkomaisiin järjestelyihin. Ulkomaiset emissiot tehtiin usein Yhdysvaltain dollari- tai Englannin puntamääräisinä. Erikoisverotuskohtelun omaavan IFSC:n perustamisella oli keskeinen rooli ulkomaisten järjestelyjen sijoittumiseen Irlantiin. Parin viime vuoden aikana kotimaiset RMBS-markkinat ovat kuitenkin kasvaneet erityisen ripeästi talouskasvun pysyessä selvästi muuta Eurooppaa parempana. Euron käyttöönotto pienensi rahoituskustannuksia, joten asunnon hankkiminen tuli houkuttelevammaksi. Lisäksi työttömyys väheni merkittävästi ja nettsiirtolaisuus kääntyi Irlannille positiiviseksi. Tämä on selvästi lisännyt asuntojen kysyntää.

Pankkien talletusvarat eivät kuitenkaan kasvaneet luottokysynnän kanssa samassa tahdissa. Erityisesti pienehköt irlantilaiset pankit ovat olleet aktiivisia arvopaperistamismarkkinoilla, kun taas suurimmat

¹⁷⁰ Ks. William Fry solicitors'n Internet-sivut: www.williamfry.ie/ifssec1.htm sekä Investment Development Agency Ireland (www.idaireland.com). Uusien erillisyyhtiöiden verokanta nousi 10 prosentista 12,5 prosenttiin vuoden 2003 alussa. Vanhojen erillisyyhtiöiden verokanta on 10 prosenttia vuoteen 2010 saakka.

¹⁷¹ Irish Stock Exchange'n (ISE) ABS-listausehdot löytyvät osoitteesta: www.ise.ie/markets/documents/Listing_Rules_ABS.pdf. Ks. myös Somers (2001).

¹⁷² Ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, joka on annettu 28. päivänä toukokuuta 2001, arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Sen 27. artiklassa puhutaan rajatulle, sijoitusasioihin erityisesti perehtyneiden sijoittajien joukkolle varatuista joukkovelkakirjoista.

pankit, kuten Allied Irish Bank, ovat olleet selvästi passiivisempia. Irlantilaiset RMBS:t ovat ominaisuuksiltaan vastaavien brittiläisten tuotteiden kaltaisia. Runsas puolet lainakannasta on vaihtuvakorkoisia lainoja. Kiinteäkorkoisissa lainoissa korko on normaalisti kiinteä korkeintaan viisi vuotta. Vahvojen RMBS-markkinoiden seuraksi tulivat ensimmäiset CDO-emissiot vuonna 2001. Ensimmäisen emission takana oli jälleen Allied Irish Bank.

Irlannissa on pystytty hyödyntämään common law -oikeusjärjestelmän joustavuutta arvopaperistamisessa. Lisäksi on tehty uusia määrätyksiä mm. erillisyhtiön verotuksesta. Erillisyhtiön kohtelun selkeys taas on johtanut siihen, että myös Irlannin ulkopuolelta on saapunut emittoijia perustamaan erillisyhtiönsä Irlantiin. Esimerkiksi Suomessa tehdyissä arvopaperistamistransaktioissa erillisyhtiö on yleensä perustettu Irlantiin.

7.10 Kehittyvät maat

Kehittyvien maiden, on usein vaikea hakea rahoitusta markkinoilta, koska ne tarvitsevat diversifioituja rahoitusvälineitä rahoittaakseen talouden liberalisointia ja nopeaa kasvua. Rahoituskysyntää syntyy mm. yksityistämisyjärjestelyistä ja hallinnon hajauttamisesta tai uudistamisesta. Yksin osakemarkkinat ja pankkilainat eivät tähän riitä, eivätkä pankit monesti pysty rahoittamaan taseistaan suuria pitkäaikaisia projekteja. Lisäksi sijoittajat usein pelkäävät kehittyviin valtioihin liittyvää poliittista riskiä ja maiden sisäistä epävakautta¹⁷³. Yrityksissä ulkomaisten sijoittajien kiinnostuksen herättäminen vaatii usein hankalien proseduurien läpikäymistä: on hankittava valtion takauksia tai siirrettävä yrityksen kassavirtoja johonkin vahvaan valuuttaan valuuttaturssiriskin poistamiseksi.

Kehittyville valtioille sekä niiden yrityksille arvopaperistamisen luoma mahdollisuus hakea rahoitusta omaa luottoriskiluokitusta sekä yritysten osalta kotimaan luottoriskiluokituksen muodostamaa kattoa edullisemmin onkin hyvin mielenkiintoinen. Ei siis ihme, että kehittyvät valtiot ovat alkaneet kiinnostua arvopaperistamisesta. Näissä mais-

¹⁷³ Sisäisesti epävakaut ympäristöt ovat usein varsin hankalia, sillä niissä valtiot voivat tehdä päätöksiä, joilla on vaikutusta yritysten kassavirtoihin ja tätä kautta myös arvopaperistettuihin eriin, mikäli niitä yrityksissä on käytetty. Tällaisista toimista esimerkkinä voidaan mainita valtion päätökset, joiden mukaisesti yhtiöt joutuvat myymään tuottamansa tavarat viennin sijaan kokonaan kotimaan markkinoilla ja realisoimaan niistä täten heikomman hinnan. Tämä taas vaikuttaa yrityksen kassavirtoihin ja mahdollisesti näin myös arvopaperistettuihin eriin.

sa etenkin tulevien kassavirtojen arvopaperistaminen on ollut poikkeuksellisen suosittua. Tosin arvopaperistamisen historia on monessa tapauksessa ollut verrattain lyhyt¹⁷⁴. Ensimmäisessä kehittyvien talouksien arvopaperistamisessa meksikolainen teleyhtiö Telmex arvopaperisti puhelinmaksusaataviensa tulevat kassavirrat. Vuoteen 1999 mennessä kansainväliset luottoluokitusyhtiöt olivat tehneet yhteensä noin 200 tuleviin kassavirtoihin perustuvaa arvopaperistamisen luottoluokitusta. Perinteisesti suurin tulevia kassavirtoja arvopaperistava alue kehittyvistä valtioista on ollut Latinalainen Amerikka.

Yritysten mahdollisuudet alentaa rahoituskustannuksiaan näkyvät selvästi esimerkiksi meksikolaisen Pemex Ltd:n vuonna 1996 tekemässä arvopaperistamisessa. Se arvopaperisti tulevia öljynvientisaataviaan ja sai niihin perustuvan liikkeeseenlaskun kautta rahoitusta markkinoilta aina 50:stä yli 330:een pisteeseen kapeammalla korkoerolla, kuin perinteisellä, kustannuksiltaan yhtiön luottoriskiluokitukseen sidotulla joukkovelkakirjalainalla olisi ollut mahdollista¹⁷⁵. Kehittyvissä valtioissa käytetään usein apuna myös vakuuttajia, jotta toivottava riskiprofiili saavutettaisiin. Käytettävistä vakuuttajista esimerkkinä voitaisiin mainita maailmanpankkiryhmään kuuluva Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA). Rahoituskustannusten vähenemisen ohella arvopaperistamisella on kuitenkin myös muita positiivisia vaikutuksia kehittyvien maiden yritysten rahoituksen hankintaan. Nämä yritykset pystyvät arvopaperistamisen avulla muuttamaan velkojensa maturiteettia pidemmiksi. Kun yritys on tullut kerran hyväksytyksi markkinoilla jonkin menestyksellisen liikkeeseenlaskun avulla, on sen jatkorahoituksen saanti markkinoilta huomattavasti helpompaa.

Arvopaperistamisen aloittamiseen näissä maissa liittyy kuitenkin yleensä suuria kustannuksia. Koska harvoissa maissa lainsäädäntöä tai sääntelyä on arvopaperistamisesta valmiina, tulevat oikeudelliseen ja institutionaaliseen ympäristöön liittyvät selvitykset ja mahdolliset ennakkopäätökset kalliiksi. Esimerkiksi Suhas Ketkar ja Dilip Ratha ovat tutkimuksessaan¹⁷⁶ ehdottaneet, että mm. Maailmanpankki voisi edistää kehittyvien maiden future flow -arvopaperistamista kehittämällä standardoituja arvopaperistamismalleja tai tarjoamalla pioneeri-liikkeeseenlaskuihin alkupääomaa, jolla voitaisiin laskea ensimmäi-

¹⁷⁴ Varsinaisesti kehittyvien valtioiden kasvu arvopaperistamisessa alkoi vasta 1990-luvun puolivälissä Meksikon peson kriisin jälkeen.

¹⁷⁵ Samanlaisia kokemuksia on myös Argentiinasta, jossa Argentiinan öljy-yhtiö YPF säästi arvopaperistamalla noin 200 korkopistettä.

¹⁷⁶ Ketkar, S. – Ratha, D. (2001a ja b).

selle liikkeeseenlaskulle aiheutuvia hallinnollisia ja muita tämän kaltaisia kustannuksia.

Potentiaalia arvopaperistamiseen kehittyvistä maista kyllä löytyy, ainakin enemmän kuin nykyiset arvopaperistamisvolyymit antavat uskoa. Suuri osa näistä potentiaalisista arvopaperistettavista eristä sijaitsee joko Keski-Aasiassa tai Itä-Euroopassa, missä mineraaleista ja polttoaineista saatavia kassavirtoja voitaisiin helposti arvopaperistaa. Etelä-Aasiassa potentiaalia taas on puhelinsaatavien ja luottokorttisaatavien arvopaperistamisessa. Tarkempi arvio potentiaalisten arvopaperistettavien varojen sijainnista käy esiin taulukosta 3.

Taulukko 3. **Vuoden 1998 arvio potentiaalisesta arvopaperistettavasta massasta alueittain jaoteltuna**

Mrd. dollaria	Polttoaineet	Mineeraalit	Rahalahetykset	Yhteensä
Itä-Aasia	5,3	2,1	0,1	7,5
Eurooppa ja Keski-Aasia	9,8	4,6	0,7	15,1
Latinalainen Amerikka ja Karibia	7,5	5,2	1,3	14,0
Lähi-Itä ja Pohjois-Afrikka	16,5	0,4	1,0	17,9
Etelä-Aasia	0,1	0,2	1,4	1,7
Saharan etelänpuoleinen Afrikka			0,2	0,2
Yhteensä vähä- ja keskituloiset maat	39,2	12,6	4,8	56,4

Lähde: Ketkar, S. – Ratha, D. (2001).

7.10.1 Intia

Intian ongelma arvopaperistamisessa oli puuttuva lainsäädäntö. Olemassa oleva sääntelykehikko oli arvopaperistamirakenteiden käytön kannalta hyvin joustamaton. Esimerkiksi erillisyhtiöihin jouduttiin soveltamaan yritysverotuksessa ja muussa yritysjuridiikassa vuoden 1956 yrityslakia ja trustimuotoisessa SPV:ssä vuoden 1882 lakia. Lisäksi arvopaperistamisen kustannukset nousivat helposti suuriksi, sillä liikkeeseenlaskujen leimaverot asettuivat 0,1 prosentin ja 8,0 prosentin välille. Intian keskuspankin vaatimuksesta kaikki erillisyhtiöt oli vielä rekisteröitävä erilliseen rekisteröintiyhtiöön (NBFC:hen eli Non-Banking Finance Companyyn). Erillisyhtiöt kuuluivat keskuspankin valvontaan.

1990-luvun lopussa ja 2000-luvun alussa paineet arvopaperistamisesta kuitenkin alkoivat kasvaa myös Intian sisällä. Paineet etenkin vientisektorilla ja hyödykesektoreilla johtivat siihen, että vaateita kattavamman arvopaperistamislainsäädännön luomiseksi alkoi syntyä.

Leimaveroihin alennuksia tehtiin alueittain jo 1990-luvun lopussa. Arvopaperistamisen edistämiseksi Intian keskuspankki julkaisi joulukuussa 1999 raportin, jossa se pyrki tuomaan esiin niitä seikkoja, jotka vielä olivat selkeimmin arvopaperistamisen tiellä. Tällaisiksi seikoiksi se nimesi raportissaan sijoittajakuntaa koskevien sääntöjen joustamattomuuden sekä epäselkeyden. Tiukat sijoitussäännöt koskivat etenkin rahastoja ja vakuutusyhtiöitä. Lisäksi pankin raportissa ilmeni, että oli tarvetta joustavoittaa erillisyhtiöitä koskevaa tiukkaa regulaatiota ja pienentää tiukan sääntelyn aiheuttamaa tehottomuutta.¹⁷⁷ Raportissa huomioitiin myös tarve kirjanpidollisten menettelyiden selvittämiseen.

Sisäisten paineiden lisäksi Intia kohtasi arvopaperistamislainsäädännön puuttumisen vuoksi myös ulkoisia paineita, sillä varsin monet Aasian maat olivat vuoden 2000 tienoilla säätäneet ainakin jonkinlaisen arvopaperistamista koskevan säätelykehikon. Tällaisista maista voidaan mainita mm. Singapore, Hongkong, Korea, Thaimaa, Filippiinit, Malesia sekä Pakistan.¹⁷⁸ Intian keskuspankki julkaisikin loppuvuodesta 2000 ensimmäisen version arvopaperistamisohjeista. Se perusti samalla työryhmän, jonka tehtävänä oli valvoa ja implementoida operationaalisia ja juridisia vaatimuksia. Implementointia ei kuitenkaan tapahtunut.

Ensimmäinen lakiehdotus arvopaperistamisesta¹⁷⁹ esiteltiin parlamentille vuonna 2000. Lakiehdotuksessa käsiteltiin arvopaperistamiseen liittyviä käsitteitä, SPV:tä ja sen rekisteröintiä, liikkeeseenlaskuohjeita, tietojen luovuttamista sekä muita erillisiä sääntöjä. Esitys ei kuitenkaan mennyt läpi, ja vuonna 2002 laadittiin uusi lakiesitys¹⁸⁰. Tämän lain Intian parlamentti vihdoinkin hyväksyi kesäkuussa 2002. Siinä säädetään erillisyhtiön perustamisesta ja rekisteröinnistä, pankkilainojen arvopaperistamisesta, arvopapereiden liikkeeseenlaskusta, korkojen perinnästä, sijoittajista sekä mm. keskitetystä rekisteristä.

Uusi laki ei kuitenkaan saanut pelkästään positiivista vastaanottoa, sillä asiantuntijapiireissä sitä arvosteltiin puutteelliseksi ja sekavaksi. Leimavero ja arvonnäkövero-ongelmat eivät uuden lain mukana poistuneet vaan jäivät ennalleen. Sijoittajakunta pysyi edelleen suppeana, sillä arvopaperistamisen kautta liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin saivat lain puitteissa edelleenkin sijoittaa vain institutionaaliset sijoittajat. Arvopaperistamislain soveltamisala säilyi kapeana, sillä lainsää-

¹⁷⁷ ISR (2001).

¹⁷⁸ www.vinodkothari.com.

¹⁷⁹ Andhyaruina komitean laatima Securitisation Bill 2000.

¹⁸⁰ Nimeltään the Securitisation and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Ordinance 2002.

däntöä sovelletaan vain pankkien ja rahoitusyhtiöiden tekemiin arvopaperistamisiin. Keskuspankilla säilyi erillisyyhtiön harkinnanvarainen sääntelymahdollisuus, ja MBS:ien rekisteröintivaade jatkui. Tämän lain lisäksi Intian kirjanpitoviranomaisen, ICAI¹⁸¹, julkaisi keväällä 2002 ensimmäisen version muistiosta arvopaperistamisen kirjanpidollisesta käsittelystä. Muistion perusteella valmisteilla on nyt ns. guidancy note, joka lopullisen hyväksynnän saatuaan johtaisi uuteen kirjanpitostandardiin. Edellisten lisäksi Intian keskuspankki julkaisi vielä kesällä 2002 ohjeet, miten arvopaperistettuja eriä tullaan kohtelemaan laskettaessa pankkien minimipääomavaatimuksia. RMBS:ien markkinoiden odotetaan näiden sääntöjen takia elpyvän, sillä sääntöjen mukaan pankit voivat käyttää RMBS:iin 50 prosentin riskipainoa. Käytännössä tämä tarkoittaa sijoittamista NHB:n liikkeeseen laskemiin MBS:iin. Riskipainosäännöt eivät koske sellaisia emissioita, joissa poolissa on mukana kaupallisia kiinteistöjä. Lisäksi Intian pankit ovat velvoitetut sijoittamaan 3 prosenttia saamistaan uusista talletuksista kiinnitysluottolainasektorille. Näihin sijoituksiin hyväksytään suorien kiinnitysluottolainojen lisäksi myös sijoitukset RMBS:iin.

Vaikka arvopaperistamisen regulaatio Intiassa ei olekaan ollut selkeää, on liikkeeseenlaskuja kuitenkin tehty jonkin verran. Ensimmäinen varsinainen arvopaperistamistransaktio tehtiin vuonna 1990. Liikkeeseenlaskussa arvopaperistettiin autolainoja. Liikkeeseenlaskujen järjestäjänä oli Citibank. Toinen varsinaisesti perinteistä arvopaperistamiskanavaa käyttänyt taho on Intiassa ollut National Housing Bank, joka on laskenut liikkeeseen MBS:iä.

Muuten Intiassa on toteutettu varsin monia arvopaperistamisen kaltaisia liikkeeseenlaskuja, mutta varsinaisia arvoaperistamisia ne eivät ole olleet. Tällaisia ovat olleet mm. rahtilaivasaatavien ”arvopaperistaminen”, vuoden 2001 opintolainojen ”arvopaperistaminen” sekä Rural Electrification Corporationin toteuttama saatavien ”arvopaperistaminen”. Intian voimalayhtiöissä olisikin sekä tarvetta rahoituksen hakemiseen että materiaalia arvopaperistamiseen. On arvioitu, että seuraavan kymmenen vuoden sisällä Intian voimalayhtiösektoria kohtaavat noin 17 miljardin dollarin rahoituspaineet, joita voitaisiin ainakin osin helpottaa arvopaperistamalla.

Myös uusia arvopaperistamisrakenteita on Intiassa käytetty, sillä vuonna 2001 rahoitusyhtiö ICICI muodosti lainasaamisistaan CLO:n, joka sai intialaisilta luottoluokitusyhtiöiltä huomattavan korkeat luottoriskiluokitukset. Valtavista järjestelykustannuksistaan huolimatta

¹⁸¹ The Research Committee of the Institute of Chartered Accountants of India.

(liikkeeseenlaskun suunnittelussa käytettiin runsaasti ulkomaista asiantuntemusta) CLO kuitenkin epäonnistui.

7.10.2 Argentiina

Argentiinassa arvopaperistaminen alkoi verrattaen aikaisiin, jo 1990-luvun alkupuolella, vaikka epäselvyyttä arvopaperistamisten regulaatiosta oli yhä olemassa. Epäselvyydet liittyivät erillisyhtiöiden statukseen suhteessa rahoitusyhtiöistä annettuun lakiin sekä erillisyhtiöiden verotukseen. Argentiinan hallitus oli kuitenkin hyvin myönteinen arvopaperistamiselle. Sen nähtiin istuvan hyvin muiden taloudellisten uudistusten joukkoon, joita Argentiinassa vietiin innolla eteenpäin.

Sääntely ja markkinakehitys

Ensimmäiset arvopaperistamista helpottavat säädökset tulivat voimaan jo vuosina 1992 ja 1993¹⁸², mutta varsinainen sysäys saatiin vasta vuonna 1995, jolloin säädettiin laki trusteista.

Käytännössä kaikki argentiinalaiset arvopaperistamiset tehdään trustien kautta. Trustien toimintaa sääntelevät sekä Argentiinan keskuspankin (Banco Central de la Republica Argentina) että arvopaperimarkkinavalvojan (Comision Nacional de Valores tai CNV) antamat säännöt. Suurin osa arvopaperistamisen yhteydessä liikkeeseen lasketuista instrumenteista on velkakirjoja tai osallistumistodistuksia (participation certificates¹⁸³). Ollakseen julkisen kaupankäynnin kohteena, liikkeeseen laskettujen instrumenttien tulee olla CNV:n julkisen kaupan kohteeksi hyväksymiä. Instrumentit voivat olla myös listattuja. Tällöin niistä pitää luonnollisesti laatia liikkeeseenlaskuesite, joka tulee olla CNV:n hyväksymä. Liikkeeseenlaskun tapahduttua liikkeeseenlaskija on velvollinen tarjoamaan jatkuvasti riittävästi informaatiota instrumenttien kehityksestä, CNV:n vaatimusten vuoksi rahoitusinstituutioiden liikkeeseenlaskuissa valvova taho on BCRA eli

¹⁸² Vuoden 1992 säädöksellä laennettiin rahastojen sijoitusmahdollisuuksia ja vuoden 1993 säädöksellä mahdollistettiin uusien, arvopaperistamisliikkeeseenlaskujen kaltaisten instrumenttien käyttö.

¹⁸³ Participation certificate. Näitä lasketaan liikkeeseen muun muassa silloin, kun alkupe-
räisessä lainassa on kolmannen osapuolen takaus, kuten esimerkiksi International
Financial Corporationin tai Latinalaisen Amerikan kehityspankin (IADB) takaus. Laina
jaetaan tällöin kahteen osaan, joista toisen rahoittaa IFC tai IADB omasta taseestaan.
Toinen osa rahoitetaan suoraan markkinoilta myymällä sijoittajille participation certifi-
cateja.

Argentiinan keskuspankki. Verotuksessa trustien liikkeeseenlaskemisiin papereihin kohdistuu Argentiinassa merkittäviä verohelpotuksia, mutta annettujen määräyksien takia ratkaisut tehdään aina tapauskohdittaisesti¹⁸⁴.

Argentiina on tähän saakka ollut suurin Latinalaisen Amerikan arvopaperistaja, vaikka se koki 1990-luvulla kaksi taloudellisesti vaikeaa ajanjaksoa. Niistä toinen ajoittui vuoteen 1995, ja toinen on oikeastaan jatkunut vuodesta 1999 saakka. Vuoteen 1999 mennessä esimerkiksi luottoriskiluokittaja Standard & Poor's oli luokittanut Argentiinassa 52 liikkeeseenlaskua, joiden yhteismäärä oli 4 540 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Kansainvälisistä luokituksistaan huolimatta argentiinalaisia markkinoita on pitkään leimannut paikallisuus, sillä suurimpia sijoittajia arvopaperistamismarkkinoilla ovat olleet juuri argentiinalaiset eläkeyhtiöt ja muut institutionaaliset sijoittajat.

Asuntolainamarkkinoiden kehittymisen mukana pankit kiinnostuivat myös Argentiinassa MBS:istä. Heikolla taloudellisella kehityksellä oli kuitenkin vaikutuksensa asuntolainamarkkinoiden kehitykseen ja tämä näkyi myös MBS:ien volyymeissä¹⁸⁵. Perinteisesti suurin osa argentiinalaisista arvopaperistamisista on ollut vientisaatavien arvopaperistamisia. Argentiinassa tämä luku on pitkään ollut noin 40 prosenttia kaikista arvopaperistamisista. Vientisaatavien arvopaperistamisen suosio perustuu siihen, että näin yritykset voivat ylittää valtion luottoriskiluokituksen määrittelemän katon, vaikka yritysrisiki tällaisiin liikkeeseenlaskuihin silti jääkin jäljelle. Erilaisten takaus- ja vakuutusrakenteiden käyttö on Argentiinassa hyvin tavallista¹⁸⁶. Lisäksi vientisaatavien arvopaperistamisessa on se etu, että vientisaatavat ovat usein kovien valuuttojen määräisiä, joten Latinalaisen Amerikan maihin muuten voimakkaasti liittyvät valuuttakurssien heilahtelut jäävät tällaisissa liikkeeseenlaskuissa pienemmäksi riskitekijäksi. Tämä onkin helpottanut selvästi liikkeeseenlaskujen selviämistä yli talousvaikeuksien esimerkiksi vuoden 1999 jälkeen. Muun muassa öljy-yhtiö YPF pystyi hoitamaan loppuun saakka ulkomaan valuutan määräisiin arvopaperistettuihin vientisaataviin perustuvien ABS:iensä maksut siitäkkin huolimatta, että liikkeeseenlaskun luottoriskiluokitus putosi BBB:stä BB+:aan. Samassa tilanteessa esimerkiksi Aguas Argentina-

¹⁸⁴ Bauza, R. B. (2001).

¹⁸⁵ Kiinnitysluottolainoja varten Argentiinaan perustettiin jopa amerikkalaista Fannie Maea vastaava organisaatio BACS (Banco de Credito y Securitisation) IFC:n tuella.

¹⁸⁶ Esimerkiksi vuonna 2000 tehdyssä suuressa MBS:ien liikkeeseenlaskussa, jonka alkuunpanijana toimi Banco Hipotecario SA, käytettiin Zurich US:n myöntämää vakuutusta poliittista riskiä vastaan. Vakuutuksen ansiosta liikkeeseenlaskun luottoriskiluokitus saatiin nousemaan A+:aan, joka oli huomattavasti korkeampi luokka kuin Argentiinan tuollainen maaluokitus.

sin ja Transportadora de Gas del Norte SA:n arvopaperistamiset kaa-
tuivat kolmannen osapuolen takauksistaan huolimatta.

MBS:ien ja vientisaatavien lisäksi Argentiinassa on arvopaperis-
tettu mm. luottokorttisaatavia, maakuntien verosaatavia (mm.
Bariloche ja Misiones), lykkäystä saaneita sekkimaksuja, henkilökoh-
taisia lainoja, autolainoja sekä rojalteja.

Talousvaikeuksien vaikutus arvopaperistettuihin rakenteisiin¹⁸⁷

Argentiinassa, jos missään, on talouskehitys tarjonnut oivan ympäris-
tön tarkastella arvopaperistettujen rakenteiden kestävyyttä heikomman
talouskehityksen aikana. Vuodesta 1999 lähtien Argentiinan talous on
ollut vaikeuksissa, mutta on mielenkiintoista, että turbulentista talous-
tilanteesta huolimatta arvopaperistetut erät ovat menestyneet Argenti-
nassa varsin kohtuullisesti. Verrattain hyvin ovat pärjänneet etenkin
liikkeeseenlaskujen senior-osat. Senior-osien hyvä kehitys johtuu siitä,
että varsin usein maksukyvyttömyydet ovat pysähtyneet liikkeeseen-
laskujen junior-osiin.

Toisaalta, on syytä korostaa, että arvopaperistettavan materiaalin
laatu määrää pitkälti liikkeeseenlaskun menestymisen. Kuten mainittu,
vahvan valuutan määräisiin vientisaataviin perustuvat arvopaperista-
miset ovat vaikean taloudellisen tilanteen aikana pärjänneet hyvin.
Lisäksi levottoman taloustilanteen aikana on auttanut, mikäli esimer-
kiksi MBS:ien poolit on valittu niin, että niihin on kelpuutettu vain
sellaisia lainoja, joihin ei ole liittynyt aikaisempia maksuhäiriöitä ja
joiden LTV-arvot ovat olleet pieniä, eli lainoilla on ollut vakuuksia
runsaasti. Joissain liikkeeseenlaskuissa myös takaukset ovat olleet
avuksi.

Silti levottoman taloustilanteen jatkuttua ja valtion tehtyä useita
voimakkaitakin päätöksiä myös useat suuret arvopaperistamiset, kuten
MBS:istä BHN II, kärsivät luottotappioista. BHN II:n maksukyvyttö-
myystilanteen takana oli Argentiinan valtion vuonna 2002 tekemä
päätös muuttaa kaikki dollarimääräiset velat pesomääräisiksi vaih-
tosuhteella yhden suhde yhteen. Sijoittajille suuntautuvat maksut liike-
keeseenlaskuista säilyivät kuitenkin dollarimääräisinä. Vain vähän
tämän jälkeen dollarin kurssi kaksinkertaistui.

¹⁸⁷ Lähteinä on käytetty useita Standard & Poor'sin artikkeleita.

Liite 1

Todellinen myynti arvopaperistamisessa

Arvopaperistamisessa on varmistettava, että todellisen myynnin (true sale) kriteerit tulevat täytetyiksi siirrettäessä arvopaperistettavia omaisuuseriä alullepanijalta erillisyhtiölle. Todellisen myynnin katsotaan tapahtuneen silloin, kun kaikki saataviin liittyvät vaikutus- ja omistus-suhteet sekä päätäntävalta kyseisistä omaisuuseristä on siirretty alullepanijalta erillisyhtiölle. Kaikkien arvopaperistettaviin omaisuuseriin liittyneiden riskien, kuten luottoriskien, tulee samoin olla siirretty pois alullepanijalta erillisyhtiölle¹⁸⁸. Jotta kriteetit täyttyvät, siirrettäviin omaisuuseriin ei myöskään saa liittyä minkäänlaisia takaisinostosopimuksia. Alullepanijan kaikkien oikeuksien myytyjä omaisuuseriä kohtaan tulee siis päättyä.

Omistusten eriytysten tarkoitus on suojata erillisyhtiötä ja sen omistuksia alullepanijan mahdolliselta konkurssilta. Alullepanijan konkurssitilanteessa vaarana on, että todellisen myynnin kriteerien toteutumattomuus johtaa siihen, että arvopaperien vakuutena olevat, omaisuuseristä koostuvat poolit konsolidoidaan takaisin konkurssiin menneen alullepanijan taseeseen. Lisäksi todellisen myynnin kriteeristön täytyminen takaa sen, että omaisuuserien siirto voidaan ottaa huomioon myyntinä alullepanijan kirjanpidossa, jolloin tällä on vaikutuksia sekä mahdollisiin pääomavaateisiin että velkaantumiseen. Jos siirto tulkittaisiinkin vaihtoehtoisesti vakuudelliseksi lainaukseksi, lisäksi tämä kirjanpitosääntöjen mukaan velkaantumista. On kuitenkin huomattava, että varsin useissa maissa kirjanpito- ja konkurssilainsäädännössä on eroja siinä, mikä hyväksytään todelliseksi myynniksi.

Vaikka eri maiden tuomioistuimilla on ollut hieman erilaisia tulkintoja todellisen myynnin kriteereistä, ainakin seuraavat yhteiset

¹⁸⁸ Tämä siis siinä vaiheessa, kun arvopaperistamistransaktiota muodostetaan ja arvopaperistettavat omaisuuserät siirretään erillisyhtiölle. Myöhemmin liikkeeseenlaskun jo tapahduttua alullepanija voi kuitenkin merkitä itselleen tietyn, etuoikeusluokaltaan heikon liikkeeseenlaskun luokan eli ns. osake-tranchen, jonka se tämän kantaman suuren riskin vuoksi ottaa vastuulleen nimenomaan antaakseen eräänlaisen takauksen muuta transaktiota kohtaan.

tekijät pystytään identifioimaan niistä kaikista. Todellisen myynnin täytyy toteutuakseen täyttää ainakin seuraavat kriteerit¹⁸⁹:

1. Mitä enemmän erillisyhtiöllä on oikeuksia palauttaa omaisuuseriä alullepanijalle, sitä pienemmäksi käy todennäköisyys, että siirto katsottaisiin todelliseksi myynniksi. Mikäli siirtoon kuitenkin liittyy palautusoikeuksia, punnitaan seuraavaksi tarkasti, muistuttaako omaisuuserien siirto todelliselta luonteeltaan enemmän rahoitus-transaktiota vai myyntiä.
2. Todelliseen myyntiin ei katsota kuuluvan alullepanijan takaisinosto-oikeutta.
3. Kaikki omaisuuseristä saatavat tulot tulee tulouttaa erillisyhtiölle; ei enää osiakaan tuloista suoraan alullepanijan kassaan.
4. Joissakin maissa tulee huomiota kiinnittää myös siihen, miten siirrossa käytetty myyntihinta on määräytynyt. Esimerkiksi korkoindexiin sidottu hinta saatetaan tulkita indikaatioksi vakuudellisesta lainasta. Turvallisin tapa hinnoitella omaisuuserien siirto olisi käyttää omaisuuserien myynnissä erillisyhtiölle diskonttoa, joka peittäisi erillisyhtiön rahoituskustannukset sekä tappioriskin.
5. Omaisuuseriin liittyvien kassavirtojen hallinnoinnissa ja tilityksessä voi syntyä ongelmia, mikäli jossain vaiheessa alullepanijan varat sekä erillisyhtiön varat ovat yhdessä. Alullepanija voi kyllä toimia erillisyhtiön agenttina.
6. Viitteenä siitä, että kyseessä olisi todellisen myynnin sijasta vakuudellinen laina, voidaan pitää seuraavia seikkoja:
 - Alullepanija on erillisyhtiön velallinen joko siirtoajankohtana tai ennen sitä.
 - Erillisyhtiön saatavat voidaan kuolettaa alullepanijan suorittamalla maksuilla tai takaisinostoilla.
 - Alullepanija on velvollinen maksamaan erillisyhtiölle koituvat kustannukset maksamatta jääneistä tai ei kerättävissä/perittävässä olevista saatavista.

¹⁸⁹ Norton, J. – Spellman, P. (1991).

Liite 2

Arvopaperistettujen erien liikkeeseenlaskumuodot ja niiden piirteet

Luvussa 1 käytiin läpi tärkeimmät instrumenttien perusrakenteet. Näihin tärkeimpiin instrumenttirakenteisiin liittyy kuitenkin aina liikkeeseenlaskukohtaisia piirteitä, jotka tulee ottaa myös huomioon arvopaperia arvioidessa. Näitä piirteitä pyritään tarkemmin kartoittamaan tässä liitteessä.

Liikkeeseenlaskutyypit

Sekä ABS:istä, MBS:istä että CDO:ista voidaan erotella erilaisia liikkeeseenlaskutyyppejä. Seuraavassa esitellään tyypillisimmät.

MBS

Pass-throughs tarkoittaa kaikkein yksinkertaisinta instrumenttirakennetta, jossa sijoittajalla on suora omistusoikeus sijoitustaan vastaavaan osuuteen omaisuuserien kerryttämistä koroista. Toisin sanoen poolissa olevat omaisuuserät kerryttävät periodeittain, esimerkiksi kuukausittain, korkoa, joka siirretään suoraan eteenpäin sijoittajalle. *Pay-through* vastaavasti viittaa siihen, että maksujen välityksessä on viipeitä.

CMO eli Collateralised Mortgage Obligations tarkoittaa useamman etuoikeusluokkaan jaettua joukkovelkakirjaa, jonka vakuutena olevat omaisuuserät koostuvat kiinnitysluottolainoista tai *pass-through*-instrumenteista. Näistä vakuutena olevista omaisuuseristä saatavat korkovirrat jaetaan sitten bondien sijoittajien kesken. CMO:ssa eri etuoikeusluokkien bondien pituudet voivat vaihdella.

PO- eli Principal Only -arvopaperit ja *IO- eli Interest Only -arvopaperit* kuuluvat ns. *stripped-mortgage -luokkaan*. Periaatteena näissä arvopapereissa on, että perustana olevan kiinnitysluoton kassavirrasta luodaan kahden tai useamman uuden instrumentin kassavirrat. Kuten arvopaperien nimistä havaitaan, PO- arvopaperit tuottavat sijoittajilleen kassavirtaa, jonka perustana ovat vakuutena olevien omaisuuserien pääomamaksut. IO-instrumenttien kassavirta taas perustuu vastaavien omaisuuserien korkovirtoihin. Täten vakuuksina olevien omaisuuserien pääoma- ja korkomaksut ohjataan eri sijoittajille.

Reverse-mortgage on etenkin Yhdysvalloissa kasvattanut nopeasti suosiotaan. Tämän instrumentin puitteissa iäkkäämmät kansalaiset voivat myydä asuntonsa kiinnitysluottopankille, joka taas antaa heille asumisoikeuden asuntoon ja maksaa heille lisäksi tietynsuuruisen kuukausittaisen maksun. Rakenteessa ei yleensä ole tiettyä maturiteettipäivää, vaan sopimus päättyy kiinteistönsä myyneen kuolemaan.

ABS

Yleisesti ottaen ABS:ssä voidaan käyttää hyvin samantapaisia instrumenttirakenteita kuin MBS:ssäkin, etenkin pass-through -rakenteet ovat hyvin yleisiä molemmissa instrumenttiryhmissä. Toisaalta ABS:lle on kehittynyt myös omia liikkeeseenlaskurakenteita arvopaperistettavien omaisuuserien luonteen takia. ABS:ien liikkeeseenlasku- ja instrumenttirakenteista voidaan erottaa ainakin seuraavat:

ABS:t voidaan vakuusmateriaalinsa osalta jakaa lyhentyviin eli kuoleentuviin ja ainaisinstrumentteihin. *Kuolettavissa* arvopaperistamisen vakuutena olevat instrumentit tulee maksaa kokonaisuudessaan pois tietyn ajan kuluessa ja kuolettamisen yhteydessä maksetaan periodeittain pois sekä pääomaa että korkoa. *Ei-kuolettavat instrumentit* taas eivät tavallisesti vaadi pääoman periodittaista poismaksua, mutta niihin liittyy yleensä aina kuitenkin periodeittain maksettava korko. Ei-kuolettavia omaisuuseriä ovat esimerkiksi luottokorttisäästävät.

CDO¹⁹⁰

CDO:iden instrumenttirakenteita voidaan luokitella useallakin tavalla. Rakenteen puolesta CDO:t voidaan jaotella seuraaviin ryhmiin:

Erillisyhtiön käyttötarkoitus: CDO:issa on tyypillistä käyttää joko erillisyhtiötä, joka on perustettu vain yhtä arvopaperistamisliikkeeseenlaskua varten, tai sitten erillisyhtiötä, jota voidaan käyttää useammassa liikkeeseenlaskussa. Tällaista useammassa liikkeeseenlaskussa käytettävää erillisyhtiötä kutsutaan usein nimellä master trust.

Kassavirta- ja markkina-arvorakenteet: Kassavirtarakenteessa kaikkien sijoittajille maksettavien erien vakuutena ovat erillisyhtiön

¹⁹⁰ Mm. Das, S. (2001).

hallussa olevista omaisuuseristä saatavat kassavirrat. Markkina-arvoisessa taas erillisyhtiön omistamat vakuutena toimivat omaisuuserät arvostetaan periodeittain markkina-arvoonsa ja tämä markkina-arvo sekä sen kehitys toimivat vakuuksien kehityksen indikaationa. Mikäli omaisuuserien markkina-arvo vajoaa liian alas, joudutaan vakuuksina olevia omaisuuseriä myymään, jotta ylivakuustamisen taso poolissa säilyisi.

Liikkeeseenlaskutarkoituksensa mukaan CDO:t voidaan taas jaotella seuraaviin luokkiin:

Arbitraasirakenne: Arbitraasirakenteessa alullepanija huomaa markkinoilla instrumentteja, jotka vaikuttavat aliarvostetuilta. Hän ostaa näitä instrumentteja, arvopaperistaa ne ja pyrkii sitten hyötymään vakuutena olevien omaisuuserien ja arvopaperistettujen omaisuuserien tuottoeroista.

Taserakenne: Taseperusteiseksi CDO:n voi luokitella silloin, kun alullepanija haluaa sen avulla saavuttaa helpotusta säädellyistä pääomavaatimuksista, hakea lisärahoitusta markkinoilta tai pyrkii pienentämään taseen kokoa. CDO:n materiaali tulee alullepanijan taseesta ja perimmäisenä pyrkimyksenä on alullepanijan taseen hallinta.

Etuoikeusluokittelu (subordinointi)

Subordinoidun rakenteen käyttäminen arvopaperistettujen arvopapereiden liikkeeseenlaskussa on markkinoilla hyvin suosittua. Subordinoidulla rakenteella tarkoitetaan sitä, että arvopaperin liikkeeseenlasku on jaettu useampiin eri etuoikeudella varustettuihin etuoikeusluokkiin. Näitä etuoikeusluokkia kutsutaan usein *trancheiksi*. Kunkin luokan etuoikeusasemaa muihin luokkiin nähden kuvaa kunkin tranchen oma luottoriskiluokitus, jonka myöntää luottoriskiluokittaja tähän trancheen kohdistuvien vakuuksien ja takauksien tms. järjestelyiden perusteella. Luottoriskiluokituksista AAA tarkoittaa kaikkein parasta, ja tälle alisteisia ovat kaikki alemman luottoriskiluokituksen omaavat luokat, kuten B- ja C-luottoriskiluokituksella varustetut kyseisen liikkeeseenlaskun arvopaperit. Parasta luokkaa kutsutaan myös senior-trancheeksi ja tälle alisteisia luokkia junior-trancheeksi. Näiden velkaosien lisäksi subordinoituun rakenteeseen kuuluu vielä luottoriskiluokittamaton arvopaperiosa, joka käyttäytyy ominaisuuksiensa vuoksi lähes tavallisen osakkeen tavoin. Tätä osaa kutsutaankin osakeosaksi. Osakeosa voidaan juridisesti laskea liikkeeseen joko velka- tai osakemuotoisena.

Etuoikeudella ja etuoikeusluokkarakenteella tarkoitetaan nimenomaan etuoikeutta saada transaktioon liittyviä maksuja, kuten korkotai pääomamaksuja. Mikäli arvopaperistamisen vakuutena olevassa poolissa syntyy esimerkiksi luottotappioita, nämä tappiot kohdentuvat aina ensin alemman luottoriskiluokituksen arvopapereihin ja kaikkein ensimmäisenä osakeosaan tai ns. first-loss-positioon. Täten nämä alemmat luokat eli tranchet toimivat siis suojaavana puskurina liikkeenlaskun korkeamman luottoriskiluokituksen papereita kohtaan.

Subordinoidussa rakenteessa pyritään löytämään sellainen kombinaatio senior-, junior- ja osakeosien välille, että se maksimoisi SPV:n arvon. Päätettäessä, miten suuria ovat senior-, junior- ja osakeosat, tutkitaan aina kahta näkökulmaa: veroetujen näkökulmasta velan käyttö on edullisin vaihtoehto, kun taas konkurssikustannusten näkökulmasta osakeosan käyttö olisi hyödyllistä. Yleisesti voidaan todeta, että SPV:n omaisuuserien arvostuksen volatiliteetin ollessa pieni SPV käyttää enemmän senior-velkaa kuin se tekisi siinä tapauksessa, että omaisuuserien volatiliteetti olisi suurempi.¹⁹¹

Varsin usein alkuperäinen arvopaperistamisen alullepanija merkitsee itse kaikkein suuririskisimmän osakeosan, joka näin tavallaan toimii eräänlaisena takauksena muille liikkeeseenlasketuille arvopapereille. Sinänsä subordinointi on hyvin edullinen liikkeeseenlaskun muoto, sillä näin voidaan kattaa yhdellä liikkeeseenlaskulla monien eri sijoittajien sijoitustoiveet, kun sijoituskohteiksi pystytään saamaan eri riskillä ja täten myös eri tuotto-odotuksilla varustettuja arvopapereita.

Esimerkkinä voidaan tarkastella eri etuoikeusluokkiin jaetun CDO:n rakennetta. Kuvitellaan, että erillisyhtiö on laskemassa liikkeeseen arvopapereita 500 miljoonan euron arvosta. Tällöin se voi jaotella tämän liikkeeseenlaskun eri etuoikeusluokkiin mm. seuraavasti:

- AAA-luottoriskiluokituksella varustettuja joukkovelkakirjalainoja 74,5 prosenttia koko emission määrästä eli 372,5 miljoonaa euroa
- A-luottoriskiluokituksella varustettuja joukkovelkakirjalainoja 8,0 prosenttia koko emission määrästä eli 40 miljoonaa euroa
- BBB-luottoriskiluokituksella varustettuja joukkovelkakirjalainoja 4,75 prosenttia koko emission määrästä eli 23,75 miljoonaa euroa
- BB-luottoriskiluokituksella varustettuja joukkovelkakirjalainoja 4,5 prosenttia koko emission määrästä eli 22,5 miljoonaa euroa

¹⁹¹ Skarabot, J. (2002a ja 2002b).

- ei-luottoriskiluokiteltu, riskipitoisin ns. osakeosa 8,25 prosenttia koko emission määrästä eli 41,25 miljoonaa euroa.

Näistä liikkeeseenlaskuista saadut varat erillisyhtiö sitten CDO:n tapauksessa sijoittaisi vakuusmateriaaliin, josta esimerkiksi 80 prosenttia voisi olla vakuudellisia pankkilainoja ja 20 prosenttia korkeatuottoisia bondeja.¹⁹²

Mikäli mietitään tarkemmin, mitä erilaisia maksuja tähän erillisyhtiön tekemään liikkeeseenlaskuun liittyy ja millaisia etuoikeusjärjestyksiä maksuihin kohdistuu, voitaisiin etuoikeusluokat järjestää seuraavasti tärkeimmästä alkaen:

1. Verot, hallinnolliset maksut ja kulut
2. AAA-lainoihin sijoittaneet
3. A-lainoihin sijoittaneet
4. BBB-lainoihin sijoittaneet
5. BB-lainoihin sijoittaneet
6. Kulut, joita ensimmäisessä vaiheessa ei katettu, vakuuksien hallinnointipalkkiot
7. Osakeosaan sijoittaneiden maksut

¹⁹² Mm. Toronto Dominion Securities, presentation of collateral debt obligations (2000).

Liite 3

Liikkeeseenlaskuihin liittyvät takausrakenteet

Takaukset¹⁹³

Kun tarkoituksena on saada arvopapereille korkeampi luottoriskiluokitus kuin arvopaperistamisen alullepanijalla tai arvopaperistettavalla omaisuuserällä on, tarvitaan yleensä erilaisia takausjärjestelyjä (credit enhancement) arvopaperistetun liikkeeseenlaskun tueksi. ABS:ille voidaan käyttää esimerkiksi seuraavia luotto- tai likviditeettiriskiltä suojautumismenetelmiä:

Vakuutusyhtiön takaus (surety bond): Luottoriskiluokiteltu ja valvonnan alainen vakuutusyhtiö voi antaa ABS:n poolista vakuutuksen, jonka mukaan se tulee korvaamaan kaikki poolissa mahdollisesti syntyneet tappiot. Yleensä vakuutusyhtiö vaatii takaamilleen liikkeeseenlaskuille vähintään BBB:n luottoriskiluokituksen.

Kolmannen osapuolen tai emoyhtiön takaus: Yleensä tällainen kolmannen osapuolen takaus käsittää lupauksen vastata poolin tappioista tiettyyn määrään saakka.

LOC eli letter of credit: Tässä takaajana toimii pankki, joka lupautuu korvaamaan poolin tappiot tiettyyn rajaan saakka. Pankille maksetaan tästä sitoutumisesta periodittaista palkkiota. Takaaja voi olla nimenomaan joku muu kuin alkuperäinen alullepanijapankki. Tulevaisuuden kannalta mielenkiintoista on nähdä, miten pankkien väliset takaukset tulevat kasvamaan ja miten niitä mahdollisesti aletaan säännellä.

Aina kolmannen osapuolen liittyessä takausrakenteisiin sopimukseen liittyy riski myös tätä kolmatta osapuolta kohtaan. Riski liittyy nimenomaan siihen, miten hyvin takaajan oletetaan suoriutuvan sille mahdollisesti takaussopimuksen kautta lankeavista velvoitteista. Tämän vuoksi takaajalla on oltava hyvä luottoriskiluokitus, sillä sen luottoriskiluokituksella on vaikutusta myös ABS-liikkeeseenlaskun luottoriskiluokitukseen.

¹⁹³ European Securitisation Forum (1999) ja The Bond Market Association (1998).

Subordinointi: Vaikka subordinointi onkin eräs liikkeeseenlaskun muoto, sitä voidaan käsitellä osittain myös eräänlaisena takausjärjestelmänä. Tämä sen vuoksi, että etuoikeusasemaltaan alemmat luokat eli tranchet toimivat suojaavana puskurina liikkeeseenlaskun korkeamman luottoriskiluokituksen papereita kohtaan. Myös se, että alkuperäinen alullepanija merkitsee suurempiriskisen osakeosan itselleen, toimii eräänlaisena takauksena muille liikkeeseenlasketuille arvopapereille. Tässä mielessä subordinoitu rakenne voidaan siis mieltää eräänlaiseksi takaukseksikin.

Overcollateralization eli ylivakuustaminen: Tässä tapauksessa vakuutena olevan lainaportfolion nimellisarvo on suurempi kuin arvopaperien liikkeeseenlaskun.

Tuotto-spread (yield spread): Tuotto-spread toimii ensimmäisenä puskurina arvopaperistamisen vakuutena olevassa poolissa syntyviä tappioita vastaan. Se on poolissa vakuutena olevan materiaalin koron sekä arvopaperistamisen yhteydessä liikkeeseen laskettujen arvopaperien tuottaman koron erotus.

Excess spread: Hieman tuotto-spreadin tapaan toimii myös ns. *excess spread*. Siinä poolissa olevat omaisuuserät tuottavat suurempaa korkovirtaa kuin arvopaperistetuille instrumenteille maksetaan ulos, joten yli jäävä osuus voidaan joko käyttää periodeittain mahdollisten tappioiden paikkaamiseen tai siirtää edelleen ns. vararahastoon, ellei tappioita ole syntynyt.

Vararahasto (reserve fund): Vararahastoon kerättyjä varoja käytetään kompensoimaan poolissa tapahtuneita tappioita. Vararahastoa käytetään usein yhdessä jonkin muun suojausmenetelmän kanssa.

CCA eli Cash Collateral Amount: Arvopaperistamistransaktion liikkeeseenlaskija ottaa liikepankista pankkilainan, joka kooltaan vastaa tarvittavaa takauksensummaa. Lainatun summan liikkeeseenlaskija sitten sijoittaa korkean luottoriskin yritystodistuksiin¹⁹⁴.

CIA eli Collateral Invested Amount: Vastaa rakenteeltaan subordinoitua luokkaa. Sen ostaa joko yksittäinen takaaja tai sitten se arvopaperistetaan private placement -menettelyn kautta useammalle sijoittajalle.

¹⁹⁴ Yritystodistus eli commercial paper.

Liite 4

Tulevien kassavirtojen arvopaperistaminen

Tulevien kassavirtojen ja saatavien arvopaperistaminen eli future flow -arvopaperistaminen

Future flow -arvopaperistamisesta on kyse silloin, kun arvopaperistamisen kohteena ovat tulevat saatavat (future receivables) tai tulevat kassavirrat (future flow receivables). Tämän kaltainen arvopaperistaminen toteutetaan tyypillisesti ABS-muotoisena. Future flow -arvopaperistamisen yhteydessä huomiota kiinnitetään etenkin tulevaisuudessa syntyvien tai konkretisoituvien saatavien luonteeseen, sillä niiden luonne määrittää pitkälti erien soveltuvuuden arvopaperistamisen kohteeksi. Arvopaperistettavissa omaisuuserissä huomiota on kiinnitettävä ainakin siihen onko saatavien myyjällä eli arvopaperistamisen alullepanijalla jo olemassa sitova sopimus kassavirtojen olemassaolosta vai perustuvatko kassavirrat vasta tulevaisuudessa tehtäviin sopimuksiin. Tulevien kassavirtojen ja saatavien arvopaperistamisessa on pohdittava, miten hyvin näiden omaisuuserien tuleva kokonaismäärä on arvioitavissa etukäteen, sillä juuri tähän arvioon perustuu transaktion arvostus. Toisaalta huomioita on kiinnitettävä siihen, muodostuuko ennakkoon kerättävistä kassavirroista suoraan sijoittajan lopullinen tuotto vai liittyykö kassavirtoihin joitain rasitteita (kuten vakuutuspremioiden tapauksessa), jotka sitten voivat vaikuttaa kanavoitavien kassavirtojen määriin¹⁹⁵.

Future flow -arvopaperistamisesta on usein etsitty vastausta esimerkiksi kehittyvien talouksien yritysten rahoitusongelmaan, mutta tämäntyyppiseen arvopaperistamiseen liittyy kuitenkin vielä paljon juridisia ja verotuksellisia ongelmia. Juridisista ongelmista voitaisiin mainita tapaukset, joissa alullepanija on mennyt konkurssiin ennen kuin kaikkia transaktioon kuuluvia kassavirtoja on ehditty siirtää eteenpäin. Tällöin ongelmia on ilmennyt esimerkiksi siinä, kuuluvatko vielä toteutumattomat kassavirrat alullepanijalle vai erillisyyhtiölle. Esimerkiksi Ranskassa tehtiin vuonna 2000 päätös, jossa korkein oikeus jätti tulevat kassavirrat konkurssipesän haltuun siitäkin huolimatta, että maan laki tunnustaa future flow -arvopaperistamisen. Viranomaiset pyrkivätkin selvittämään tuleviin saataviin liittyvää oikeu-

¹⁹⁵ Ks. lähemmin de Kergommeaux, X. – Benteux, G. (2001).

dellista epävarmuutta. Mainittakoon mm. UNICITRALin¹⁹⁶ pyrkimykset selvittää tulevien saatavien siirron pätevyyttä ja kyseisten sopimusten kolmatta osapuolta kohtaan nauttimaan suojaa. Nämä kysymyksethän nousevat tärkeiksi etenkin rajat ylittävissä emissioissa¹⁹⁷.

Future flow -arvopaperistamisten turvallisuudesta on esitetty myös arvioita, jotka perustuvat vakuusmateriaalin laatuun. Näistä esimerkiksi voidaan mainita luottoriskiluokittajien tilastoihin perustuvat arviot siitä, mitkä vakuudet luovat future flow -arvopaperistamisesta turvallisemman kuin jostain toisesta. Vakuuksien mukaan lista vähäriskisimmistä riskipitoisempaan on seuraava¹⁹⁸: raakaöljyyn perustuvat tulevat kassavirrat; lentolipputuloihin, luottokorttimaksuihin sekä puhelin- ja sähköverkkoihin perustuvat kassavirrat; öljy- ja kaasurojaljit sekä vientisaatavat ja verotulot.

Koko liiketoiminnan arvopaperistaminen (OpCo eli operating company securitisation)

Tyypillistä koko liiketoimintansa arvopaperistamiseen ryhtyville yrityksille on, että niillä on omistuksessaan merkittävä kiinteistömassa, jokin tuotemerkki tai merkittävä määrä varastoitua tavaraa (esim. samppanjarasto). Näiden erien arvostaminen alullepanijan taseessa voi kuitenkin olla vaikeaa. Esimerkiksi tuotemerkkejä ei muulla tavoin voida ottaa huomioon taseessa, mutta mikäli niille voidaan arvopaperistamalla saada arvostus, ne voidaan tätä kautta saada mukaan taseeseen.

Koko liiketoiminnan arvopaperistamisessa on kuitenkin merkittäviä eroja perinteiseen arvopaperistamisrakenteeseen. Ensinnäkään SPV ei ole erillään alullepanijan yritysrühmästä vaan sen jäsen. Lisäksi etenkin Isossa-Britanniassa, missä koko liiketoiminnan arvopaperistamisia on tehty useita, on SPV hyvin usein perustettu Isoon-Britanniaan eikä sen ulkopuolelle, kuten usein perinteisen arvopaperistamisen yhteydessä. Kaikkein suurin ero perinteisen arvopaperistamisen ja koko liiketoiminnan arvopaperistamisen välillä on kuitenkin se, että koko liiketoiminnan arvopaperistamisessa arvopaperistettavia eria ei myydä SPV:lle vaan ne siirretään SPV:lle käyttämällä vakuudellista lainaa. Rakenteen poikkeuksellisuuden vuoksi suurin osa transaktioista onkin toteutettu Isossa-Britanniassa, jossa lainsäädäntö tukee tämänkaltaisia transaktiorakenteita.

¹⁹⁶ UNICITRAL = United Nations Commission on International Trade Law.

¹⁹⁷ UNICITRAL (2001a).

¹⁹⁸ Ketkar, S. – Ratha, D. (2001).

Julkisen sektorin arvopaperistaminen

Julkisen sektori ja valtio ovat olleet innokkaita arvopaperistajia mm. Italiassa ja Kreikassa¹⁹⁹. Esimerkiksi Kreikka on käyttänyt arvopaperistamista runsaasti: joidenkin laskelmien mukaan Kreikan arvopaperistamiset olisivat jopa 4,1 prosenttia BKT:stä, joka olisi suurempi osuus kuin millään muulla eurooppalaisella valtiolla. Julkisen sektorin ja valtion mahdollisuuksia hyödyntää arvopaperistamista on tutkittu useallakin taholla. Esimerkiksi Nick Daviesin työpäivi *Securitization: a public policy tool?* keskittyy kartoittamaan arvopaperistamisen hyötyjä valtiolle Uudessa-Seelannissa.

Arvopaperistamisen suurin hyöty julkisellekin sektorille on sen tarjoama mahdollisuus tehokkaampaan rahoitukseen. Vaikka verotus luonnollisesti tarjoaakin valtiolle kanavan lisärahoituksen hankkimiseen, on arvopaperistaminen kuitenkin varteenotettava vaihtoehto sellaisessa tilanteessa, jossa valtiolla on paljon velkaa ulkomaille. Samoin kuin yritykset valtiokin voi arvopaperistamalla vapauttaa pääomaa uudelleensijoittamista varten ja välttää näin lisävelalta investointien rahoituksessa. Koska valtioilla on ilmennyt insentivejä käyttää arvopaperistamista myös tase-lukujen muokkaamiseksi, on mm. Eurostat²⁰⁰ antanut ohjeet siitä, miten future flow -arvopaperistamiset tulee kirjata. Eurostatin ohjeiden mukaisesti sellaisten arvopaperistamisten tuotot, jotka eivät kohdistu jo olemassa oleviin omaisuuseriin, on valtioiden taseessa kirjattava aina velkana²⁰¹.

Vakuutustoiminnan arvopaperistaminen

Vakuutustoiminnassa arvopaperistamistoiminnan aloittamisen syyt ovat hyvin pitkälle samat kuin missä tahansa muussakin yhteisössä. Yleensä vakuutusyhtiöt tavoittelevat arvopaperistamisella taloudellista hyötyä, veroetuja tai riskien siirtoa. Yhtä lailla syyt voivat liittyä ROE:n maksimointiin, yritysostoihin tai pyrkimyksiin vastata luotto-

¹⁹⁹ Valtio on Italiassa arvopaperistanut mm. sosiaaliturvamaksuja, vakuutuspreemioita sekä valtio-omisteisten kiinteistöjen myyntivoittoja.

²⁰⁰ Eurostatin tarkoituksena on tarjota Euroopan unionin jäsenmaille korkealaatuista tilastotietoa eri aloilta sekä kerätä ja analysoida tietoa keskitetysti. Eurostat sijaitsee Luxemburgissa.

²⁰¹ Eurostat (2002).

riskiluokittajan vaatimuksiin esimerkiksi velalle asetettujen kriteerien osalta.

a) Henkivakuutusarvopaperistamiset

Henkivakuutusyhtiöt ovat viime aikoina kohdanneet yhä kovempaa kilpailua. Toimintaympäristön vaatimuksia ovat lisänneet mm. henkivakuutusyhtiöiden yhtiömuotojen muutokset, jotka ovat merkinneet vakuutusyhtiöille paineita vastata osakkeenomistajien odotuksiin ja tehdä osakkeille kilpailukykyistä tuottoa. On pyritty lisäämään pääoman tuottoa, purkamaan riskikeskittymiä ja välttämään velkaantumista. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi vakuutusyhtiöt ovat ottaneet käyttöönsä arvopaperistamiset. Kun henkivakuutusyhtiöt arvopaperistavat tulevat saatavansa, ne saavat välittömästi käteensä pääomaa, jonka voivat sijoittaa yhä tuottavammin. Koska saatavat ovat realisoitumattomia, niiden kokoluokan on oltava hyvin realistisesti arvioituja.

Ennen arvopaperistamisen alkua henkivakuutusyhtiöt purkivat riskejään lähinnä jälleenvakuuttajien kautta, mutta jälleenvakuuttajat kävivät nopeasti hyvin kalliiksi suojautumiskeinoksi. Lisäksi jälleenvakuuttajien myöntämät vakuutukset rajoittuivat aina maksimissaankin 10 vuoteen ja varsin usein niihin liittyi vielä joitain erillisiä toimeenpanoehtoja. Arvopaperistaminen on näin ollen huomattavasti joustavampi suojautumiskeino.

b) Katastrofibondit

Katastrofibondit saivat alkunsa 1990-luvun alussa Yhdysvalloissa, kun vakuutusyhtiöt havaitsivat kaksi seikkaa. Ensinnäkin vakuutusnottajien määrä oli voimakkaassa nousussa. Toiseksi myös korvausvaatimukset olivat hurjassa nousussa. Yksin vuosien 1989 ja 1995 välillä luonnonmullistusten (pyörremyrskyjen, sateiden, maanjäristysten ja tuulivahinkojen) aiheuttamat korvausvaatimukset nousivat 75 miljardiin dollariin, kun ne olivat olleet vain 50 miljardia dollaria vuosina 1950–1988. Luonnollisesti myös jälleenvakuuttajien hinnat nousivat samaan aikaan yli kaksinkertaisiksi, joten vakuutusyhtiöiden oli keksittävä jotain tämän suojautumistavan rinnalle. Vakuutusyhtiöt alkoivatkin arvopaperistaa saataviaan ja pystyivät näin hajauttamaan riskejään sijoittajille. Yleensä katastrofiarvopaperistamisissa sijoittajan saama tuotto riippuu realisoituneiden katastrofien määrästä. Mikäli vakuutettua katastrofia ei arvopaperistetun instrumentin voimassaoloaikana tapahdu, saa sijoittaja mukavan tuoton, mutta mikäli katastrofi ta-

pahtuu, vähentävät maksettavat korvaukset aina sijoittajan tuottoa²⁰². Viime aikoina katastrofibondit ovat tulleet yhä suosittumiksi.

²⁰² Borden, S. – Sarkar, A. (1996).

Lähteet

- Albrecht, T.W. – Smith, S.J. (1998) **Corporate Loan Securitization: Selected legal and regulatory issues.** Duke Journal of Comparative and International Law.
- Artesia BC (2000) **Securitisation.** Economic review No. 205, Artesia Research Department.
- Association Belge des Banques (1995a) **Titrisation (1).** Les principaux obstacles éliminées, Aspects et documents, № 176.
- Association Belge des Banques (1995b) **Titrisation (2).** Eliminer les obstacles qui subsistent, Aspects et documents, № 178.
- Banque de France (1997) **La Titrisation en 1996.** Bulletin de la Banque de France, № 48.
- Banque de France (1998) **Avis aux établissements de crédit № 98-1.** Banque de France 15.12.1998.
- Banque de France (1999) **Les titres de créances négociables.** Note d'information, № 117.
- Banque de France (2000) **Avis aux établissements de crédit № 2000-2.** Banque de France 29.8.2000.
- Banque de France (2001) **Le marché français des billets de trésorerie.** Bulletin de la Banque de France, № 87.
- Bauza, R.P. (2001) **Asset Securitisation in Argentina.** Derivatives Report, Vol. 2, No. 7.
- Bazinas, S.V. (1998) **An International Legal regime for receivables Financing: UNCITRAL's Contribution.** Duke Journal of Comparative and International Law.
- Ben Salah, K. – Surpas-Lemonnier, G. (2001) **Les financements immobiliers: quelle structuration?** Le Juriste Octobre / Novembre 2001. www.le-juriste.com/edit/bf007.htm.

- Bernanke, B.S. – Gertler, M. (1995) **Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission**. Journal of Economic Perspectives, 9, 27–48.
- BIS – Basle Committee on Banking Supervision (1999) **Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basle Accord**. Working Paper No. 1. Working group led by Patricia Jackson. Bank for International Settlements - Basle Committee on Banking Supervision.
- BIS – Basle Committee on Banking Supervision (2001a) **Asset Securitisation – Consultative Document**. Bank for International Settlements – Basle Committee on Banking Supervision.
- BIS – Basle Committee on Banking Supervision (2001b) **Working Paper on the Treatment of Asset Securitizations**. Bank for International Settlements – Basle Committee on Banking Supervision.
- BIS – Basle Committee on Banking Supervision (2003) **The New Basel Capital Accord – Consultative Document**. Bank of International Settlements – Basle Committee on Banking Supervision.
- Borchert, M. (1999) **The euro and the large banks' behaviour within the EMU – Entrepreneurial strategies and monetary policy**. BNL Quarterly Review, No. 208.
- Borden, S. – Sarkar, A. (1996) **Securitizing Property Catastrophe Risk**. Current Issues in Economics and Finance, Vol. 2, No. 9, Federal Reserve Bank of New York.
- Blåvarg, M. – Lilja, P. (1998) **Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?** Penning- och valutapolitik. Riksbanken, Nr. 3.
- Bond Market Association (2001) **Accounting Standards Shaping Paths of Domestic, Global Securitization Markets**. Bond Market Association newsletter. The Bond Market Association web-pages: www.bondmarkets.com.
- Boulard, P. (1997) **Bercy lève les verrous sur le marché de la titrisation**. La Tribune, 10.10.1997.

- Bousselham, A. (2002) **Moderator speech**. Puhe BNP Paribas'n järjestämässä Financial Managers Conference on Structured Investments -seminaarissa, 11.4.2002 Pariisi.
- de Boissieu, C. (2001) **La Titrisation: Une mise en perspective**. *Révue d'économie financière*, № 59, 15–23.
- Böhringer, M. – Lotz, U. – Solbach, C. – Wentzler, J. (2001) **Conventional versus Synthetic Securitisation – Trends in German ABS Market**. Deloitte & Touche Germany.
- Cantor, R. – Demsetz, R. (1993) **Securitization, Loan Sales, and the Credit Slowdown**. FRBNY Quarterly Review / Summer.
- Cevers, P.D. (1995) **Commercial Mortgage Securitisation in Europe: The Market and the Structuring Issues**. *The Financier*, Vol. 2, No. 3.
- CBF (2003) **Liste des organismes de placement en créances belges**. Commission bancaire et financière, julkaistu 5.3.2003.
- COB (1998) **Facts & Figures 1998**. Commission des Opérations de Bourse.
- COB (1999a) **Facts & Figures 1999**. Commission des Opérations de Bourse.
- COB (1999b) **Statistiques Boursières et Financières**. 4. vuosineljännes 1999, Commission des Opérations de Bourse.
- COB (2000a) **Bulletin Mensuel**. № 351, Commission des Opérations de Bourse.
- COB (2000b) **Statistiques Boursières et Financières**. 4. vuosineljännes 2000, Commission des Opérations de Bourse.
- COB (2001) **Statistiques Boursières et Financières**. 3. vuosineljännes 2001, Commission des Opérations de Bourse.
- Credit Derivatives Update 2002**. Euromoney Reseach Guides, Euromoney supplement.

- CSFB (2001a) **CSFB Global ABS Roundup**. Credit Suisse First Boston.
- CSFB (2001b) **U.K. CMBS - Laying the Foundations for Growth**. 17 May 2001, Credit Suisse First Boston.
- CSFB (2001c) **U.K. Non-Confirming RMBS- Building on Success**. 2 March 2001, Credit Suisse First Boston.
- CSFB (2001d) **Weekly European Securitisation Market Watch**. Credit Suisse First Boston.
- Danmarks Nationalbank (2002) **Monthly Financial Statistics**.
- Davies, N. (2002) **A Summary of Jersey's Position in Relation to OECD and EU Tax Harmonisation Initiatives**. Mourant briefing.
- Davis, N. (2000) **Securitisation: a Public Policy Tool?** NZ Treasury Working Paper.
- Demsetz, R.S. (1999) **Bank Loan Sales: A New Look at the Motivations for Secondary Market Activity**. FRBNY staff report, No. 69.
- Deutsche Bundesbank Monthly Report (1997) **Asset-backed Securities in Germany: the Sale and Securitisation of Loans by German Credit Institutions**.
- Duff – Phelps (1999) **Residential Mortgage Securitisation in the Netherlands**. Special Report European Structured Finance.
- Englannin pankki (2001) **Financial Stability Review**. Bank of England.
- Estrella, A. (2001) **Securitisation and the efficacy of monetary policy**. FRBNY Conference on Financial Innovation and Monetary Transmission (esitelmä).
- EU:n komissio (2003) **Review of Capital Requirements for Banks and Investment Firms**. Commission services third consultation paper, explanatory document. 1.7.2003.

European Securitisation Forum (1999) **European Securitisation: A Resource Guide.** www.europeansecuritisation.com/assets/images/ESFGuide.pdf.

European Securitisation Forum (2002) **ESF Securitisation Data Report.** Spring 2002. www.europeansecuritisation.com.

Eurostat (2002) **Euro-zone in 2001: Government deficit at 1.3% of GDP and public debt at 69.1% of GDP.** News release, No. 35.

Eurotitrisation. www.eurotitrisation.fr.

Financial Services Authority (2002) **Cross-sector risk transfers.** Discussion Paper.

FSA (Financial Services Authority) (2001) **Interim Prudential sourcebook: Banks.** www.fsa.gov.uk/handbook/ipru_bank.pdf.

Financial Timesin artikkeleja:

Companies using ABS seen as risky. 12.2.2002.

Leader-accounting, the fears spreads. 31.1.2002.

Media too go 'off the balance sheet'. 7.2.2002.

UK Companies embrace cashflow securitisation. 12.7.2001.

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (1999a) **Securitization and Its Impact on Bank Ratings.** Financial Services Special Report.

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (1999b) **Implications of Securitization for Finance Companies.** Financial Services Special Report.

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (1999c) **Securitisation of Italian Non-Performing Loans.**

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (2000) **European Securitisation News.**

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (2001a) **Stressless Securitisation in France.**

Fitch (IBCA, Duff – Phelps) (2001b) **Structured Finance Default Study.**

- Fitch (2002) **L'impact de la titrisation sur la note de la dette senior non-garantie des entreprises en Europe**. Rapport spécial, Entreprises et financements structurés, Fitch Ratings.
- Frankel, T. (1998) **Cross-Border Securitization: Without Law, but not Lawless**. Duke Journal of Comparative and International Law, Vol. 8, 255–282.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002a) **Securitisation in Italy**. June 2002. www.freshfields.com.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002b) **Structured finance news**. Newsletter. www.freshfields.com.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002c) **Trade receivables securitisation in Italy**. www.freshfields.com.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002d) **Whole business securitisation in Italy – the way ahead?** www.freshfields.com.
- Gangwani, S. (1998) **Speaking of Securitisation; accounting, tax, regulatory and other developments affecting transfers and servicing of financial assets**. Deloitte & Touche, Vol. 3, Issue 4-1 (special edition).
- Gangwani, S. (1998) **MBS Structuring: Concepts and Techniques**. The Securitisation Conduit, Vol. 1, No. 3.
- Grossman, R.J. (2000) **Securitize or Sink**. The Journal of Lending & Credit Risk Management.
- Gardener, E.P.M (1986) **Securitisation and The Banking Firm**. Research Papers in Banking and Finance RP 86/15. University College of North Wales.
- Guynn, R.D. (1996) **Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws**. A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, International Bar Association Section on Business Law, Capital Markets Forum.
- Hadfield, G.K. (2000) **Privatizing Commercial Law. Can we reduce costs through competitive private legal regimes?** Regulation, Spring, 40–45.

Hankonen, R.-L. (2002) **Threat to off-balance sheet financial transactions?** Implementing IAS/KPMG. Nordea Debt Capital Markets, Financial Law Seminar 13.11.2002.

Harwood, A. (2000) **Building Local Bond Markets: Some Issues and Actions.** Teoksesta Harwood, Alison (ed.) Building Local Bond Markets: An Asian Perspective, IFC, 1–38. www.ifc.org/publications/pubs/bond/chapter1.pdf.

Honnebier, B.P. (2001) **The New International Regimen Proposed by UNIDROIT as a Means of Safeguarding Rights in rem of the Holder of an Aircraft under Netherlands Law.** Uniform Law Review/ Revue De Droit Uniforme Vol. 6, 2001-1. www.unidroit.org/english/publications/review/articles/2001-1.htm.

Hypostat 1989–1999 (2000) **Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway.** Comparison and Trends. European Mortgage Federation.

International Accounting Standards Committee, www.iasc.org.uk, nykyisin International Accounting Standards Board.

IAS 39 Implementation Guidance (2001) Questions and Answers as of 1 July 2001, International Accounting Standards Board.

IFC (2001) **The IFC Difference.** Annual report of the International Finance Corporation.

IFR (2000) **Structured Finance – special report.**

IFR (2001a) **Debt Capital Markets – special report.**

IFR (2001b) **Securitisation – special report.**

Irish Stock Exchange Listing Rules for Specialist Securities – Asset Backed Debt. The Irish Stock Exchange Limited.

ISR (2001) **International Securitisation Report – Annual Database.** Standard and Poors – Thomson Financial – Deloitte Touche Tohmatsu.

- Jensen, M. – Norton, R. (2001) **Accounting Treatment for Securitisations: Uncertainty and Alternatives?** GT News, 21 December 2001. www.gtnews.com/articles6/4087.shtml.
- Johnson D.K. – Eldridge E.S. (1995) **Asset Securitisation as a Corporate Finance Tool.** The Financier, Vol. 2, No. 3.
- Journal officiel de la République française.** Useita numeroita. www.legifrance.gouv.fr.
- J. P. Morgan (2001) **Spanish Market Update.** RMBS Still King, Global Structured Finance Research, June 18th.
- J. P. Morgan ABS Monitor research reports. 2000–2002.
- Karsenti, R. (2002) **Optimizing Investment Strategy for Official Institutions.** An EIB perspective. Esitelmä BNP Paribas'n järjestämässä Financial Managers Conference on Structured Investments -seminaarissa, 11.4.2002, Pariisi.
- Kauko, K. – Paunonen, H. – Pylkkönen, P. – Ripatti, K. (2002) **Rahoitusmarkkinoiden integraation eteneminen.** Suomen Pankki, Rahoitusmarkkinaosasto, Työpaperi 02/2002.
- de Kergommeaux, X. – Benteux, G. (2001) **La titrisation de créances futures.** Le Juriste, août /septembre 2001. www.le-juriste.com/edit/bf006.htm.
- Ketkar, S. – Ratha, D. (2001a) **Development Financing During Crisis.** Securitization of Future Receivables, Economic Policy and Prospects Group, The World Bank, 5.4.2001.
- Ketkar, S. – Ratha, D. (2001b) **Securitisation of Future Flow Receivables: a Useful Tool for Developing Countries.** Finance and Development.
- Kravitt, J.H.P. (1997) **Securitization.** The Financier, Vol. 4, No. 5, 7–11.
- Krings, E. (1997) **Unification législative internationale récente en matière d'insolvabilité et de faillite.** Uniform Law Review/Revue De Droit Uniforme, № 4.

- Lacour, J.-P. (2000) **Les grandes banques séduites par la titrisation synthétique**. La Tribune, 10.11.2000.
- Latin American Finance & Capital Markets (2001) **The Argentine ABS Market**. 29.8.2001.
- La Titrisation (2000) Useita artikkelleita, Revue d'économie financière, № 59.
- Laurent, J.-P. (2001) **Les dérivés de crédit**. Révue d'économie financière, № 59, 115–134.
- Le Guen, H. (2002) **Global Netting of Market Transactions**. Banque de France Bulletin Digest, No. 99.
- Maillat, J. (1998) **Les entreprises peuvent titriser leurs créances commerciales**. La Tribune 25.9.1998.
- Making Sense of CDOs**. (2002) Credit risk: Securitisation. The Risk lehden erikoisnumero (Risk Special Report).
- Mastroeni, O. (2001) **Pfandbrief-style products in Europe**. Teoksesta The Changing Shape of Fixed Income Markets: a collection of studies by central bank economists, BIS Papers No. 5.
- Maurici, F. (1999) **The New Law on Securitisation in Italy**. Graham & James LLP.
- Minton, B. – Opler, T. – Stanton, S. (1997) **Asset securitisation among Industrial Firms**. Ohio State University.
- Modigliani, F. – Miller, M. (1958) **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. American Economic Review, 48, 261–297.
- Moody's Investor Service (2000) **KfW Sponsors Securitisation Programme in Germany**.
- Moody's Investor Service (2001) **Netherlands 2001 Structured Finance Market Should Reach 17,9 billion Euro, the same as in 2000**. 16.1.2001.

- Moran, J.A. (2000) **Asset-Backed Securitisation in Spain; a Rising Market.** Baker & McKenzie. www.gtnews.com/articles3/2051.html.
- Norton, J. – Spellman, P. (1991) **Asset Securitisation: International Financial and Legal Perspectives.** Blackwell.
- Nyberg, L. (2002) **Swedish housing financing and the EMU.** Speech at Economics Day held at HSB Bank, Stockholm, BIS Review 99/2000.
- OECD (1995) **Securitisation – an International Perspective.** Prepared by John K. Thompson.
- OECD (2002) **OECD Public Debt Markets. Trends and Recent Structural Changes.** OECD.
- Oung, V. (2001) **Considérations prudentielles sur la comptabilisation en ‘juste valeur’ pour les établissements de crédit.** Bulletin de la Banque de France, N° 95.
- PriceWaterhouseCooper (2001) **European Securitisation Survey.**
- Rahoitustarkastus (1996) **Ohje saamisten luovuttamisesta ja arvo-paperistamisesta.** Ohje luottolaitoksille 16.1.1996.
- Rahoitustarkastus (2000) **Luottojohdannaisten käsittely luottolaitosten vakavaraisuuslaskennassa ja suurissa asiakasriskeissä.** Kannanotto K/33/2000/tto 5.12.2000.
- Raimo Husun haastattelu (2002).
- Ramos, A.M. (1998) **Government Expenditure Arrears: Securitization and Other Solutions.** International Monetary Funds Working paper, WP/98/70.
- Recommandations communes (2002) **Montages déconsolidants et sorties d’actifs.** Recommandations communes Commission des Opérations de Bourse – Commission Bancaire, 15.11.2002. www.cob.fr/docu_srp/S0120021115D0549N01.pdf.
- Regeringens proposition 2000/01:19 (2000) **Bättre förutsättningar för värdepapperisering.** Finansdepartementet, Sverige.

- Rose, H. (1998) **La titrisation: un concept porteur valeur.** Les Echos 29.5.1998.
- Rosenblatt, M. – Johnson, J. – Mountain, J. (2002) **Securitization Accounting under FASB 140.** Including new, expanded coverage of bank risk-based capital and international accounting developments, 2nd edition, Deloitte Touche.
- Rosenblatt, M. – Mountain, J. (2002) **International Accounting Rules Proposed for Securitizations.** SOS – Speaking of Securitization, Vol. 7, Issue 3, Deloitte&Touche.
- Saint Marc, G. (2001) **La titrisation: quelles opportunités?** Le Juriste.
- Saint Marc, G. – Loyrette Nouel, G. (1998) **French Securitization: New Legislation Eliminates Last Remaining Constraints.** The Securitization Conduit, Vol. 1, No. 2.
- Schwarcz, S.L. (1994) **The Alchemy of Asset Securitization.** The Financier, Vol. 1., No. 4.
- Schwarcz, S.L. (1998) **The Universal Language of Cross-Border Finance.** Duke Journal of Comparative and International Law, Vol. 8, No. 2, 235–254.
- Schwarcz, S.L. (2001) **Indirectly Held Securities and Intermediary Risk.** Uniform Law Review / Revue de droit uniforme, 2001/2, 283–299. www.unidroit.org/english/publications/review/articles/2001-2.pdf.
- Schwarcz, S.L. (2001) **Intermediary Risk in a Global Economy.** Duke Law Journal, Vol. 50, No. 6.
- Schwarcz, S.L. (2002b) **Enron, and the Use and Abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures.** Duke Law School Public Law and Legal Theory Research Paper Series Research Paper, No. 28.

- Schwarcz, S.L. (2002c) **Essay: Some Thoughts on the Enron Bankruptcy**. Related Publication 02-10, AEI-Brookings Joint Center For Regulatory Studies. www.aei.brookings.org/admin/pdffiles/related_02_10.pdf.
- Schwarcz, S.L. (2002) **The Impact of Bankruptcy Reform on ‘True Sale’ Determination in Securitisation Transactions**. Forthcoming Fordham Journal of Corporate and Financial Law.
- Schwarcz, S.L. (2002d) **Securitisations Handed Proposed Exemptions in UK Enterprise Bill**. Reprint from Fitch Ratings, GT News, 5 April 2002. www.gtnews.com/articles6/4450.shtml.
- Severs, P.D. (1995) **Commercial Mortgage Securitization in Europe: The Market and the Structuring Issues**. *The Financier*, Vol. 2, No. 3.
- Shapiro, J. (1999) **Innovation in Financial Services Case Study: Asset – Backed Securitisation**. MIT IPC Working Paper 99-003.
- Siméon & Associés (1993) **French securitisation past and future**. Esitelmä American Bar Association Congressissa 1.–2.4.1993.
- Skarabot, J. (2001) **Asset Securitization and Optimal Asset Structure of the Firm**. Working Paper. haas.berkeley.edu/~skarabot.
- Skarabot, J. (2002b) **Securitization and Special Purpose Vehicle Structures**. Working Paper. haas.berkeley.edu/~skarabot.
- Skarabot, J. (2002c) **Subordination Structure and Asset – Backed Securities**. Working Paper. haas.berkeley.edu/~skarabot.
- Skipworth, D. (2002) **Statement 140 – A Study of Securitisation Disclosures**. Financial Accounting Standards Board Articles & Reports.
- Somers, D. (2001) **A Dublin Listing**. The Irish Stock Exchange Limited. www.ise.ie/abs/documents/dublin_listing.pdf.
- Sridhar, V. (2002) **Securitisation in India – Opportunities & Obstacles**. A discussion paper, Indian institute of Management.

- Standard & Poor's (2000a) **Dutch RMBS Market Shows Signs of Potential Significant Growth.** 10.10.2000.
- Standard & Poor's (2000b) **The Expanding Universe of Securitization.** 20.11.2000.
- Standard & Poor's (2000c) **The Investor Perspective: The Benefits of Buying Securitised Bonds.** 25.11.2000.
- Standard & Poor's (2001a) **Argentina ABS/MBS Deals: Still Strong Despite Growing Financial Uncertainty.** 4.12.2001.
- Standard & Poor's (2001b) **European Securitization Market Weathers Global Economic Downturn in First Quarter 2001.** Standard & Poor's Commentary, 2.4.2001.
- Standard & Poor's (2001c) **German ABS Market Embraces Synthetic Securitisation.** 7.2.2001.
- Standard & Poor's (2001d) **Legal Issues in Italian Asset – Backed Securitisations.**
- Standard & Poor's (2001e) **New Italian Anti-Usury Law Provides Certainty to the Italian Securitization Market.** Commentary 27.2.2001.
- Standard & Poor's (2001f) **Spanish Cedulas Hipotecaria Fail to Take Off.** Commentary 22.2.2001.
- Standard & Poor's (2001g) **Structured Finance Ratings Roundup.** Quarterly, 16.7.2001.
- Standard & Poor's (2001h) **The Urge to Splurge: U.S. Consumers Can't Pay Their Bills.** 23.7.2001.
- Standard and Poor's (2002a) **CDO Resiliency: Negative Credit Cycle Puts the Product to the Test.**
- Standard & Poor's (2002b) **European Asset-Backed Transactions Transition Study 2001: Volumes Rocket Yet Stability Remains.** 14.2.2002.

Standard & Poor's (2002c) **Europe: Single Currency, Multiple Legal systems – Effect on European Securitization.** Ratings Direct, 22.2.2002.

Standard & Poor's (2002d) **Rating Transitions 2001: U.S. ABS Credit ratings Endure the Test of Recession.** 14.1.2002.

Standard and Poor's (2002e) **Securitisations Offers Alternative Sources of Financial Flexibility for European Telecoms.** 6th of February.

Steward, J. (2001) **Pfandbriefe Idea Spreads Across Europe.** The Banker.

Structured Finance International. www.SFInews.NET.

Surpas-Lemonnier, G. – Courtel, T. (2001) **Les financements immobiliers: quelles opportunités?** Le Juriste Décembre 2001 / Janvier 2002. www.le-juriste.com/edit/bf008.htm.

Sveriges Riksbank (2001) **Värdepappersmarknaden.**

Taleta Creative Finance (2002a) **Rapporto sul mercato italiano della cartolarizzazione 1999–2001.** www.securitisation.it.

Taleta Creative Finance (2002b) **Relazione semestrale sul mercato italiano della cartolarizzazione: gennaio-giugno 2002.** www.securitisation.it.

Taloussanommat (2002) **Eläkeyhtiöt pohtivat kiinteistösiirtojen hajauttamista ulkomaille.** 5.3.2002.

Tanguy, E. (2001) **Les banques face au ration Cooke.** La Tribune, 2.2.2001.

Tavakol, J.M. (2001) **Credit Derivatives & Synthetic Structures.**

Taylor, P. (1994) **The Development of Securitization in Europe.** The Financier ACMT, Vol. 1, No. 5.

TBE. **Belgian Framework.** SA Titrisation Belge. www.tbe.be/belgian.htm.

- Thompson Financial (2001) **ISR – International Securitisation report**. Annual database.
- Toronto Dominion Securities (2000) **Presentation Regarding Collateralized Debt Obligations**.
- Touraine, H. – Grillo, F. (2001) **Opérations de titrisation internationales: Aspects juridiques**. Revue d'économie financière, № 59, 57–72.
- Trujillo, J.A. (1994) **The Securitisation of Mortgages in Spain**. The Financier, Vol. 1, No. 5.
- Tully, K. (2002) **Asset-backed comes into its own**. Euromoney.
- UNCITRAL (2000) **Security Interests. Current activities and possible future work**. UNCITRAL document A/CN.9/475 27.4.2000.
- UNCITRAL (2001a) **UNCITRAL Draft Convention on the Assignment of Receivables in International Trade**. Text approved by United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL) on 5.7.2001. www.uncitral.org/english/travaux/payments/receivables/travaux-receivables-index-e.htm.
- UNCITRAL (2001b) **Receivables Financing: Analytical Commentary on the draft Convention on Assignment of Receivables in International Trade**. UNCITRAL document A/CN.9/489 13.3.2001. www.uncitral.org/english/sessions/unc/unc-34/acn-489e.pdf.
- UNCITRAL (2001c) **UNCITRAL Legislative Guide on Privately Financed Infrastructure Projects**. Document A/CN.9/SER.B/4 prepared by the United Nations Commission on International Trade Law. www.uncitral.org/english/texts/procurem/pfip-index-e.htm.
- Yellen, Y. (1996) **The 'New' Science of Credit Risk Management at Financial Institutions**. Remarks at the conference on Recent Developments in the Financial System, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, N.Y.
- Verband Deutscher Hypothekenbanken (2000) **The Pfandbrief**. The European credit Benchmark, Facts and Figures.

- Verband Deutscher Hypothekenbanken (2002) **The Pfandbrief**. Fact book. www.pfandbrief.org/attachments/verband_publ_fb_2002e.pdf.
- Vidal, F. (2001) **LBO: des solutions alternatives pour pallier la pénurie de crédit bancaire**. Les Echos 6.10.2001.
- Vinod Kothari web-pages: www.vinodkothari.com
- White, W.M. (2002) **Searching for Price and Financial Stability – Challenges for central bank statistical services**. Esitelmä Irwing Fisher Committeeen konferenssissa Baselissa, elokuu 2002.
- World Legal Forum (2000) **Jersey as a Location for Securitisation Vehicles**. 1st of November.
- Ympäristöministeriö (1993) **Arvopaperistamistyöryhmän mietintö**. 2/1993.
- Zabousova, E. (2000) **Transfert des sûretés à l'occasion des opérations de titrisation e de constitution des sociétés de crédit foncier**. Mémoire juin 2000, Université de Paris.

