Heikki Koskenkylä (toim.)

Suomen rahoitusmarkkinat 2002

Tutkimuksia
A:102 • 2002

Heikki Koskenkylä (toim.)

Suomen rahoitusmarkkinat 2002

Tutkimuksia
A:102 • 2002

Toinen painos.

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

ISBN 952-462-023-5
ISSN 1238-1683
(painettu julkaisu)

ISBN 952-462-024-3
ISSN 1456-5943
(verkkojulkaisu)

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2003

Tiivistelmä

Suomen rahoitusmarkkinat ovat olleet viime vuosien aikana suurten muutosten paineessa kuten rahoitusmarkkinat kansainvälisestikin. Euroopan unionissa rahoitusmarkkinat ovat integroituneet kiihtyvällä vauhdilla. Tätä kehitystä ovat edistäneet 1990-luvun puolivälistä lähtien rahoituslainsäädännön yhdenmukaistaminen, sääntelyn purkaminen, uudet rahoitustuotteet ja tekninen kehitys. Maiden välinen rahoituspalvelujen kauppa on alkanut kasvaa voimakkaasti, joskin varsin eri tahtia rahoitusmarkkinoiden eri lohkoilla. Euron käyttöönotto ensin tilirahana ja vuoden 2002 alusta käteisenä on vauhdittanut integraatiota. Kilpailu rahoitusmarkkinoilla on kiristynyt, ja eri toimialojen – pankkiala, arvopaperimarkkinat ja vakuutusala – väliset erot ovat kaventuneet.

Integraation eteneminen, uudet tuotteet, tekninen kehitys ja toimialaliukumat ovat aiheuttaneet huomattavia muutospaineita rahoitus- ja vakuutuslainsäädäntöön sekä rahoitus- ja vakuutusvalvontaan. Pankkisektorille erityisen suuri haaste on ollut rahoituslaitosten valvonta maiden välillä.

Sijoittajat ja rahoituksen tarvitsijat hyötyvät kilpailun kiristymisestä, koska rahoituspalvelut monipuolistuvat, laatu paranee ja hinnat alenevat. Suomalaisten sijoittajien kannalta valuuttariskittömät sijoituskohteet ovat moninkertaistuneet euron myötä, ja näin ollen riskien hajauttaminen on myös helpottunut. Ulkomaisten sijoittajien osuus Suomen rahoitusmarkkinoista on kasvanut merkittävästi viime vuosina. Tämä lisää suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden papereiden likvidiyttä ja rahoituksen saatavuutta.

Suomen pankkisektorin rakenne on muuttunut voimakkaasti osin 1990-luvun alun pankkikriisin ja myöhemmin integraation sekä teknisen kehityksen seurauksena. Muutokset ovat olleet suuria myös vakuutussektorilla, ja Suomeen on syntynyt ns. finanssitavarataloja, jotka tuottavat ja myyvät kaikentyyppisiä rahoituspalveluja.

Myös rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuri eli maksu- ja selvitysjärjestelmät sekä pörssi ovat olleet jatkuvassa muutoksessa 1990-luvun puolivälin jälkeen. Suomen EKPJ-jäsenyys ja euron käyttöönotto ovat kiihdyttäneet rakennemuutosta samoin kuin tekninen kehitys.

Asiasanat: rahoitusmarkkinat, integraatio, euro, infrastruktuuri, toimialaliukumat, vakuutusmarkkinat, sääntely ja valvonta

Abstract

The Finnish – and international – financial markets have been under enormous pressure for change in recent years. In the European Union, increasing progress has been made at integrating the financial markets. This progress have been abetted since the mid-1990s by harmonisation of financial legislation, dismantlement of regulation, new financial products, and technological progress. Cross-border trade in financial services has begun to surge, albeit growth rates differ for the various sectors. Introduction of the euro – first as account money, with notes and coins added at the start of 2002 – has spurred integration. Competition has tightened, while the borders between different sectors – banking, securities markets, insurance – have narrowed.

Progress in integration, new products, technological progress, and sector crossovers have fomented considerably pressure for change in financial and insurance legislation and supervision. For the banking sector, cross-border supervision of financial institutions presents a huge challenge.

Investors and those in need of financing benefit from tighter competition because financial services become more diversified, quality improves, and prices fall. From the perspective of the Finish investor, the euro has brought a manifold increase in investment outlets free of exchange rate risk, which has facilitated the spreading of risks. In recent years, foreign investors have become much more active in the Finnish financial markets, due to the liquidity of Finnish debt instruments and availability of financing.

The structure of the Finnish banking sector has changed substantially, partly as a result of the banking crisis of the early 1990s and subsequent integration and technological advancement. The changes have been significant also in the insurance sector, and Finland has experienced the creation of 'financial conglomerates' that produce and sell a wide variety of financial services.

The financial infrastructure, ie payment and settlement systems and exchanges, has also been in a continual process of change since the mid-1990s. Finland's membership in the European System of Central Banks and introduction of the euro have accelerated the restructuring as well as technological progress.

Key words: financial markets, integration, euro, infrastructure, conglomeration, insurance markets, regulation and supervision

Esipuhe

Tämä teos jatkaa sarjaa, jossa Suomen Pankki on 1970-luvun alkuvuosista lähtien julkaissut noin viiden vuoden välein yleisesityksen Suomen rahoitusmarkkinoista. Aluksi julkaisu ilmestyi Bank of Finland Bulletinin erikoisnumerona ja myöhemmin A-sarjan julkaisuna suomeksi ja Bulletinin erikoisnumerona englanniksi. Sarjan edelliset julkaisut ilmestyivät vuonna 1996.

Vuoden 1996 jälkeen Suomen rahoitusmarkkinoilla on tapahtunut poikkeuksellisen paljon muutoksia. Suomen Pankin liittyminen Euroopan keskuspankkijärjestelmän jäseneksi ja Euroopan rahoitusintegraation nopea eteneminen sekä siihen liittyvät merkittävät rakennemuutokset ovat keskeisiltä osin muokanneet uusiksi Suomen rahoitusmarkkinoita.

Julkaisussa kuvataan Suomen rahoitusmarkkinoiden tärkeimmät osat, kuten luotto- ja vakuutuslaitokset, arvopaperimarkkinat ja pörssi, maksu- ja selvitysjärjestelmät sekä keskeisimmät sijoituksia tekevät instituutiot. Teos kattaa edellistä julkaisua laajemmin rahoitusvalvonnan ja lainsäädännön. Uutuutena on vakuutusvalvonnan ja lainsäädännön sisällyttäminen julkaisuun.

Päävastuu julkaisun laatimisesta on ollut Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosastolla, ja lisäksi laadintaan ovat osallistuneet lakiasiainyksikkö sekä markkinaoperaatioiden osasto. Rahoitusvalvontaa koskeva luku on kirjoitettu Rahoitustarkastuksessa. Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto on vastannut rahoituslainsäädäntöluvusta, ja sosiaali- ja terveysministeriön vakuutusosasto sekä Vakuutusvalvontavirasto vastaavat vakuutuslainsäädäntöä ja -valvontaa koskevista luvuista.

Julkaisun päätoimittajana on toiminut Heikki Koskenkylä, ja julkaisuraatiin ovat hänen lisäkseen kuuluneet Pentti Pikkarainen ja Tuomas Takalo. Suomen kielen asun ovat tarkastaneet Kaisa Paasovaara ja Raija Moilanen. Teknisestä valmistelusta ovat vastanneet Päivi Nietosvaara, Kati Salminen, Petri Uusitalo ja Janne Villanen. Artikkelit on kirjoitettu pääosin kevään ja alkukesän 2002 aikana.

Helsingissä lokakuussa 2002
Matti Louekoski

Sisällys

Luku 1
Leena Mörttinen – Kimmo Virolainen
Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityspiirteet 11

Luku 2
Eija Salavirta – Katja Taipalus – Jukka Topi –
Esa Jokivuolle – Kirsi Ripatti
Raha- ja pääomamarkkinat.....35

Luku 3
Sampo Alhonsuo – Jarmo Pesola – Pertti Pylkkönen –
Raoul Berglund – Timo Laakso – Hely Salomaa
Rahoituksen välitys ja rahoitus- sekä vakuutuslaitokset.....119

Luku 4
Heli Paunonen – Timo Iivarinen – Kari Kemppainen – Jenni Koskinen
Maksujärjestelmät ja -välineet.....215

Luku 5
Hannu Karppinen – Katri Nuotio – Jarkko Karjalainen
Rahoitusmarkkinalainsäädäntö 267

Luku 6
Kimmo Virolainen – Kirsi Ripatti – Tommi Orpana
Rahoitusmarkkinoiden valvonta.....301

Luku 7
Juhani Turunen – Hely Salomaa
Vakuutuslainsäädäntö ja -valvonta 347

Luku 1

Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityspiirteet

Leena Mörttinen – Kimmo Virolainen
Rahoitusmarkkinaosasto

1 Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityspiirteet 12
1.1 Rahoitusmarkkinoiden muutosvoimat 12
1.2 Raha- ja pääomamarkkinat.....17
1.3 Rahoituksenvälitys 23
1.4 Infrastruktuuri.....27
1.5 Kehitysnäkymiä.....30

Lähdeluettelo 33

1 Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityspiirteet

Toimiva rahoitusjärjestelmä on taloudellisen kasvun edellytys. Sen keskeinen tehtävä on kanavoida rahoitusta ylijäämäisiltä talousyksiköiltä alijäämäisille talousyksiköille. Tähän perustehtävään sisältyy lukuisia tärkeitä palveluja.[1] Rahoitusmarkkinat mahdollistavat liiketoimintaan liittyvien riskien jaon eri osapuolten – sijoittajien sekä rahoituksen tarvitsijoiden – kesken. Samalla ne tehostavat talouden toimintaa tarjoamiensa likviditeettipalvelujen ja maksuliikenneinfrastruktuurin kautta. Rahoitusmarkkinoiden tarjoamaan hintainformaatioon tiivistyy suuri joukko erilaista tietoa, ja tämä muun muassa mahdollistaa hajautetun päätöksenteon taloudessa. Lisäksi rahoitusjärjestelmä mahdollistaa yksittäisten talousyksiköiden resurssien yhdistämisen suuriksi kokonaisuuksiksi rahoituksen tarvitsijoiden tarpeen mukaan sekä suurten hankkeiden jakamisen pieniin, sijoittajille sopiviin yksiköihin.

Suomen rahoitusmarkkinat olivat 1980-luvun alkupuolelle asti vahvasti säännellyt ja heikosti kehittyneet. Markkinoiden nopea kehitys käynnistyi 1980-luvulla sääntelyn asteittaisen purkamisen myötä. Murrosvaiheeseen liittyneet ylilyönnit aiheuttivat myös negatiivisia seurausvaikutuksia Suomen talouden ajauduttua syvään lamaan ja pankkisektorin joutuessa vakavaan kriisiin 1990-luvun alussa.[2] Laman ja pankkikriisin jälkeen Suomen rahoitusmarkkinoiden kehittyminen ja rakenteiden muuttuminen jatkuivat voimakkaina 1990-luvun jälkimmäisellä puoliskolla. Kehitystä ovat vauhdittaneet monet globaalit ja EU-tason muutosvoimat, mutta osin myös kansalliset erityistekijät.

1.1 Rahoitusmarkkinoiden muutosvoimat

Merkittävin rahoitusmarkkinoiden voimakkaita muutoksia aiheuttanut tekijä viimeisen vuosikymmenen aikana on ollut *tekninen kehitys*. Tietojenkäsittelyyn ja kommunikaatioon liittyvien kustannusten väheneminen on mahdollistanut rahoitusinnovaatioiden yhä nopeamman kehityksen ja käyttöönoton. Teknisellä kehityksellä on ollut merkittävimmät vaikutukset rahoituspalveluiden instituutioiden riskienhallintaan, jakelukanaviin sekä markkinainfrastruktuuriin. Se on yhtäältä

[1] Esim. Merton – Bodie 1995.
[2] Ks. esim. Suomen rahoitusmarkkinat 1996.

pienentänyt markkinoilletulon ja palvelujen tuotannon kustannuksia, mutta toisaalta kasvattanut rahoituspalvelujen verkottumisen (network externalities) ja tuotevalikoiman laajentamisen etuja. Etenkin Internetin käytön laajeneminen ja langattoman viestintätekniikan kehitys vaikuttavat voimakkaasti pankkipalvelujen tuotantoon ja niiden tarjontaan.

Tekninen kehitys ja rahoitusmarkkinoiden innovaatiot olivat merkittävä taustatekijä jo 1970-luvun alussa, kun *kansainvälisten pääomanliikkeiden vapauttaminen* käynnistyi teollistuneissa maissa.[3] Voimakas sääntely havaittiin tehottomaksi, sillä rahoitusinnovaatiot mahdollistivat sen kiertämisen. Markkinaosapuolten osaamisen ja etenkin riskienhallintatekniikoiden kehittyminen johtivat siihen, että 1980-luvulla teollistuneissa maissa omaksuttiin yleisesti aiempaa markkinaehtoisempi lähestymistapa rahoitusmarkkinoiden valvontaan ja sääntelyyn. Tämä johti *kansallisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn asteittaiseen purkamiseen*. Myös Suomen rahoitusmarkkinoilla 1980-luvun alkuun asti vallinnut määrä- ja hintasääntely purettiin asteittain 1980-luvun kuluessa.[4]

Suomen ETA-jäsenyys vuonna 1994 ja sittemmin pikaisesti seurannut liittyminen EU:hun vuonna 1995 merkitsivät suurta muutosta. Suomen oli nopeassa tahdissa muokattava rahoitusmarkkinoita koskeva lainsäädäntö EU:n direktiivien mukaiseksi. Keskeisenä tavoitteena EU-tason sääntelyssä on *EU:n sisämarkkinaohjelman* toteuttaminen. Tavaroiden, henkilöiden, palvelujen ja pääomien vapaa liikkuvuus oli ajatuksena jo Euroopan talousyhteisön kuuden perustajajäsenen Rooman sopimuksessa (1958), mutta lopullinen sysäys sisämarkkinaajatuksen loppuunsaattamiselle saatiin Euroopan komission vuonna 1985 julkaisemasta ns. valkoisesta kirjasta, jossa määritettiin tarvittavat säädökset yhteisön sisäisen kaupan esteiden poistamiseksi ja asetettiin sisämarkkinoiden toteutumisen tavoiteaikatauluksi vuoden 1992 loppu. Kaikilta osin tämä kunnianhimoinen ohjelma ei määräajassa toteutunut, mutta yhteisön sisämarkkinat olivat suurelta osin toiminnassa vuoden 1993 alusta alkaen.

Pankkisektorin keskeiset säädökset ovat ensimmäinen (1977) ja toinen (1989) pankkidirektiivi, jotka sääntelevät pankkipalveluiden tarjontaa koko EU-alueella. Arvopaperimarkkinoiden ja sijoituspalveluiden kannalta keskeinen on sijoituspalveludirektiivi, joka hyväksyttiin vuonna 1993 ja saatettiin voimaan jäsenmaiden kansallisessa

---

[3] Tämä toteutettiin OECD:n pääomanliikkeiden vapauttamiseen liittyvillä koodeilla, jotka sitoivat OECD:n jäsenvaltioita ja myös Suomea.

[4] Ks. esim. Suomen rahoitusmarkkinat 1996, Suomen rahoitusmarkkinat 1991 ja Vihriälä 1997.

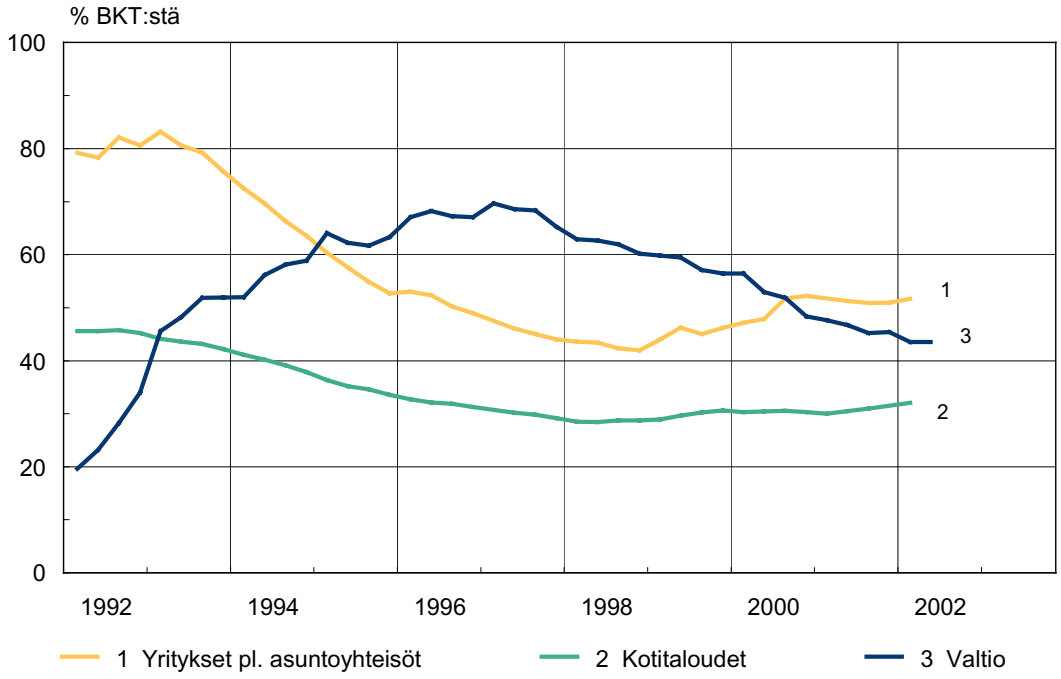
lainsäädännössä vuoteen 1996 mennessä. Direktiivillä säännellään sijoituspalveluiden tarjontaa koko EU-alueella, ja sen keskeisenä ajatuksena on ns. yhden passin (single passport) periaate eli se, että sijoituspalveluyritys voi yhdessä jäsenmaassa saamansa toimiluvan turvin tarjota palvelua kaikkialla EU-alueella. Tämä muutti sijoituspalveluyritysten kilpailuympäristön perusteellisesti.[5]

Talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen käynnistyminen vuoden 1999 alusta kiihdytti rahoitusmarkkinoiden integraatiota euroalueen maiden kesken. Euron käyttöönotto – tosin vain tilivaluuttana aluksi – poisti valuuttakurssiriskin maasta toiseen suoritettavista transaktioista. Tämän seurauksena rahoituksen ns. tukkumarkkinat ovat jo suurelta osin integroituneet kattamaan koko euroalueen. Käteiseuron käyttöönotto vuoden 2002 alusta alkaen on kiihdyttänyt myös rahoituksen vähittäismarkkinoiden integraatiota.

Kansainvälisen kilpailun esteiden raivaaminen on rahoituspalvelusektorin lisäksi koskettanut myös muita yritystoiminnan alueita. Näillä muutoksilla on ollut välillisiä vaikutuksia myös rahoituspalvelusektoriin. 1990-luvun alun syvä lama, verotuksen muutokset sekä odotukset EU-jäsenyyden sekä mahdollisen myöhemmän rahaliittojäsenyyden myötä kiristyvästä kilpailuympäristöstä pakottivat Suomen yrityssektorin kohentamaan taloudellista asemaansa ja vahvistamaan rahoitusrakenteitaan. Tämä näkyi 1990-luvun loppupuolen lisääntyneenä pyrkimyksenä oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja velkaantumisen vähentämiseen (kuvio 1). Tämä kysyntämuutos pakotti rahoituspalvelusektorin sopeuttamaan tarjontaa ja panostamaan uusiin tuotteisiin.

[5] Yksityiskohtaisemmin luvuissa 5 ja 6.

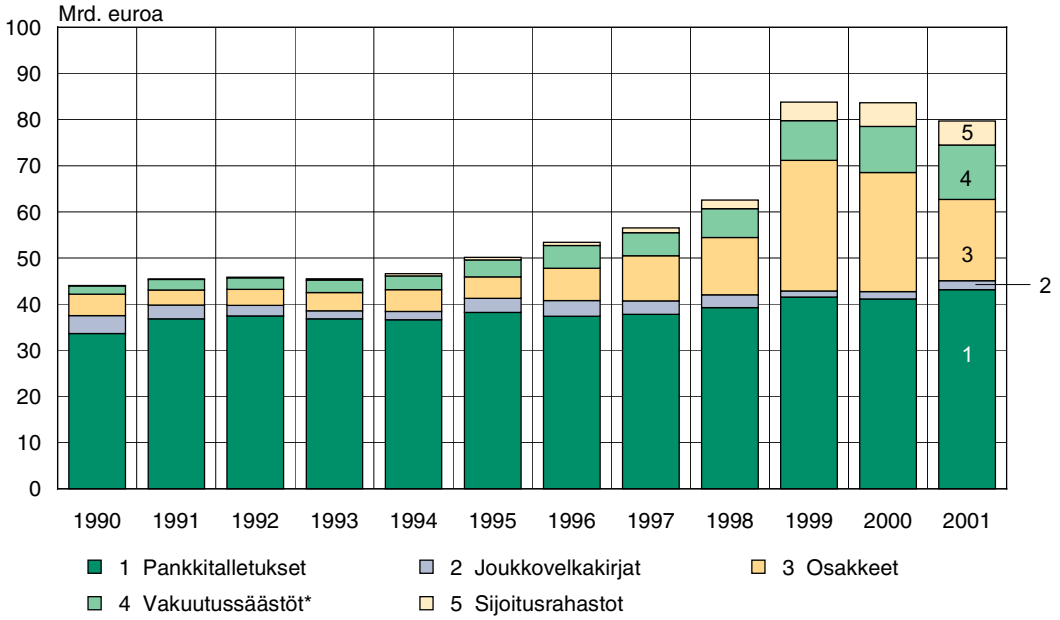
Kuvio 1. **Suomalaisten yritysten ja kotitalouksien velkaantuminen (velat/BKT) 1992–2002**



Lähteet: Tilastokeskus, Valtiokonttori ja Suomen Pankki.

Samanaikaisesti demografisilla tekijöillä – erityisesti *väestön ikääntymisellä ja vaurastumisella* – on ollut merkittäviä vaikutuksia erilaisten säästämistuotteiden kysyntään. Piensijoittajien joukko on laajentunut väestön vaurastuessa. Syntyvyyden väheneminen on saanut nopeasti vanhenevan suomalaisen väestön panostamaan toimeentulonsa turvaamiseen myös eläkkeellä. Pankit ryhtyivät aktiivisesti tarjoamaan asiakkailleen pankkitalletuksille vaihtoehtoisia säästämismuotoja, jotka alkoivatkin Suomessa trendinomaisesti kasvaa 1990-luvun lopulla (kuvio 2). Sijoittajien kannalta sijoitusinstrumenttien määrän kasvu on tervetullutta, sillä riskien hajauttaminen on aikaisempaa helpompaa. Tämän ansiosta myös tavallinen kotitalous on pääsyt nauttimaan rahoitusmarkkinoiden kehityksestä. Samalla kun rahoitusmarkkinat kehittyvät, myös sijoittajien vaatimukset kasvavat. Kehitys kulkee käsi kädessä ikääntyvien ja vaurastuvien piensijoittajien säästämiskäyttäytymisen muutosten kanssa. Työssä olevan väestön suhteellisen osuuden pieneneminen pakottaa etsimään uusia keinoja tulevien eläkemenojen kattamiseksi.

Kuvio 2. **Kotitalouksien rahoitusvarallisuus Suomessa 1990–2001**



* Vapaaehtoinen henki- ja eläkevakuutussäästäminen.
Lähteet: Suomen Pankkiyhdistys, Suomen Pankki, Tilastokeskus, Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ja Rahoitustarkastus.

Kaiken tämän seurauksena Suomen rahoitusmarkkinat ovat käyneet läpi ennennäkemättömiä muutoksia. Suurimmat rakenteelliset muutokset on koettu pankkisektorissa, mutta kehitys on ollut voimakasta myös muissa rahoitusmarkkinoiden lohkoissa. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on kiristänyt kilpailua. Markkinoilla perinteisesti toimineet instituutiot ovat joutuneet tilanteeseen, jossa sääntelyn antama suoja on heikentynyt, osakkeenomistajien tuottovaatimukset ja markkinakuri ovat kasvaneet samalla kun kilpailu on kiristynyt uusien instituutioiden tullessa markkinoille. Myös palvelujen kysyntä on alkanut muuttua. Varakkaat sijoittajat etsivät riskien hajauttamisen mahdollistavia instrumentteja sijoitussalkkuunsa. Uusien instrumenttien ja palvelujen tarjoajien myötä marginaalit pienenevät. Menestyäkseen uudessa ympäristössä rahoituspalveluyrityksen toiminnan pitää olla tehokasta toisin kuin kehittymättömillä ja säännellyillä markkinoilla, joilla kilpailu oli olematonta tai rajoitettua. Muuttuneen ympäristön vuoksi instituutiot ovat alkaneet etsiä tuottoja uusilta rahoituspalvelusektoreilta ja yli maiden rajojen. Tähän on pyritty fuusioiden ja yhteistyösopimusten avulla. Raja-aidat mm. pankki- ja vakuutussektorin välillä ovat huomattavalta osin jo kaatuneet.

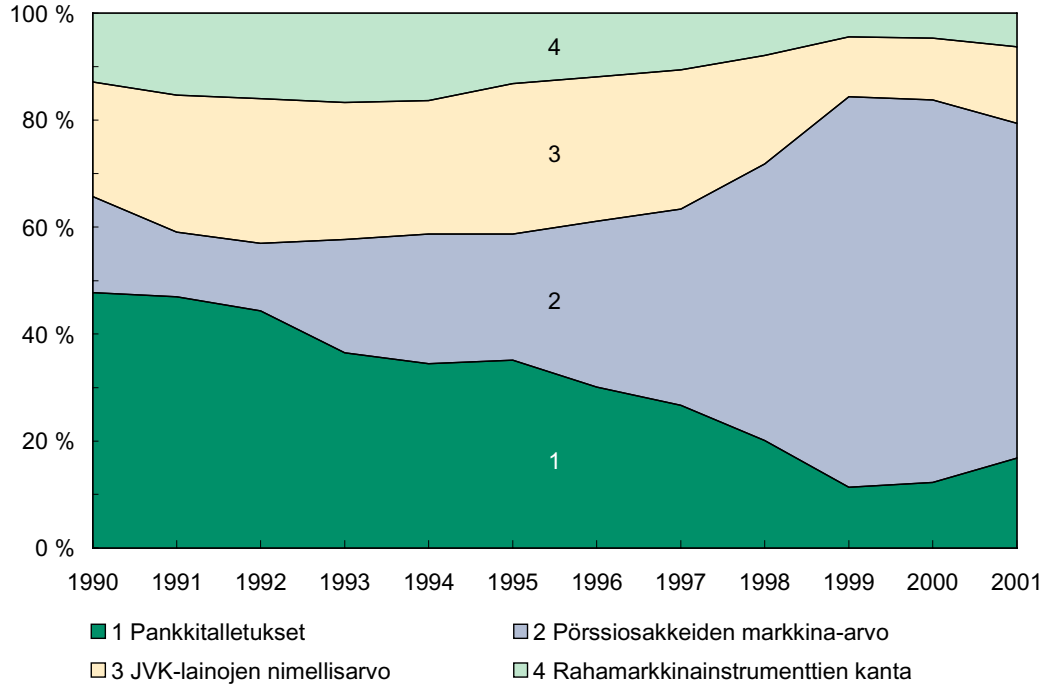
Rahoituksenvälitys on Suomessa tehostunut suoran rahoituksen infrastruktuurin ja sijoitusvälineiden kehittymisen ansiosta. Tietotek-

niikan innovaatiot ovat parantaneet rahoituksen saatavuutta merkittävällä tavalla. Samanaikaisesti rahoitusmarkkinat ovat laajentuneet ja syventyneet. Talous- ja rahaliiton ansiosta rahoitusmarkkinat ovat yhdentyneet Euroopan ja jopa maailmanlaajuisiksi, erityisesti kansainvälisten suomalaisten yritysten ja institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta.

1.2 Raha- ja pääomamarkkinat

Raha- ja pääomamarkkinoista on Suomessa viime vuosina kehittynyt aikaisempaa tehokkaammin toimiva kokonaisuus laajenemisen ja syvenemisen ansiosta. Kansalliset markkinat ovat monilta osin liian pienet, joten sekä rahoituksen tarvitsijoiden että sijoittajien näkökulmasta markkinoiden integraatio on ollut myönteistä. Suuret suomalaiset yritykset ovat hankkineet rahoitusta kansainvälisiltä raha- ja pääomamarkkinoilta. Samoin suuret suomalaiset institutionaaliset sijoittajat ovat hajauttaneet sijoitussalkkunsa Suomen rajojen ulkopuolelle, pääosin euroalueelle.

Kuvio 3. **Suomessa liikkeeseen laskettujen rahoitusvaateiden suhteelliset osuudet 1990–2001**



Lähteet: HEX, pankit, Tilastokeskus ja Valtiokonttori.

Kokonaisuutena raha- ja pääomamarkkinainstrumenttien suhteellinen merkitys Suomessa kasvoi selvästi 1990-luvun jälkimmäisellä puoliskolla (kuvio 3). Kokonaiskuvaan kätkeytyy kuitenkin hyvin erilaisia kehitystrendejä.

EMUn kolmannen vaiheen myötä Suomen rahamarkkinat kokivat suuria muutoksia. Suurimmat niistä olivat rahapolitiikan ohjausjärjestelmän muuttuminen, sijoitustodistusmarkkinoiden merkityksen pieneneminen, talletusmarkkinoiden merkityksen kasvu sekä markkakorkotermiinimarkkinoiden häviäminen.[6] Koko euroalueen rahapolitiikasta vastaa nykyään eurojärjestelmä, johon kuuluvat Euroopan keskuspankki (EKP) ja ne EU-maiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat mukana EMUn kolmannessa vaiheessa. Rahapoliittinen päätöksenteko on keskitetty eurojärjestelmän ylimpään päättävään elimeen EKP:n neuvostoon, mutta rahapoliittiset operaatiot toteutetaan pääasiassa hajautetusti kansallisten keskuspankkien välityksellä.

Sijoitustodistus- ja talletusmarkkinoiden muutokset heijastelevat pankkien välisten tukkumarkkinoiden muutoksia EMUn kolmannen vaiheen myötä. Pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset dominoivat Suomen rahamarkkinoita ennen vuotta 1999. Sittemmin talletus- ja repomarkkinoiden rooli on korostunut. Merkittävin ero Suomen ja muun euroalueen rahamarkkinoiden välillä on kuitenkin edelleen repomarkkinoiden suhteellisen pieni osuus Suomessa toimivien pankkien rahamarkkinaoperaatioissa. Markkakorkotermiinimarkkinat katosivat itsenäisen valuutan myötä. Euroalueella on vain yksi lyhyt korko, ja siihen liittyvä johdannaiskaupankäynti toteutetaan koko alueen laajuisilla OTC-markkinoilla sekä euroalueen suurissa johdannaispörsseissä. Suomalaisten markkinaosapuolten rooli näillä markkinoilla on pieni, mikä on näkynyt korkotermiinisopimusten kannan huomattavana supistumisena.

Sijoittajien näkökulmasta EMUn kolmas vaihe toi mukanaan myös rahamarkkinainstrumenttien joukon huomattavan monipuolistumisen. Tästä huolimatta pankkien sijoitustodistukset ovat säilyttäneet kotimaisessa asiakaskaupankäynnissä merkittävän aseman. Valtion velkasitoumusten muualta euroalueelta tulevan kysynnän lisääntyminen on piristänyt velkasitoumusmarkkinoita, joiden jälkimarkkinat olivat aiemmin hyvin ohuet. Valtion velkasitoumusten liikkeessä oleva määrä on pysynyt melko vakaana.

Euron käyttöönotto romahdutti odotusten mukaisesti Suomessa toimivien pankkien valuuttakaupan volyymit. Euron lisäksi kehitykseen on vaikuttanut sähköisten kaupankäyntijärjestelmien merkityksen

[6] Tarkemmin luvussa 2.1.

kasvu, mikä on johtanut valuuttakaupankäynnin keskittymiseen suurimmille markkinaosapuolille. Suomalaisten pankkien kaupankäynti valuuttamarkkinoilla on supistunut asiakaskauppoihin.

Suomen joukkolainamarkkinat eivät kotimaisten liikkeeseenlaskujen osalta ole kehittyneet odotusten mukaisesti EMUn kolmannen vaiheen myötä.[7] Joukkolainakannan kehitys on seurannut valtion velanottotarvetta, ja muiden sektoreiden kotimaiset liikkeeseenlaskut ovat edelleen jääneet vaatimattomiksi. EMUn kolmannen vaiheen myötä kotimaan valuutan määräisen valtionvelan osuus kasvoi selvästi, ja tällä hetkellä velasta noin 85 % on euromääräistä. Euroaika on kuitenkin perusteellisesti muuttanut sekä Suomen valtionvelan sijoittajakuntaa että valtion joukkolainojen jälkimarkkinoiden tukipilarina toimivaa päämarkkinatakaajajärjestelmää (Primary Dealer System). Molemmat ovat kansainvälistyneet. Vuonna 2001 ulkomaisten sijoittajien osuus koko valtionvelan sijoittajakunnasta oli jo kasvanut yli 50 prosentin. Lisäksi nykyisistä kymmenestä päämarkkinatakaajasta yhdeksän on joko ulkomainen rahoituslaitos tai ulkomaisen rahoituslaitoskonsernin osa.

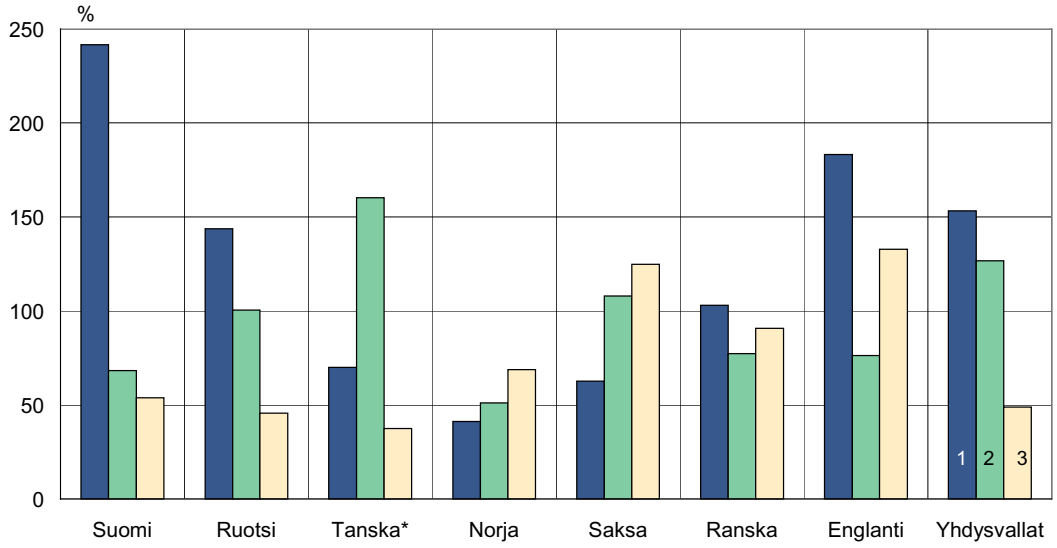
Kotimaisten yritysemissioiden vähyyttä selittävät yrityssektorin taseiden tervehdyttäminen 1990-luvun jälkipuoliskolla sekä suuryritysten hakeutuminen kansainvälisille joukkolainamarkkinoille. Talous- ja rahaliitto on tehostanut huomattavasti euroalueen laajuisten suuryrityksiä palvelevien joukkolainamarkkinoiden toimintaa, mutta vaikutukset kansallisen tason markkinoihin ovat toistaiseksi olleet rajallisia. EU-alueen joukkolainamarkkinoiden tulevassa kehityksessä on todennäköisesti merkittävä osa erilaisilla arvopaperistamistekniikoilla.

Suomen osakemarkkinoilla kehitys oli, kuten useissa muissakin maissa, nopeaa 1990-luvun jälkipuoliskolla.[8] Tähän vaikuttivat monet sekä kysyntä- että tarjontapuolen tekijät. Sijoittajien vaurastuminen ja osakekurssien voimakas nousu toivat mukanaan aiempaa suuremman mielenkiinnon riskisijoituksiin, ja samanaikaisesti havahduttiin eläkesäästämisen lisäämiseen. Toisaalta jo vakiintuneille yrityksille syntyi kiristyvien kilpailunäkymien myötä tarve tervehdyttää rahoitusrakenteitaan samalla kun Internet- ja mobiilitekniikan vallankumous synnytti uutta kysyntää riskipääomasta. Suomessa uuden tekniikan osakemarkkinavaikutukset jopa korostuivat Nokian kansainvälisen menestyksen ansiosta. Kansainvälisessä vertailussa pörssiosakkeiden

[7] Ks. luku 2.2.
[8] Ks. luku 2.3.

markkina-arvo suhteessa bruttokansantuotteeseen nousi Suomessa korkeimpien joukkoon vuonna 2000 (kuvio 4).

Kuvio 4. **Pankkiluotot ja arvopaperit suhteessa BKT:hen vuonna 2000**



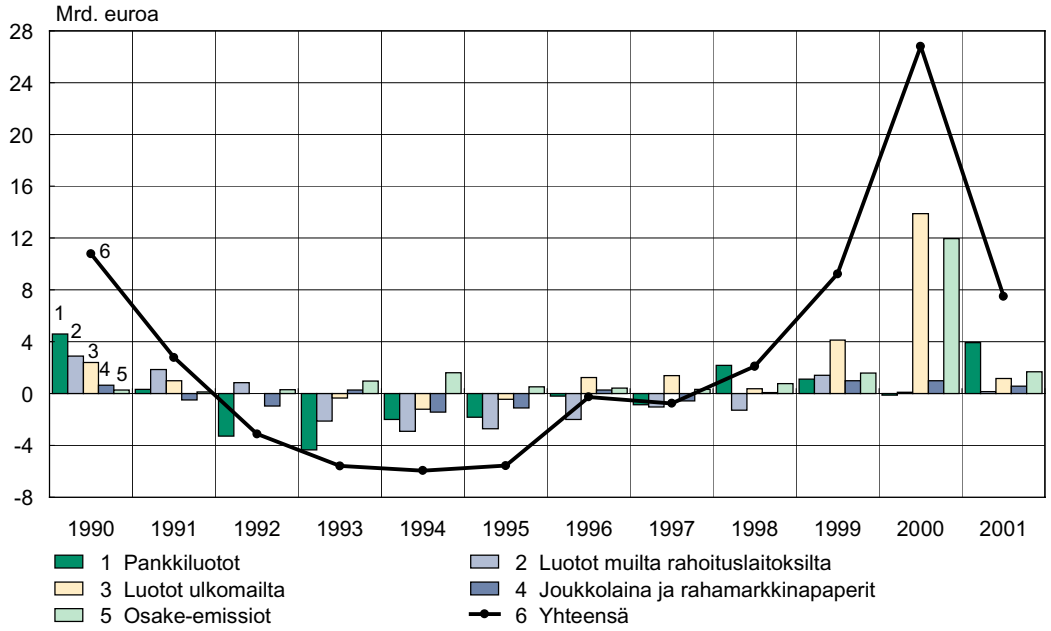
* Tanskan pankkiluotot vuodelta 1999.

Lähteet: Suomen Pankki, BIS, FIBV, Eurostat ja IMF.

Pörssin markkina-arvon voimakkaasta noususta huolimatta osakemarkkinoiden merkitys suomalaisten yritysten rahoituksen lähteenä on jäänyt rajalliseksi (kuvio 5). Yritysten pääomarakenteiden tervehdyttäminen 1990-luvun jälkipuoliskolla toteutui pääasiassa vahvan tulorahoituksen turvin, eikä tarvetta uusiin osakeanteihin juuri ollut ns. uuden talouden sektorin yritysten runsaita listautumisanteja lukuun ottamatta.[9]

[9] Tilastojen osoittamat vuoden 2000 poikkeuksellisen suuret emissiot selittyvät valtaosin Stora Enson ja yhdysvaltalaisen Consolidated Papers -yhtiön fuusiojärjestelyyn liittyvällä 8,6 mrd. euron osake-emissiolla.

Kuvio 5. **Yritysten ulkoisen rahoituksen lähteet**[10]



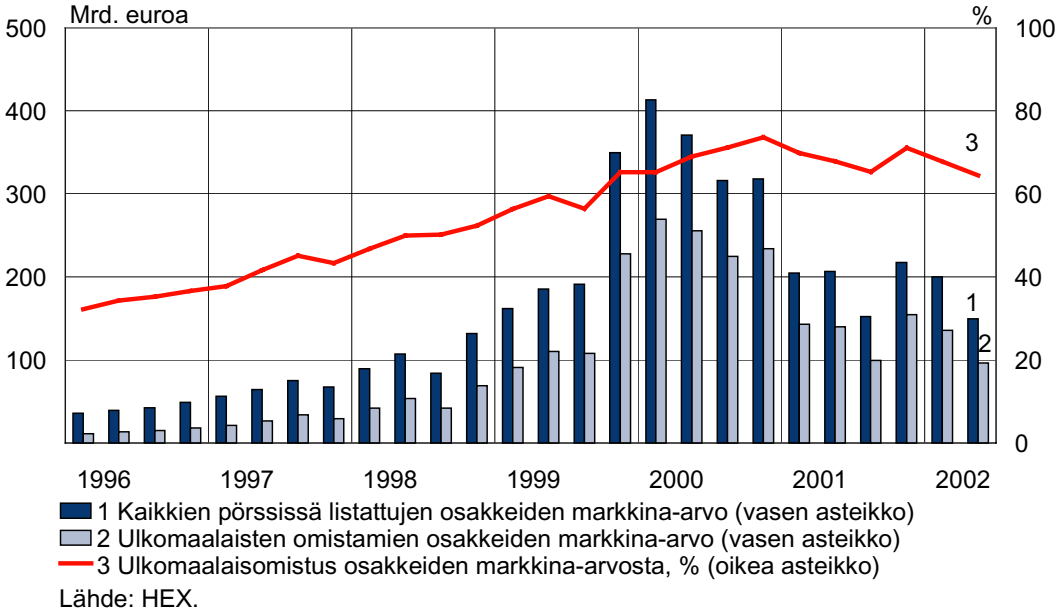
Lähteet: Suomen Pankki, Tilastokeskus ja HEX.

Suomalaisyritysten osakkeiden sijoittajakunta on voimakkaasti kansainvälistynyt 1990-luvun jälkipuoliskolla. Vuoden 2002 alussa lähes 70 % suomalaisten yhtiöiden osakkeista oli markkina-arvolla mitaten ulkomaalaisomistuksessa (kuvio 6). Myös suomalaiset sijoittavat yhä enenevässä määrin ulkomaisiin osakkeisiin.

Suomalaisten osakeomistus lisääntyi voimakkaasti 1990-luvulla, ja osakkeenomistajien lukumäärä on jo merkittävä (noin 880 000 vuoden 2001 lopussa). Yksityishenkilöiden osake-omistus on markkina-arvolla mitattuna kuitenkin erittäin keskittynyttä.[11] Tyypillistä on myös kotitalouksien suorien osakesijoitusten suhteellisen suuri merkitys verrattuna sijoitusrahastotyyppiseen osakesäästämiseen, mikä eroaa selvästi muiden kehittyneiden talouksien kotitalouksien sijoituskäyttäytymisestä. On kuitenkin huomattava, että merkittävä osa suomalaisten kotitalouksien suoran osakevarallisuuden kasvusta on ollut passiivista ja perustuu Nokian osakkeen hinnan ainutlaatuiseen kehitykseen 1990-luvun lopulla.

[10] Osake-emissiotiedot eivät sisällä listautumisanteja.
[11] Karhunen – Keloharju 2001.

Kuvio 6. **Pörssiosakkeiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistus**



Lähde: HEX.

Yksi merkittävä kansainvälinen kehityssuunta 1990-luvun jälkipuoliskolla oli osakepörssien kasvava halu muuttua osuuskunnista julkisesti noteeratuksi osakeyhtiöksi. Omistuksen eriyttämisellä pörssin jäsenyydestä on haettu tehokkuusetuja alati kiristyvässä kansainvälisessä kilpailussa sekä lisäpääomia mittaviin järjestelmäinvestointeihin. Myös HEX-konserni ryhtyi valmistelemaan pörssilistautumista jo vuonna 2001, mutta hanke ei ole edennyt epäsuotuisan markkinatilanteen vuoksi.

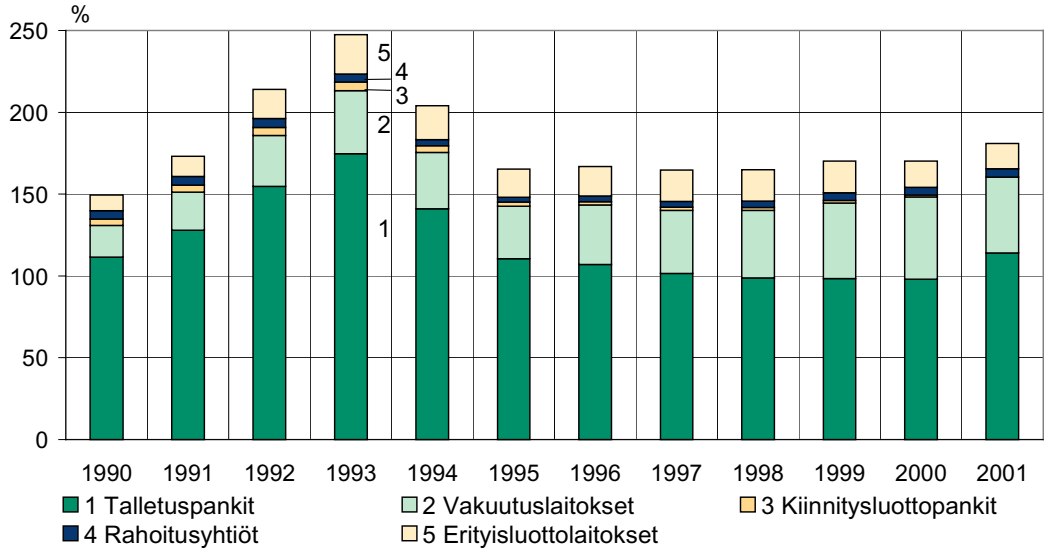
EMUn kolmas vaihe on aiheuttanut suuria muutoksia myös johdannaismarkkinoilla.[12] Johdannaisinstrumenttien OTC-markkinat ovat laajentuneet koko euroalueelle, ja suomalaiset markkinaosapuolet ovat enää pienessä roolissa. Johdannaisinstrumenttien pörssikaupankäynti on keskittynyt EU-alueen johtaviin johdannaispörsseihin. Nykyisin myös vaihdetuimpiin suomalaisosakkeisiin kohdistuvien johdannaisten kauppa käydään saksalais-sveitsiläisessä johdannaispörssissä Eurexissa, jossa Nokian osakkeisiin perustuvat osakejohdannaiset ovat vaihdetuimpien joukossa. Ominaista tälle markkinalohkolle ovat viime vuosina olleet luottojohdannaisten kasvava merkitys ja luottoriskien siirto yhä enenevässä määrin pankkisektorilta muille sektoreille.

[12] Ks. luvut 2.1 ja 2.4 tässä teoksessa.

1.3 Rahoituksenvälitys

Rahoituksenvälitys-sektorin rakennemuutos on ollut varsin raju Suomessa viimeisten 10 vuoden aikana.[13] Vaikka pankkikriisi ja vakuutussektorin myllerrys ovat tehostaneet olemassa olevien instituutioiden toimintaa, suomalainen rahoituksenvälitys on entisestään keskittynyt. Kilpailu on kuitenkin kiristynyt aikaisemmasta ulkomaisten pankkien ja vakuutuslaitosten sekä muiden yritysten tultua suomalaisille rahoitusmarkkinoille. Samalla kansallisten rahoitusmarkkinoiden käsite on käytännössä kadonnut. Pankit ja vakuutusyhtiöt ovat kuitenkin edelleen merkittävimmät Suomessa toimivat rahoituksenvälittäjät (kuviot 7 ja 8).[14]

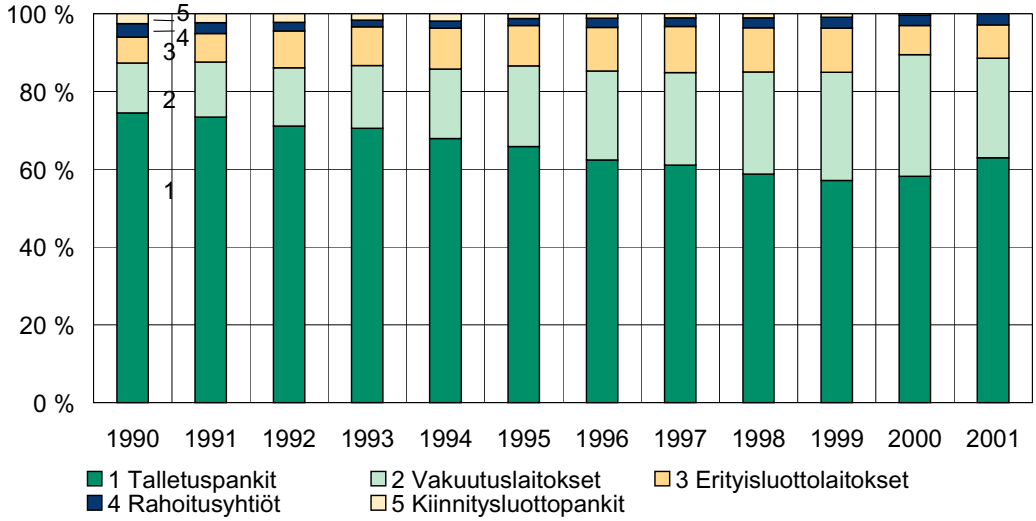
Kuvio 7. **Rahoituksenvälittäjien varat suhteessa BKT:hen Suomessa 1990–2001**



Lähteet: Suomen Pankkiyhdistys, HEX, Tilastokeskus, Valtiokonttori, Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ja Suomen Hypoteekkiyhdistys.

[13] Rakennekehityksestä tarkemmin tämän teoksen luvussa 3.
[14] Kansainvälisen vertailun osalta ks. esim. Putkuri 2001.

Kuvio 8. **Rahoituksenvälittäjien varojen perusteella laskettu suhteellinen merkitys Suomessa 1990–2001**



Lähteet: Suomen Pankkiyhdistys, HEX, Tilastokeskus, Valtiokonttori, Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ja Suomen Hypoteekkiyhdistys.

1990-luvun alussa Suomen pankkikriisi pakotti pankit karsimaan kuluja ja tehostamaan toimintaansa. Viimeisten 10 vuoden aikana pankkien kapasiteetti on supistunut noin puoleen 1990-luvun alun pankkikriisiä[15] edeltäneestä ajasta. Samalla pankkien tuottavuus on parantunut.[16] Kustannussäästöjen saavuttamiseksi pankit ovat fuusioituneet keskenään ja suomalaiset pankkimarkkinat ovat entisestään keskittyneet. Ylikapasiteetin karsiminen johti konttoriverkoston harvenemiseen 1990-luvulla. Palvelukanavia on pyritty lisäämään Internetin sekä pankkisektorin ja muiden sektoreiden välisten fuusioiden ja yhteistyösopimusten kautta. Viime aikoina pankkien henkilökunnan ja konttorien määrä on jälleen hieman lisääntynyt.

Pankkien asema kotitalouksien rahoittajana ja säästöinstrumenttien tarjoajana on tähän mennessä ollut lähes vankkumaton. Pankit myös rahoittavat edelleen merkittävää osaa pienistä ja keskisuurista suomalaisista yrityksistä. Rahoitusmarkkinoiden suppeus, sijoitusinstrumenttien vähyys ja talletuskorkojen verottomuus selittävät pitkälti sen, miksi talletukset olivat suurin kotitalouksien rahoitusvarallisuuden muoto aina vuoteen 1999 asti. Vastaavasti vaihtoehtoisten rahoitusmuotojen puute yhdessä pankkirahoituksen hintasäännöstelyn kanssa

[15] Lisätietoja pankkikriisistä kirjassa Suomen rahoitusmarkkinat 1996.
[16] Mörttinen 2002.

sai monet yritykset ottamaan pankkivelkaa investointeihinsa jopa kestämättömiä määriä, kuten 1990-luvun alun lama osoitti. Pankkien myöntämien asuntoluottojen korkojen verovähennyskohtelu vuorostaan kannusti kotitalouksia velkaantumaan.

Sittemmin tilanne on muuttunut. Lamasta toivuttuaan yritykset ovat vähentäneet vieraan pääoman määrää taseessaan. Merkittävä osa pienten ja keskisuurten yritysten investoinneista rahoitettiin kassavirralla 1990-luvun loppupuolella. Suuret yritykset ovat pyrkineet hajauttamaan rahoituksen hankintansa useaan pankkiin sekä joukkovelkakirjamarkkinoille. Kotitaloudet ovat edelleen innokkaasti ottaneet asuntolainaa, mutta velkaantuminen on kuitenkin tähän asti pysynyt kohtuullisena (kuvio 1). Sääntelyn purkua seurannut rahoitusmarkkinoiden laajentuminen ja syventyminen on hyödyntänyt kotitalouksia, jotka perinteisesti sijoittivat säästönsä talletuksiin. Nyt talletusten rinnalle ovat nousseet osake- ja rahastosijoitukset sekä vapaaehtoiset henki- ja eläkevakuutukset. Osaltaan muutokseen on vaikuttanut talletuskorkojen verottomuuden poistaminen vuonna 2000.

Kaikki nämä muutokset ilmentävät rahoitusmarkkinoiden murrosta. Pankkien asema on muuttumassa aiempaa suhdanneherkemmäksi, sillä pankkitalletusten ja -luottojen kehitys näyttää viime vuosien havaintojen perusteella seuraavan suhdannevaihteluita entistä tiiviimmin. Kotitaloudet siirtävät sijoituksiaan turvallisiin nimellisarvoisiin talletuksiin laskusuhdanteessa ja takaisin hyvätuottoisiin arvopapereihin noususuhdanteessa. Vastaavasti yritykset turvautuvat pankkirahoitukseen kassavirtojen tyrehtyessä, mutta vähentävät velkaantumistaan hyvinä aikoina. Runsaasti riskirahoitusta tarvitsevat yritykset (esimerkiksi uuden tekniikan yritykset) hankkivat rahoitusta pääomasijoitusyrityksistä (venture capital firms) tai suoraan sijoittajilta osakeanneilla.[17] Perinteiseen pankkitoimintaan keskittyvät pankit ovat jäämässä pienen ja keskisuuren yritystoiminnan rahoittajiksi ja yleisesti yritysten ja kotitalouksien likviditeetin turvaajiksi. Koska tämä ei todennäköisesti riitä pitämään sijoittajia tyytyväisinä, pankkien on laajennettava ja tehostettava toimintaansa edelleen.

Muiden rahoituksenvälittäjien kokemat muutokset ovat lähinnä olleet seurausta pankkien muutoksista, sillä muut luottolaitokset ovat usein pankkien tytäryhtiöitä. Pankkeihin tiiviisti sidoksissa olevien rahoitusyhtiöiden rakenteet ovat muuttuneet omistavan pankin myötä. Myös luottokorttiyhtiöistä monet ovat pankkien omistamia. Rahoituksenvälityksen monipuolistamiseksi muiden luottolaitosten toimintaedellytyksiä on pyritty Suomessa edistämään lainsäädännöllä. Vuonna

[17] Ks. luku 3.4.

2000 Suomessa astui voimaan kiinnitysluottopankkilaki. Aikaisemmin varsin vaatimattoman toiminnan toivottiin piristyvän uuden lainsäädännön ansiosta. Merkittävää muutosta ei kuitenkaan vielä ole havaittavissa. Nähtäväksi jää, kehittyykö Suomeen merkittävät kiinnitysvakuudellisten lainojen markkinat. Julkisen vallan erityisluottolaitosten tehtävä on osaltaan paikata markkinoiden epätäydellisyyksiä. Ne rahoittavat projekteja, joiden riskejä yksityisen sektorin rahoittaja ei halua tai voi ottaa kannettavakseen. Keskeistä niiden toiminnalle on kilpailuneutraalius, ja rahoitusmarkkinoiden kehittyessä edelleen niiden merkityksen tulisi entisestään marginalisoitua.

Suomalaisten pankkimarkkinoiden tavoin myös vakuutusmarkkinat ovat pienet ja kyllästetyt.[18] Paine vakuutusmarkkinoille ei tule sinänsä koventuvasta kotimaisesta kilpailusta sektorin sisältä, vaan samoin kuin pankkien tapauksessa, muuttuneista olosuhteista. Omistajat vaativat hyvää tuottoa sijoitukselleen, vaikka kilpailu hyvistä sijoituskohteista supistaa rahoitusmarginaaleja. Pankit ja vakuutusyhtiöt ovat ajautuneet samankaltaiseen tilanteeseen. Myös valittu ratkaisu on viime aikoina ollut samanlainen. Fuusioista on tullut rahoituksenvälittäjien arkipäivää. Koska suomalaiset pankki- ja vakuutusmarkkinat ovat hyvin keskittyneet, suuret fuusiot suomalaisen pankki- tai vakuutussektorin sisällä eivät juuri ole enää mahdollisia. Jäljelle ovat jääneet rahoituspalvelusektorien väliset tai kansainväliset fuusiot. Tällä hetkellä perinteistä pankkitoimintaa, investointipankkitoimintaa ja varainhallintaa sekä vakuutustoimintaa harjoittavien finanssiryhmittymien perustaminen fuusioin tai löyhemmin yhteistyösopimuksin on käytännössä jo toteutunut suomalaisten instituutioiden välillä.

Fuusioiden liikkumavaraa ei kuitenkaan ole vielä käytetty täysin loppuun. Jäljellä ovat vielä maiden rajat ylittävät fuusiot. Niissä Pohjoismaat ovat olleet edelläkävijöitä yhdessä Benelux-maiden kanssa. Pohjoismainen Nordea-konserni on malliesimerkki monikansallisesta finanssiryhmittymästä Euroopassa. Vaikka halukkuus kansainvälisiin fuusioihin on selvästi kasvanut, niiden toteuttaminen ei käytännössä ole helppoa. Kulttuuri- ja kielierot maiden ja yritysten välillä voivat estää numeroiden tasolla järkeviltä näyttävät yhdistymishankkeet. Myös suomalaiset pankit ovat saaneet kokemuksia tästä etsiessään ulkomaisia, lähinnä kuitenkin pohjoismaisia, kumppaneita. On kuitenkin selvää, että suureen kokoon liittyvien skaalaetujen esiintulo uuden tekniikan ja rahoitusmarkkinamurroksen myötä ajaa pankit etsimään kumppaneita Suomen rajojen ulkopuolelta myös tulevaisuudessa. Onkin syytä odottaa, että ilmiö laajenee Pohjoismaista koko Euroopan

[18] Ks. luku 3.3.

tasolle integraation edetessä ja kulttuurierojen aiempaa paremman ymmärtämisen myötä.

Markkinoiden yhdentyminen näkyy myös Suomen ulkopuolelta tulevien, rahoituspalveluja tarjoavien yritysten määrässä. Aikaisemmin markkinoilletulijan täytyi perustaa toimipiste, tytäryhtiö tai sivukonttori Suomeen voidakseen täysipainoisesti harjoittaa toimintaansa. Internetin käytön yleistymisen myötä palvelujen tarjoaminen maasta toiseen ilman fyysistä toimipistettä on helpottunut merkittävästi. Tosin vakuudellisten luottojen hallinnoiminen on edelleen ongelmallista ilman toimipistettä.

Luotto- ja vakuutuslaitoslainsäädännössä on yritetty vastata muutosten luomiin haasteisiin.[19] Finanssiryhmittymien muodostuminen fuusioiden kautta huolestuttaa viranomaisia. Koska pankkien ja vakuutuslaitosten sääntelyssä on eroja, fuusioiden myötä sääntelyarbitraasi, eli toimintojen järjestely sääntelyn minimoimiseksi, on periaatteessa mahdollista. Pankki- ja vakuutusvalvonnan välistä yhteistyötä on tiivistetty ja helpotettu useilla lainsäädännön kehitystoimilla.

Myös tekninen kehitys on muuttanut sääntelyn lähtökohtia. EU-sääntelyn piirissä on katsottu tarpeelliseksi reagoida muun muassa sähköisen maksuvälineen, sähkörahan, mahdolliseen yleistymiseen. Jäsenvaltioiden on vietävä kansalliseen luottolaitoslainsäädäntöönsä niin kutsuttu sähkörahadirektiivi, joka määrittelee uuden luottolaitoksen. Suomessa lainsäädännön muutosehdotus annettiin eduskunnalle keväällä 2002. Ehdotuksessa muun muassa määritellään uusi luottolaitos – maksuliikeyhteisö – ja myös kauppayrityksille annetaan mahdollisuus ottaa rajoitetusti vastaan vaadittaessa takaisin maksettavia yleisövaroja. Lainmuutosehdotuksessa myös määritellään pankkien oikeus ulkoistaa palvelujensa tarjontaa. Tämä on merkittävä selvennys aikaisempaan ja edistänee pankkien ja muun muassa vähittäiskauppaketjujen yhteistyötä.

1.4 Infrastruktuuri

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuri on ollut erityisen suurten muutospaineiden alla 1990-luvun jälkipuoliskolla. Teknisen kehityksen vaikutus on huomattava maksu- ja selvitysjärjestelmissä. Lisäksi yhteisen rahan, euron, käyttöönotto on ollut vaativa, ainutkertainen projekti euroalueen maissa. Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin mer-

[19] Ks. luvut 5, 6 ja 7.

kitys on selvästi korostunut viimeisen kymmenen vuoden aikana järjestelmissä käsiteltävien volyymien voimakkaan kasvun myötä.[20]

Keskeinen talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen liittynyt infrastruktuurihanke oli EU-alueen keskuspankkien ja EKP:n välisen suurten maksujen reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer) rakentaminen ja käyttöönotto. TARGETilla on suuri merkitys eurojärjestelmän yhteisen rahapolitiikan menestyksellisessä harjoittamisessa, sillä se mahdollistaa pankkien välisen likviditeetin tasauksen reaaliajassa koko euroalueella. Tämä puolestaan varmistaa sen, että lyhyet rahamarkkinakorot ovat yhtenäiset kautta koko euroalueen. TARGET muodostaa EU-alueen laajuisen maksuliikenteen runkoverkon, jonka kautta kaikki maidenväliset pankkien katteensiirrot toteutetaan. Lisäksi EU-alueen pankit ovat yhteistyöjärjestönsä (Euro Banking Association, EBA) puitteissa rakentaneet selvitysjärjestelmiä (EURO 1, STEP 1 ja 2) maidenvälisten euromaksujen käsittelyä ja nettouttamista varten. Myös näihin liittyvät katteensiirrot toteutetaan TARGETin kautta.

Reaaliaikaisuus ja maksujen bruttopohjaisuus korostuivat maksujärjestelmien kehitystyössä 1990-luvun jälkipuoliskolla. Riskienhallintanäkökohdat ja erityisesti systeemiriskien estäminen ovat olleet keskeiset argumentit näiden puolesta. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) yhteydessä toimiva G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) määritteli vuonna 2001 rahoitusjärjestelmän toimivuuden kannalta merkittävissä maksujärjestelmissä noudatettavat periaatteet (Core Principles for Systemically Important Payment Systems).

Maksuvälineiden osalta Suomi on elektronisoitumisen edelläkävijä. Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna Suomessa on käteisrahaa liikkeellä vähemmän kuin muissa EU-maissa. Tilisiirrot ja maksukorttien käyttö ovat Suomessa jo pitkään olleet suosittuja maksutapoja. Lisäksi Internetiin perustuvien palveluiden käyttö on levinnyt voimakkaasti viime vuosina. Sen sijaan elektronisen rahan – tai sähköisen käteisen – käytön leviäminen on Suomessa toistaiseksi ollut selvästi odotettua hitaampaa. Todennäköisin selitys tähän on pankkien perinteisille maksukorteille luoma yhteiskäyttöinen ja hyvin toimiva maksupääteverkosto ja pankkikortin sen myötä saavuttama erittäin laaja suosio maksuvälineenä.

Fyysisten arvopapereiden muuntamisella arvo-osuusmuotoon on ollut suuri merkitys arvopaperikauppojen selvitystoiminnan tehosta-

[20] Ks. luku 4.

misen kannalta.[21] Suomessa sekä osakkeiden että rahamarkkinainstrumenttien arvo-osuusjärjestelmä otettiin käyttöön jo 1990-luvun alussa.[22] Arvo-osuusmuotoisuus mahdollisti toimitus maksua vastaan -periaatteen noudattamisen sekä kauppojen reaaliaikaisen bruttoselvityksen ja toimituksen. Kehitys johti luontevasti myös kansallisiin arvopaperikeskuksiin, joissa arvo-osuusmuotoiset kaupat keskitetysti selvitetään. Selvityksen tehostumisen lisäksi kehitys johti riskien keskittymiseen ja arvopaperikaupan infrastruktuurin merkityksen korostumiseen koko rahoitusjärjestelmän vakauden ja luotettavuuden kannalta.

Osakekaupankäynnin volyymien erittäin voimakas kasvu Suomessa 1990-luvun lopulla asetti suuria paineita kauppojen selvitykselle ja toteutukselle. Järjestelmäteknisesti tilannetta hankaloittivat muutamat suuret ns. kansanannit (Sampo, HPY), joiden myötä osakkeenomistajien ja arvo-osuusjärjestelmässä käsiteltävien arvo-osuustilien lukumäärä kasvoi huomattavasti. Osakekauppojen selvitys- ja toimitusjärjestelmä onkin ollut jatkuvan järjestelmäkehityksen kohteena viimeisen viiden vuoden ajan.

Arvopaperikeskukset ovat tärkeitä myös eurojärjestelmän näkökulmasta. Eurojärjestelmän toimintaa ohjaavien säädösten mukaan kaiken luotonannon on oltava vakuudellista. Koska pankit toimittavat rahapoliittisten ja päivänsisäisten luottojen vakuudet eurojärjestelmään arvopaperikaupan selvitysjärjestelmissä, näiden järjestelmien toimivuus on keskeistä eurojärjestelmän rahapolitiikan harjoittamisen ja maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan kannalta. Euroopan keskuspankkijärjestelmä on määrittänyt vakuushallintaoperaatioihin hyväksyttäville arvopaperien selvitysjärjestelmille kriteerit ja arvioi vuosittain kaikki operaatioihin hyväksyttävät järjestelmät näiden kriteerien valossa.

EU-alueen integraation edetessä paineet rahoitusmarkkinoiden rakenteellisten ja toiminnallisten erojen poistamiseksi Suomen ja muun EU-alueen välillä ovat kasvaneet. Yksi merkittävä ero on Suomessa vallitsevan, osakeomistuksia koskevan nk. suoran omistajarakenteen ja EU-alueen keskeisillä markkinoilla vallitsevan nk. moniportaisen omistajarakenteen välillä. Käytännössä tämä ero on näkynyt siten, että kaikkien suomalaisten sijoittajien kotimaiset osakeomistukset on oikeusvaikutusten varmistamiseksi rekisteröitävä ylimmällä rekisteritasolla, eli arvopaperikeskuksen ylläpitämillä arvo-osuustileillä, toisin kuin yleiseurooppalaisessa käytännössä, jossa omaisuudenhoitajien

[21] Ks. luku 2.5.
[22] Ks. Suomen rahoitusmarkkinat 1996.

(pankkien, sijoituspalveluyritysten) kirjanpito on tässä tarkoituksessa riittävää. Pohdinnat vaihtoehtoisista malleista moniportaisen omistajarakenteen mahdollistamiseksi myös Suomessa on kuitenkin jo käynnistetty.

Arvopaperikauppojen selvityksen huomattavat suurtuotannon edut ovat talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen myötä kiihdyttäneet kansallisten järjestelmien integroitumista keskenään. Integroitumisen ensimmäinen vaihe käsitti nk. etävälittäjien toiminnan merkittävän kasvun sekä kansallisten arvopaperikeskusten välisten selvityslinkkien rakentamisen. Sittemmin integroituminen on edennyt kansallisten järjestelmien fuusioiden ja yhteistyöhankkeiden kautta. Tältä osin Euroopassa on kaksi kilpailevaa mallia: yhtäältä vertikaalinen (nk. siilomalli) ja toisaalta horisontaalinen integraatio. Voimakkain esimerkki vertikaalisesta integraatiosta on Deutsche Börsen dominoima Clearstream-ryhmittymä, joka kattaa Saksan ja Luxemburgin (Cedel Bank) markkinapaikat sekä selvitys- ja rekisteritoiminnan. Horisontaalista integraatiota puolestaan edustaa Amsterdamin, Brysselin ja Pariisin pörssien fuusiona vuoden 2000 lopulla syntynyt Euronext-ryhmä, johon sittemmin on liitetty Portugalin pörssi sekä London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Tosin Euronext-ryhmän muodostamiseen liittyi myös Alankomaiden, Belgian ja Ranskan arvopaperikeskusten fuusioituminen Euroclearin sekä näiden maiden clearingorganisaatioiden yhtyminen Clearnetiksi. Suomen HEX-konserni edustaa kansallista siilorakennetta, mutta se on integroitunut horisontaalisesti Baltiaan.

1.5 Kehitysnäkymiä

Teknisen kehityksen ja kansainvälistymisen vauhdittamat rakenteelliset muutokset jatkuvat rahoitusmarkkinoilla voimakkaina tulevina vuosina. EU-tasolla rahoituspalveluiden aitojen sisämarkkinoiden loppuunsaattamiseen panostetaan paljon, sillä hyvin toimivien rahoitusmarkkinoiden merkitys taloudellisen kasvun edellytyksenä on jo laajasti tunnustettu. EU:n sisämarkkinat ovat jatkuvassa muutostilassa, ja jäljellä on monia haasteita. Näihin pyritään vastaamaan Euroopan komission laatiman rahoituspalvelujen toimintaohjelman (Financial Services Action Plan) ja riskipääoman toimintaohjelman (Risk Capital Action Plan) avulla. Näiden kahden keskeisen toimintaohjelman toteuttaminen aikataulussa on kriittistä sisämarkkinatavoitteiden saavuttamisen kannalta.

Toimialaliukumat ja fuusiot sekä muut yhteistyöjärjestelyt maiden rajojen yli jatkuvat. Pohjoismaat ja Baltia ovat alueellinen kokonai-

suus, johon kaikki suuret Suomessa toimivat pankki- ja vakuutusryhmät panostavat. EU-alueen tasolla yhdentyminen saanee yhä suurempia mittasuhteita ensimmäisten koko EU-alueen laajuisten finanssipalveluryhmien syntyessä lähivuosina. Suuruuden etujen hakemisen lisäksi tekninen kehitys toisaalta mahdollistaa myös pienten ja pitkälle erikoistuneiden rahoituspalveluyritysten aiempaa paremmat toimintaedellytykset muun muassa madaltamalla markkinoilletulon esteitä.[23]

Markkinapaikkojen ja arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin kehityksessä suunta on avoin kahden kilpailevan mallin kesken. Johtavaa eurooppalaista mallia ei toistaiseksi ole syntynyt. Varmaa kuitenkin on, että integroituminen jatkuu. Euroopan komissio, liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat haluavat entistä parempia arvopaperikaupan palveluita aiempaa halvemmalla. Kalliiden järjestelmäteknisten kysymysten lisäksi eri maiden erilaiset oikeudelliset käytännöt hidastavat integraatiota. Kehitystä jarruttavat osaltaan myös kansallisilla markkinoilla vahvassa asemassa olevat selvitys- ja säilytystoimintaa harjoittavat markkinaosapuolet, jotka ovat hyötyneet eriytyneistä markkinoista.

Maksuvälineiden osalta on perusteita odottaa elektronisen rahan merkityksen lopultakin lähtevän selvään kasvuun. Avainasemassa tulevan kehityksen kannalta on mobiilitekniikan hyödyntäminen maksuvälineissä.

Markkinoiden voimakkaat rakennemuutokset asettavat suuria haasteita myös rahoitusmarkkinoiden valvonnan ja sääntelyn kehittämiselle. Yhtäältä on nähtävissä jo 1980-luvulla käynnistyneen markkinaehtoisuuden lisääntyminen sekä valvonnassa että sääntelyssä, mutta toisaalta yhä monimutkaisemmat ja haastavammat riskienhallintatekniikat pakottavat sääntelyn yksityiskohtaisuuden lisäämiseen.

Sääntelyssä merkittävä tekijä on Baselin pankkivalvontakomitean ja Euroopan komission rinnakkainen hanke luottolaitosten vakavaraisuuslaskennan uudistamiseksi.[24] Hanketta on jouduttu jo muutamaan otteeseen lykkäämään sen yksityiskohtaisuuden ja monimutkaisuuden takia. Toteutuessaan näillä näkymin vuonna 2006 uudella vakavaraisuussääntelyllä saattaa olla huomattavia ja kauskantoisia vaikutuksia pankkien toimintaan ja niiden asiakkaiden rahoituksen saatavuuteen.

Keskeinen kysymys on myös viranomaisten työnjako valvonnassa, sääntelyssä ja kriisienhallinnassa aiempaa yhtenäisemmillä globaaleilla ja EU-alueen rahoitusmarkkinoilla. Yhteistyö eri viranomaisten kesken on avainasemassa rahoitusjärjestelmää uhkaavien kriisien en-

---

[23] Ks. esim. Koskenkylä 2001.

[24] Euroopan komission hanke kattaa myös sijoituspalveluyritykset.

nakoinnissa, ehkäisyssä ja hallinnassa. Suomessa Suomen Pankki, Rahoitustarkastus, valtiovarainministeriö, Vakuutusvalvontavirasto ja sosiaali- ja terveysministeriö jakavat yhteisvastuun rahoitusjärjestelmän luotettavuuden ja toimivuuden varmistamisesta kaikissa oloissa. Myös yhteistyön ja tietojenvaihdon eri maiden viranomaisten kesken voidaan odottaa tiivistyvän ja tehostuvan maidenvälisten fuusioiden ja muiden yhteistyömuotojen lisääntyessä. Myöskin uudet ylikansalliset organisatoriset ratkaisut ovat mahdollisia.

Lähdeluettelo

Karhunen, J. – Keloharju, M. (2001) **Shareownership in Finland 2000.** Finnish Journal of Business Economics.

Koskenkylä, H. (2001) **Opportunities and Threats of European Banks.** Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosaston työpapereita 6/2001. Helsinki.

Merton, R. – Bodie, Z. (1995) **A conceptual framework for analysing the financial environment.** Teoksessa Crane – The Global Financial System. Harvard Press.

Mörttinen, L. (2002) **Banking sector output and labour productivity in six European countries.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 12/2002. Helsinki.

Putkuri, H. (2001) **The Role of the Banking Sector in the Finnish Financial System: A Cross-Country Comparison.** Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosaston työpapereita 5/2001. Helsinki.

Suomen rahoitusmarkkinat 1991 (1991) Kokoomateos. Suomen Pankki. Helsinki.

Suomen rahoitusmarkkinat 1996 (1996) Kokoomateos. Suomen Pankki A:99. Helsinki.

Vihriälä, V. (1997) **Banks and the Finnish Credit Cycle 1986–1995.** Suomen Pankki E:7. Helsinki.

Luku 2

Raha- ja pääomamarkkinat

Eija Salavirta – Katja Taipalus – Jukka Topi –
Esa Jokivuolle – Kirsi Ripatti

2 Raha- ja pääomamarkkinat 37

Eija Salavirta
Markkinaoperaatioiden osasto
2.1 Raha- ja valuuttamarkkinat 37
2.1.1 Rahamarkkinoiden muutoksia euroaikana 38
2.1.2 Talletus- ja repomarkkinat 41
2.1.3 Lyhytaikaiset rahamarkkina-arvopaperit 42
2.1.4 Korkojohdannaiset 46
2.1.5 Valuuttamarkkinat 48
2.1.6 Raha- ja valuuttamarkkinoiden tulevaisuus 52
Lähdeluettelo 54

Katja Taipalus
Rahoitusmarkkinaosasto
2.2 Joukkovelkakirjamarkkinat 55
2.2.1 Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitys 56
2.2.2 Valtion viitelainat 56
2.2.3 Päämarkkinatakaajajärjestelmä 59
2.2.4 Yrityslainamarkkinoiden kehitys 62
2.2.5 Arvopaperistaminen 65
2.2.6 Luottokelpoisuusluokitus 65
2.2.7 Syndikoidut lainat 66
2.2.8 Sijoittajakunnan kehitys 67
2.2.9 Elektroniset kaupankäyntijärjestelmät 68
2.2.10 Repomarkkinat 69

2.2.11 Joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuus Suomessa 70
Lähdeluettelo 71

Jukka Topi
Rahoitusmarkkinaosasto
2.3 Osakemarkkinat ja pörssi 72
2.3.1 Osakemarkkinat talouden osana 72
2.3.2 Osakkeet ja yritykset suomalaisilla osakemarkkinoilla 77
2.3.3 Osakemarkkinoiden sijoittajat 82
2.3.4 Osakemarkkinoiden välittäjät 83
2.3.5 Pörssin toiminta 85
2.3.6 Osakemarkkinoiden tulevaisuus 88
Lähdeluettelo 89

Esa Jokivuolle
Rahoitusmarkkinaosasto
2.4 Johdannaismarkkinat 90
2.4.1 Johdannaissopimusten pörssikauppa 91
2.4.2 Johdannaissopimusten OTC-kauppa 98
2.4.3 Hyödykejohdannaiset 102
2.4.4 Johdannaismarkkinoiden tulevaisuudennäkymät Suomessa 103
Lähdeluettelo 105

Kirsi Ripatti
Rahoitusmarkkinaosasto
2.5 Arvopapereiden selvitysjärjestelmät 106
2.5.1 Arvopaperikauppojen selvitys prosessina 106
2.5.2 Arvopaperien selvitysjärjestelmien kehitys Suomessa 106
2.5.3 APK ja kansainvälinen selvitysjärjestelmä-yhteistyö 113
2.5.4 Valvonta ja sääntelyn kehittäminen 114
Lähdeluettelo 118

2 Raha- ja pääomamarkkinat

Eija Salavirta
Markkinaoperaatioiden osasto

2.1 Raha- ja valuuttamarkkinat

Yhtenäisen, suuren euroalueen muodostuminen ja Suomen markkinoiden integroituminen tähän uuteen toimintaympäristöön on muuttanut Suomessa niin raha- ja valuuttamarkkinoiden markkinamekanismin perusrakenteita kuin kaupankäyntituotteistoakin.

Euroaika on tuonut mukanaan uuden rahapoliittisen kehikon[1] uusine ohjausjärjestelmineen. Ohjausjärjestelmän peruselementit ovat markkinaoperaatiot sekä maksuvalmius- ja vähimmäisvarantojärjestelmät. Järjestelmän rahapolitiikka toimii pääasiassa hajautetusti.

Markkinaoperaatiot, joilla ohjataan korkoja ja järjestelmän likviditeettiä ja viestitään rahapolitiikan virityksestä, toteutetaan kansallisten keskuspankkien välityksellä, mutta EKP:n päätöksellä ja aloitteesta. Tärkeimmät markkinaoperaatiot ovat viikoittaiset vakuudellisina luottoina toteutettavat perusrahoitusoperaatiot. Markkinaoperaatioihin kuuluvat lisäksi kerran kuukaudessa toteutettavat pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot, tarpeen mukaan järjestettävät hienosäätöoperaatiot ja rakenteelliset operaatiot.

Maksuvalmiusjärjestelmä, jolla pyritään erityisesti vakauttamaan eurojärjestelmän yön yli -markkinoita, koostuu kansallisten keskuspankkien vakuuksia vastaan yön yli myöntämistä maksuvalmiusluotoista ja kansallisiin keskuspankkeihin tehdyistä yön yli -talletuksista. Maksuvalmiusluoton korko ja talletusten korko muodostavat pankkien välisten eurorahamarkkinoiden, ns. tukkumarkkinoiden, yli yön -koron ylä- ja alarajan.

Vähimmäisvarantojärjestelmä, jonka piiriin euroalueen luottolaitokset kuuluvat, vakauttaa osaltaan rahamarkkinakorkoja mahdollistamalla tilapäistekijöiden aiheuttamien likviditeettivaihtelujen tasoittamisen. Lisäksi vähimmäisvarantojärjestelmällä voidaan luoda tai kasvattaa rakenteellista keskuspankkirahoituksen tarvetta eurojärjestelmän likviditeettitarjonnan tehostamiseksi.

Rahamarkkinoiden kaupankäynnin kohteena ovat tuotteet, joiden maturiteetit ovat lyhyimmillään yön yli ja pisimmillään yleensä 12

[1] Rahapolitiikan kehikon tarkempi kuvaus löytyy EKP:n julkaisuista ”Yhteinen rahapolitiikka euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä” sekä ”EKP:n rahapolitiikka”.

kuukauden pituisia. Euroaikana tärkeimmiksi rahamarkkinoiden osa-alueiksi ovat muodostuneet talletus- ja repomarkkinat. Myös pankkien sijoitustodistuksilla, valtion velkasitoumuksilla sekä yritys- ja kuntatodistuksilla on edelleen merkittävä rooli suomalaisten markkinaosapuolten kaupankäynnissä.

2.1.1 Rahamarkkinoiden muutoksia euroaikana

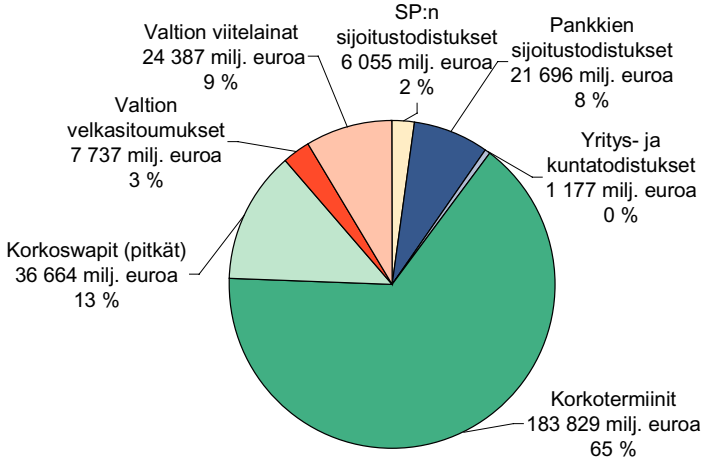
Eurovaluutta- ja -rahamarkkinoiden synty vuoden 1999 alussa oli liikkeellepaneva voima useille markkinamuutoksille. Monen tuotteen osalta kaupankäyntipiiri ja samalla vastapuolten ja erityisesti loppusijoittajien lukumäärä ovat kasvaneet huomattavasti. Aiemmat Suomen rahamarkkinoiden valtatuotteet ovat saaneet osittain väistyä, ja jotkin instrumentit ovat jopa tyystin hävinneet (kuviot 1A ja 1B). Samalla on saatu joukko uusia rahamarkkinatuotteita, joiden käyttöönotto on vielä osin alkuvaiheessa.

Ennen euroaikaa Suomen rahamarkkinoiden kaupankäynti sekä pankkien välisillä tukkumarkkinoilla että asiakaskaupassa perustui suurelta osin jälkimarkkinakelpoisiin sijoitustodistuksiin. Tukkumarkkinoilla toimivien väliset talletusmarkkinat olivat lähes olemattomat. Sen sijaan asiakaskaupankäynnissä talletuksilla oli suurempi merkitys. Kaikkein likvidein rahamarkkinoiden osa-alue olivat korkotermiinimarkkinat. Korkotermiinisopimusten kohteena olivat fiktiiviset diskonttopohjaiset sijoitustodistukset, joiden juoksuaika oli kolme kuukautta. Suomen termiinimarkkinat olivat määritelmällisesti FRA-markkinoiden (Forward Rate Agreement) kaltaiset.

Suurin muutos Suomen rahamarkkinoilla on ollut sijoitustodistusmarkkinoiden merkityksen vähentyminen ja talletusmarkkinoiden kehittyminen tärkeäksi rahamarkkinoiden osa-alueeksi. Toinen merkittävä rahamarkkinavälineistöä koskeva muutos on ollut FX-swap-transaktioiden[2] volyymien supistuminen erityisesti lyhyissä eli viikon ja sitä lyhyemmissä periodeissa. Kolmas selkeä euroajan muutos Suomen rahamarkkinoilla on ollut repomarkkinoiden aktivoituminen. Muutos on tältä osin Suomessa alussa; suomalaisten pankkien repokauppojen määrä on vielä varsin pieni.

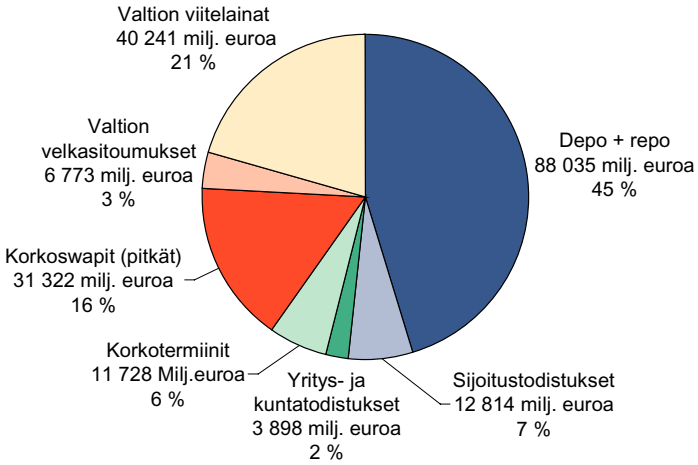
[2] FX-swap on valuuttakauppatransaktio, jossa swapin osapuolet sopivat samanaikaisesta, eri arvopäiviin ajoittuvista samansuuruisien valuuttaerien ostosta ja myynnistä.

Kuvio 1A. **Rahoitusmarkkinainstrumentit 1997**[3]



Lähde: Pankit.

Kuvio 1B. **Rahoitusmarkkinainstrumentit 2001**



Lähde: Pankit.

Myös pankkien kaupankäyntitapa sekä tukkumarkkinoilla että asiakaskaupassa on muuttumassa sähköisen kaupankäynnin tehdessä tuloaan. Rahamarkkinatuotteiden kaupankäynnissä tämä kehitys on tosin ollut hitaampaa kuin valuuttamarkkinoilla. Usean euroalueen maan pankkien keskuudessa on jalansijaa saanut italialaisen e-MID-

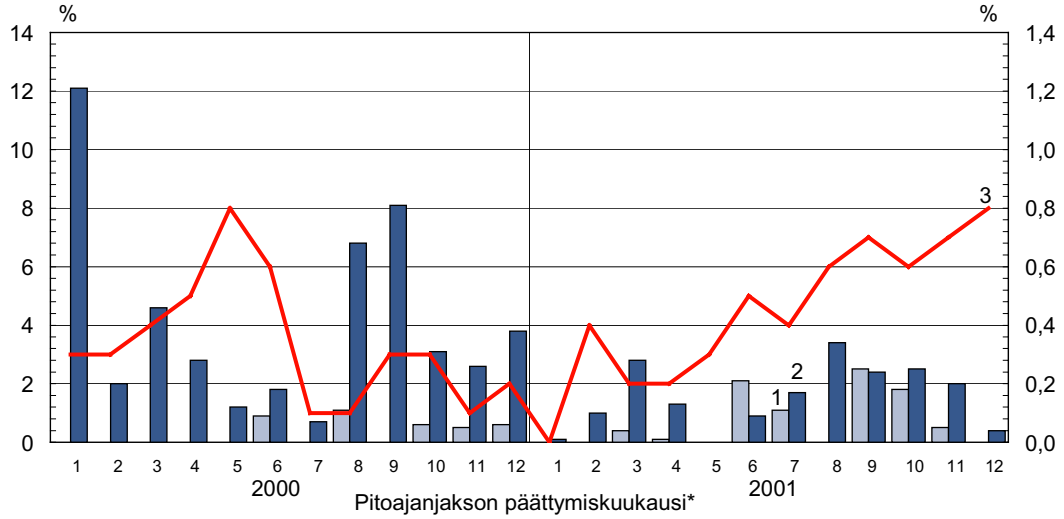
[3] Kuviossa 1A on otettava huomioon, että myös korkotermiinimarkkinat pohjautuivat pankkien sijoitustodistusmarkkinoihin. Kuviossa 1B on talletukset + repot -lohkossa käytetty kantatietojen osittaisten tilastollisten puutteiden vuoksi lyhyimpien eli yhden yön maturiteettien osalta em. jaksojen varsinaisia kauppalukuja likimääräisenä arviona kuvaamaan näiden lyhyimpien jaksojen kantaa. Repojen osuus yhteenlasketusta talletukset + repot -lohkosta on noin 5 %.

yrityksen koko euroalueen kattava sähköinen pankkien välisten talletusten ja eräiden muiden rahamarkkinatuotteiden kaupankäyntijärjestelmä. e-MID perustettiin kesällä 1999, ja siinä on tällä hetkellä hieman yli 200 jäsentä, joista noin 20 on ei-italialaisia pankkeja; mukana on myös yksi suomalainen pankki. e-MID-järjestelmän kaupankäynti kattaa kaikki rahamarkkinaperiodit (maksimijakso 12 kuukautta), mutta aivan lyhyiden eli alle viikon mittaisten sijoitusjaksojen kaupankäynnin osuus kokonaisvolyymeista on noin 90 %. Kotimaiset (italialaiset) transaktiot selvitetään kansallisessa RTGS-järjestelmässä ja ei-italialaiset TARGET-järjestelmässä.

Asiakaskauppaa Internetin välityksellä käydään pankkien ja asiakkaiden välillä lyhytaikaisilla talletustuotteilla, mutta volyymit eivät ole verrattavissa valuuttanettikaupan volyymeihin. Rahamarkkinanettikaupan ongelmana on pitkälti tarve räätälöidä tuotteita mm. määrän ja sijoitusjakson perusteella, joten rahamarkkinakaupankäynnin osalta Internet-kauppa ei tarjoa samoja standardiratkaisuihin perustuvia etuja kuin valuuttatuotteiden nettikauppa.

Euroaikana rahamarkkinoiden aktiivisin toiminta on niin Suomessa kuin muuallakin euroalueella kohdistunut rahamarkkinoiden aivan lyhyimpiin maturiteetteihin. Eurojärjestelmän rahapolitiikan operaatioiden runko, jonka perustana ovat viikoittain toteutettava perusrahoitusoperaatio ja kuukauden mittainen, keskiarvostava vähimmäisvarantojärjestelmä, on lisännyt rahamarkkinoiden aktiivista toimintaa nimenomaan rahamarkkinoiden lyhyissä maturiteeteissa. Suomalaisten pankkien osallistuminen rahapoliittisiin operaatioihin euroaikana poikkeaa huomattavasti aiemmasta. Suomen pankkijärjestelmä on rakenteellisesti likviditeettiylijäämäinen, mistä syystä pankkien kiinnostus osallistua eurojärjestelmän rahapolitiikan operaatioihin on vähäistä. Ennen euroaikaa suurin osa keskuspankin operaatioista oli luonteeltaan likviditeettiä kiristäviä. Euroaikana operaatioihin aktiivisesti osallistuvien määrä on vähentynyt selvästi: euro-operaatiot ovat Suomessa isoimpien pankkien toiminta-aluetta, ja myös niiden osallistumisaktiivisuus on jonkin verran vaihdellut. Tosin vuonna 2001 suomalaisten pankkien osallistuminen eurojärjestelmän rahapolitiikan operaatioihin kääntyi hienoiseen kasvuun edellisvuotiseen verrattuna huolimatta edelleen hyvänä pysyneestä likviditeettitilanteesta. Suomalaisten osuus vakiohuutokaupoissa jaetusta likviditeetistä vuonna 2001 oli 0,4 % oltuaan vuotta aikaisemmin 0,2 % (kuvio 2). Pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa osuuden kasvu samana aikana oli vieläkin suurempi: vuonna 2001 suomalaisten luottalaitosten jako-osuus oli 0,7 % oltuaan vuotta aikaisemmin 0,1 %. Suomalaisten luottolaitosten vähimmäisvarantovelvoitteen osuus pysyi samalla vertailuajankohtana muuttumattomana ja oli keskimäärin 1,4 %.

Kuvio 2. **Suomalaisten luottolaitosten osuudet eurojärjestelmän perusrahoitus-operaatioista ja maksuvalmius-järjestelmästä**



* Pitoajanjakso alkaa kunkin kuukauden 24. päivänä ja päättyy seuraavan kuukauden 23. päivä.

Lähde: Suomen Pankki.

2.1.2 Talletus- ja repomarkkinat

Eurorahamarkkinoiden käteismarkkinat (cash market) koostuvat kolmesta segmentistä: talletus- (unsecured deposits), repo- ja FX-swapmarkkinoista. Euroaikana näiden kolmen segmentin kehitys on ollut jossain määrin epäyhtenäistä. Euroalueen repomarkkinat ovat kasvaneet huomattavasti ja FX-swapmarkkinoidenkin volyymit ovat vuoden 1999 supistumisen jälkeen alkaneet kasvaa. Talletusmarkkinoiden volyymit ovat sitä vastoin pysytelleet lähes muuttumattomina kauppojen keskittyessä entistä enemmän yön yli -maturiteettiin. Lyhyiden maturiteettien kaupankäynnin suosion taustalla ovat pitkälti myös vastapuoliriskien hallinta ja taserakenteiden aiheuttamat ongelmat. Suomen rahamarkkinoiden talletusmarkkinat ilmentävät hyvin niitä ongelmia (taseiden pienuus, limiittiongelmat), joita euroalueen pienillä ja osin keskisuurillakin pankeilla on toiminnassaan käteismarkkinoiden kaikilla segmenteillä. Toiminnan painopiste on voittopuolisesti talletuksissa, kun taas repo- ja FX-swapkaupankäynnin merkitys jopa vähenee. Euron tulo on muuttanut merkittävästi myös pankkien sisäisiä rahoitushallinnan organisaatiorakenteita. Suomalaiset pankit ovat keskittäneet fundingtoiminnot Suomessa sijaitseviin

pääkonttoreihin. Toisaalta useat Suomessa toimivat ulkomaiset pankit ovat toimineet vastaavalla tavalla eli keskittäneet likviditeetinhallintansa omiin pääkonttoreihinsa. Yksi ulkomainen, Suomeen etabloitunut pankki hallinnoi Suomesta koko konsernin eurolikviditeettiä. Suomalaiset pankit ovat tyypillisimmillään ylijäämäeurolikviditeettinsä sijoittajia, ja talletusperiodi on yleensä pisimmillään yksi viikko.

Suomen rahamarkkinoiden kehitys on poikennut merkittävimmin repomarkkinoiden osalta euroalueen yleistrendeistä: Suomessa toimivien pankkien repomarkkina-aktiivisuus on edelleen vähäinen, talletusten vaivattomuuden vuoksi suomalaiset pankit ovat halunneet pitäytyä sijoitustoiminnassaan ennemmin talletuksissa kuin turvautua repotransaktioihin huolimatta repomarkkinoiden talletusmarkkinoita suuremmista volyymeista. Yksi eurorepomarkkinoiden isoimpia ongelmia on, ettei toistaiseksi ole onnistuttu kehittämään koko euroalueen kattavia yleisvakuusmateriaalimarkkinoita (general collateral). Tilanteen voidaan kuitenkin odottaa parantuvan, kun valmisteilla oleva ns. financial collateral -direktiivi tulee lainvoimaiseksi. Suomen repomarkkinoiden voidaan todeta olevan suurelta osalta Suomen valtion papereiden markkinoita.

2.1.3 Lyhytaikaiset rahamarkkina-arvopaperit

Euroalueen lyhytaikaisiin rahamarkkina-arvopapereihin kuuluvat sekä valtion ja kuntien että yksityisen sektorin liikkeeseen laskemat arvopaperit, joiden enimmäismaturiteetti on pääasiassa 12 kuukautta. Tämä rahamarkkinasektori on huolimatta integraation etenemisestä useiden muiden instrumenttien osalta pysynyt euroalueella suhteellisen kehittymättömänä ja monessa tapauksessa puhtaasti paikallismarkkinoihin tukeutuvana, mikä johtuu mm. lainsäädännön ja verotuksen eroista alueen eri maissa. Suomessa tämän markkinasegmentin tuotteita ovat pankkien sijoitustodistukset, kunta- ja yritystodistukset sekä valtion velkasitoumukset.

Sijoitustodistusten, ECP-todistusten sekä kunta- ja yritystodistusten markkinat

Sijoitustodistukset ovat diskonttoperiaatteella toimivia arvopapereita, haltijavelkakirjoja, jotka liikkeeseenlaskija lunastaa eräpäivänä nimellisarvosta. Sijoitustodistusten maturiteetit ulottuvat normaalisti vuoteen asti, mutta maturiteetiltaan pitempiäkin papereita voidaan laskea liikkeeseen. Sijoitustodistusten vaihto alkoi supistua jo ennen euron

käyttöönottoa, mutta on tasaantunut parin viime vuoden aikana sijoitustodistuskannan vakiintuessa noin puoleen vuonna 2001 verrattuna esimerkiksi vuoden 1997 puolivälin tilanteeseen (kuviot 1A ja 1B). Huolimatta sijoitustodistusmarkkinoiden muutoksista euroaikana sijoitustodistusten asema pankkien varainhallinnan välineenä on säilynyt merkittävänä. Pankkien välinen sijoitustodistuskaupankäynti, joka jo ennen euroaikaa oli keskittynyt lähes yksinomaan suomalaisten pankkien keskinäiseksi kaupankäynniksi, on käytännössä loppunut, mutta asiakaskaupankäynnissä sijoitustodistus on edelleen tärkeä kaupankäynnin instrumentti. Erityisesti kotimaiset sijoittajat ovat arvostaneet sijoitustodistusmarkkinoiden likvidiyttä ja joustavuutta esimerkiksi eräpäiväkäytännön suhteen: sijoittajalla on sijoitustodistusta pankilta ostaessaan mahdollisuus pyytää hintatarjous asiakkaan tarpeiden mukaista eräpäivää käyttäen. Pankkien sijoitustodistusten tuotot ovat olleet hivenen valtion velkasitoumuksia parempia. Tyypillisenä likviditeetinsääntelyvälineenä sijoitustodistusten tavanomainen maturiteetti on yhden ja kolmen kuukauden aikajaksoissa, ns. likviditeettiperiodeissa.

Kaupankäynti Suomen euroaikaa edeltäneiden rahamarkkinoiden likvideimmällä tuotteella, sijoitustodistuspohjaisella korkotermiinillä, loppui käytännössä jo vuoden 1999 ensimmäisen neljänneksen aikana.

Euromääräiset ECP-todistusten (Euro Commercial Paper) markkinat ovat Suomessa vielä pioneerivaiheessa toisin kuin Keski-Euroopassa, missä ne ovat toimineet jo useita vuosia ja ovat volyymiltaan huomattavat. Tuotteena ECP-todistus on lähes identtinen sijoitustodistuksen kanssa. Erona sijoitustodistuksiin on, että ECP-papereiden selvitys tehdään Euroclear-selvityskeskuksessa, kun taas sijoitustodistusten selvitys tapahtuu Suomen Arvopaperikeskuksessa. ECP-hinnoittelussa rahoituslaitoksen luottoluokitus vaikuttaa hintaan siten, että vähintään A2–B2-luokiteltujen yritysten ECP-papereiden korot ovat hivenen alle euriborkorkojen. Luokitukseltaan tätä heikompien yritysten ECP-korot ovat yli euriborien. ECP-papereiden arvopäiväkäytäntö on lähes poikkeuksetta t+2, sillä selvitys Euroclearissa tai Cedelissä vaikeuttaa saman päivän arvolla käytävää kauppaa.

Suomen yritystodistusmarkkinat, joiden suuri buumi koettiin nopean talouskasvun vuosina 1980-luvun lopulta 1990-luvun alkupuolelle, menettivät suosiotaan viime vuosikymmenen aikana. Syynä on ollut yritysten likviditeettitilanteen paraneminen. Sen sijaan toinen merkittävä negatiivinen tekijä, leimaverollisuus, poistui jo 1990-luvun jälkipuoliskolla. Viime vuosina aktiivisesti käytettyjä yritystodistusohjelmia on ollut 40–50.

Poiketen alkuvuosikymmenten käytännöstä nykyiset yritystodistusohjelmat ovat usean rahoituslaitoksen yhdessä järjestämiä ns. yh-

teisohjelmia. Kaikki isot ohjelmat ovat nykyisin poikkeuksetta yhteisohjelmia. Yritystodistukset ovat niin ikään diskonttopohjaisia arvopapereita. Erotuksena ECP-papereista yritystodistusten selvitystä ei tehdä muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta arvo-osuusmuotoisten instrumenttien selvityksiin erikoistuneissa selvityskeskuksissa, vaan kauppaa käydään yleensä paperimuotoisilla yritystodistuksilla. Eniten käytetään lyhytaikaisia yritystodistuksia, ja usein yritykset hyödyntävätkin ohjelmiaan lyhytaikaisissa kassantasauksissaan. Yritysten kannalta yhteisohjelmien edut ovat olleet kiistattomia jo yksinomaan paremman hinnan vuoksi. Tällä hetkellä kuukauden maturiteetti on käytetyin, ja lähes kaikki kaupankäynti keskittyy 1–3 kuukauden maturiteettijaksoihin. Kauppaa ei juuri enää käydä 6 kuukauden ja sitä pidemmissä maturiteeteissa. Yritystodistusten pisin juoksuaika on 12 kuukautta, millä vältetään JVK-markkinoiden tuotteilta vaadittavat laajat liikkeeseenlaskuesitteet. Yritysten ECP-markkinat ovat pankkien ECP-markkinoiden tavoin Suomessa selvästi pienemmät kuin vastaavien kotimaisten tuotteiden markkinat. Yritysten ECP-papereiden volyymi jää alle 5 prosenttiyksikön yritysten kaikista liikkeeseen laskemista rahamarkkinapapereista. Kotimaisten yritysten ECP-papereiden tuotot ovat olleet keskimäärin 3–5 pistettä yritystodistusten tuottoja parempia. ECP-ohjelmat ovat ns. monivaluuttaohjelmia ja suurin osa liikkeeseen laskuista on dollarimääräisiä. Yritykseltä, jolla on ECP-ohjelma, vaaditaan käytännössä luottoluokitus, mikä on rajannut ohjelmien liikkeeseenlaskijajoukon Suomessa suurimpiin yrityksiin. Etenkin pidempien jaksojen sijoittajakunnan muodostavat ulkomaiset toimijat. Myös yritystodistusten kaupankäynnissä luottoluokitus on oleellinen tekijä, kun yritys haluaa emittoida yritystodistuspapereita pitkissä jaksoissa tai käydä kauppaa ulkomaisten sijoittajien kanssa.

Kuntatodistusohjelmien käyttö on Suomessa aina ollut selvästi vähäisempää kuin muualla Euroopassa. Toisaalta kuntatodistusten suosio on pysytellyt läpi vuosien melko vakaana. Varsinaisia kuntatodistusohjelmia on useita satoja, ja aktiivisten ohjelmienkin määrä on yli 50, mutta isojen aktiivisten ohjelmien määrä rajoittuu noin kymmeneen. Kuntatodistukset ovat niin ikään diskonttopohjaisia rahamarkkinapapereita. Kuntatodistusten maturiteetit vaihtelevat tavallisesti kahdesta viikosta noin kuukauteen. Myös kuntatodistusten maksimimaturiteetti on yritystodistusten tavoin 365 päivää.

Valtion velkasitoumusten markkinat

Valtion velkasitoumus on lyhytaikainen, diskonttopohjainen arvopaperi, jonka valtio lunastaa eräpäivänä sen nimellisarvosta. Valtiokonttori vastaa velkasitoumusten liikkeeseenlaskuista. Euroaika on merkinnyt velkasitoumusmarkkinoiden sekä aktiivisten toimijoiden (vastapuolten) että loppusijoittajien määrän kasvua.[4] Kotimaisten pankkien aiempi dominoiva asema oli jo ensimmäisenä eurovuotena vähentynyt merkittävästi, kun Suomen ulkopuolisen kysynnän osuus kasvoi 75 prosenttiin. Ulkomaalaisten osuus on edelleen ollut kasvussa.

Velkasitoumusten liikkeeseenlaskutapa on niin ikään muuttunut. Aikaisemmin Valtiokonttori järjesti kuukausittain 1–2 huutokauppaa, joissa se tavallisesti tarjosi 2–3 eripituisessa maturiteetissa velkasitoumuksia. Eräpäivät oli rajoitettu yhteen päivään kuukaudessa. Nykyisellään Valtiokonttori on luopunut huutokaupoista ja siirtynyt tarpeenmukaisiin, jatkuvasti toteutettaviin liikkeeseenlaskuihin eli tap issuance -metodiin (täppääminen). Uudistuksella lisättiin huomattavasti liikkeeseenlaskuprosessin liikkumavaraa: uusi metodi salli samana päivänä toimitukset, joiden eräpäivät saattoivat olla useissa eri maturiteeteissa. Vuoden 2001 alussa Valtiokonttori uudisti edelleen emittointipolitiikkaansa, joka tähtäsi erityisesti velkasitoumusmarkkinoiden likviditeetin parantamiseen. Uudistuksen myötä Valtiokonttori päätti keskittää emittoinnit jokaisena viikkona vain yhteen eräpäivään, kun aiemmin oli sallittu kaikki eräpäivät. Valtiokonttori on niin ikään avannut sijoittajille hätärahoitustyyppisen (last resort) mahdollisuuden saada likviditeettiä Valtiokonttorin sitoutuessa ostamaan velkasitoumuksia määrittelemäänsä hintaan.

Huolimatta valtion lainanottotarpeiden vähenemisestä velkasitoumusten liikkeessä oleva määrä on pysynyt melko vakaana. Valtiokonttori voi emittoida nykyisellään suhteellisesti aiempaa suurempia määriä: vaihteluväli on 200–400 miljoonaa euroa. Valtiokonttori käyttää velkasitoumuksia sekä kassahallintaansa että rahoituksen lähteenä. Se on sitoutunut ylläpitämään Suomen valtion velkasitoumusten kannan riittävänä sijoittajien mielenkiinnon ylläpitämiseksi. Vuoden 2001 lopussa valtion velkasitoumusten kanta oli noin 6,8 miljardia euroa.

Euroaikana velkasitoumusten kysyntä on kasvanut ja tuotot ovat parantuneet. Ennen euroaikaa tuotot olivat noin 6–8 peruspistettä alle euriborkorkotason. Nykyisellään Suomen valtion velkasitoumusten

[4] Valtiokonttorin Monthly Bulletin artikkeli, huhtikuu 2001.

tuotto on 10–15 pistettä alle euriborkoron eli sama kuin Belgian valtion papereiden tuotto. Suomen valtion velkasitoumuksia ostavat useimmiten ulkomaiset loppusijoittajat. Pankit ovat olleet haluttomia pitämään velkasitoumuksia kaupintasalkuissaan, mistä syystä ns. secondarymarkkinoiden volyymit ovat olleet pieniä ja kaupankäynti suurilla erillä jossain määrin ongelmallista huonon likvidiyden vuoksi. Suomalaiset pankit ilmoittavat hinnan sähköisissä markkinatietojärjestelmissä pienille kauppaerille, vaikka niillä ei ole siihen mitään varsinaista velvoitetta.

2.1.4 Korkojohdannaiset

Korkoswap- ja futuurimarkkinat

Sekä transaktioiden maturiteetti- että päätoimijoiden toimintarakenteen mukainen tarkastelu osoittaa euromääräisten korkoswapmarkkinoiden pystyneen nopeasti kehittymään varsin integroiduiksi. Suurin osa markkinatoimijoista kuuluu ns. loppukäyttäjiin, joiden pyrkimyksenä on ainoastaan suojata omaa korkoriskiään, eikä osallistua – toisin kuin hinnanasettajat – aktiiviseen kaupankäyntiin asettamalla kaksipuolisia hintoja korkotuotteille.

EKP:n eurorahamarkkinoiden tilastoraporttien mukaan eoniaswapmarkkinat dominoivat lyhyen ajan swapmarkkinoita. Eoniakorko on niin ikään ottanut euriborkoron paikan tärkeimpänä swapkaupankäynnin viitekorkona. Euriborkorko oli hallitsevassa asemassa euroajan alkaessa vuoden 1999 alussa.[5]

Johdannaispörssien tilastojen mukaan eurofutuurien ja -optioiden vaihto kasvoi yli 50 % vuonna 2000 vuositasolla. Euriborfutuurisopimukset ovat aktiivisimman kaupankäynnin kohteena Euroopan lyhyen ajan futuurimarkkinoilla. Vuonna 2000 niiden osuus oli lähes 70 %

[5] Euromarkkinoiden viitekorot ovat eonia, euribor ja eurorepo. Eoniakorko (Euro Overnight Index Average) lasketaan euromääräisillä rahamarkkinoilla toimivien 49 pankin, joista 2 pohjoismaista pankkia, vakuudettomien yön yli -talletusten korkojen kauppamäärillä painotettuna keskiarvona. Eoniafixingkorko julkaistaan kaikkina Targetin aukiolopäivinä markkinoiden sulkeutumisen jälkeen. Euriborkorko (Euro Interbank Offered Rate) on em. pankkien toisilleen antamien euromääräisten luottojen korko. Euriborkorkojaksoja on tällä hetkellä 15. Lyhyin on viikon ja pisin 12 kuukautta. European Banking Federation ja ACI Financial Markets Association julkaisevat päivittäin kello 12 euriborfixingkorot pankkien keskiarvohinnoista siten, että alimmista ja ylimmistä hinnoista jätetään ottamatta huomioon 15 %. Eurorepo on viimeisin tulokas euroalueen rahamarkkinoiden viitekoroista. Eurorepokorko on korko, jolla ns. repopankit lainaavat toisilleen euroja general collateral -vakuutta vastaan 10 eri maturiteetissa yhden yön maturiteetista aina vuoteen asti. Eurorepo, joka virallistettiin 4.3.2002, julkaistaan päivittäin kello 12.

LIFFEn (London International Financial Futures and Options Exchange) kokonaisvolyymista.

Suomen korkojohdannaiskaupan volyymien kehitys on ollut selvästi heikompaa kuin euroalueella keskimäärin Kansainvälisen järjestelypankin kolmen vuoden välein toteuttaman kyselyn mukaan. Korkoswapmarkkinoiden päivävaihto jopa supistui hivenen eli vuoden 1998 noin 0,38 miljardista dollarista 0,33 miljardiin dollariin vuoteen 2001 mennessä. Sen sijaan OTC-korko-optioiden volyymi kasvoi tuntuvasti eli 8 miljoonasta dollarista 156 miljoonaan dollariin vastaavana vertailuajanjaksona. Korkojohdannaisten päivävaihto Suomessa oli BIS:n raportin mukaan vuonna 2001 noin 0,5 miljardia dollaria (taulukko 1). Koronvaihtosopimusten osuus päivävaihdosta oli 64 % ja korko-optioiden vastaavasti 30 %. Korkojohdannaiskaupassa euron osuus oli hallitseva eli 91 %. Euroalueen osuus Suomen korkojohdannaiskaupankäynnissä on lähes kolme neljäsosaa (taulukko 3). Ulkomailla toimivat rahoituslaitokset ovat korkojohdannaiskauppojen vastapuolina 92 prosentissa kaupoista, kun taas kotimaisten rahoituslaitosten osuus on 5 %. Yritysten osuus vastapuolena on ollut niin ikään pienenemässä (taulukko 2).

Taulukko 1. **Suomen korkojohdannaismarkkinat**

Keskimääräinen päivävaihto, milj. Yhdysvaltain dollaria	Huhtikuu 1995	Huhtikuu 1998	Huhtikuu 2001
Korkojohdannaiset	1 656	2 120	513
Korkotermiinit (FRA:t)	1 501	1 781	30
Koronvaihtosopimukset	143	331	328
OTC-korko-optiot	13	8	156
Muut	0	0	0

Lähde: BIS.

Taulukko 2. **Korkojohdannaisten keskimääräinen päivävaihto vastapuolittain huhtikuussa 2001 ja huhtikuussa 1998, milj. Yhdysvaltain dollaria**

	Rahoituslaitokset				Yritykset			
	Kotimaiset		Ulkomaiset		Kotimaiset		Ulkomaiset	
	2001	1998	2001	1998	2001	1998	2001	1998
Korkotermiinit	0	180	21	1 344	9	119	0	139
Koronvaihto-sopimukset	27	9	297	317	1	1	3	4
OTC-korko-optiot	0	0	153	2	2	6	0	0
Yhteensä	27	189	471	1 663	11	126	3	142
Prosenttiosuus	5	9	92	78	2	6	1	7

Lähde: BIS.

Taulukko 3. **Korkojohdannaisten keskimääräinen päivävaihto valuutoittain huhtikuussa 2001, milj. Yhdysvaltain dollaria**

	Yhteensä	Euro	Dollari	Punta	Muut
Kokonaisvaihto	513	466	36	4	7
Prosenttiosuus	100	91	7	1	1
josta					
Korkotermiinit (FRA:t)	30	26	0	0	3
Koronvaihtosopimukset	328	288	32	4	4
OTC-korko-optiot	156	152	4	0	0

Lähde: BIS.

2.1.5 Valuuttamarkkinat

Suomen valuuttamarkkinoihin euron käyttöönotolla on ollut suuri vaikutus mm. valuuttakaupan volyymien vähentymisen kautta. Suomessa toimivien rahoituslaitosten valuuttakaupan päivävaihto supistui vuodesta 1998 vuoteen 2001 mennessä 56 %. Tiedot ovat peräisin Kansainvälisen järjestelypankin, BIS:n, kolmen vuoden välein toteuttamasta kyselystä ja perustuvat kaupankäyntimääriin kunkin vuoden huhtikuulta. Valuuttakaupan nimellisarvoinen päivävaihto oli huhtikuussa 2001 hieman alle 2 miljardia dollaria, kun se huhtikuussa 1998 oli vielä hivenen yli 4 miljardia dollaria. Suomen valuuttamarkkinoiden volyymien pieneneminen spotkaupoissa alkoi jo muutamia vuosia ennen euron käyttöönottoa: vuodesta 1997 vuoteen 1998 spotvolyymit

supistuivat lähes 50 %. Euroaikaa edeltävän supistumisen taustalla ovat Suomen valuuttamarkkinoiden keskittyminen KOP:n ja SYP:n pankkifuusion vuoksi sekä toisaalta eduskunnan tekemä päätös Suomen siirtymisestä euron käyttöön sekä peruuttamattomien muuntokurssien määrittely toukokuussa 1998. Markkinoilla nämä kaikki katsottiin de facto euroajan lähtölaukaukseksi Suomessa.

Oman valuutan määräisen kaupankäynnin lakkaaminen näkyy selvästi myös suomalaisten pankkien vastapuolijakaumassa. Suomessa toimivien rahoituslaitosten valuuttavastapuolena on 60 prosentissa kaupoista ulkomailla toimiva rahoituslaitos. Vuodesta 1998 kotimaisten yritysten vastapuoliosuus on kasvanut 12 prosenttiyksikköä eli 35 prosenttiin.

Kaupankäynnin kohteina olevissa valuuttapareissa on niin ikään tapahtunut muutoksia. Siirtyminen markasta euroon näkyi valuuttakaupassa euron ja dollarin nousuna hallitsevaksi valuuttapariksi. Eurodollarikaupan osuus Suomen valuuttakaupasta vuonna 2001 oli 58 %. Euro-puntakaupan osuus vaihdosta oli 5 % ja dollari-puntaparin osuus 3 %. Euron ja muiden valuuttojen osuus kaupasta oli 21 %.

Euroalueella toimivien vastapuolten osuus suomalaisten pankkien valuuttakaupassa keväällä 2001 oli 46 %.

Euron ohella toinen merkittävä valuuttakauppaa muokkaava tekijä, jonka vaikutukset tuntuvat myös Suomessa, on ollut sähköisten kaupankäyntijärjestelmien (EBS, Reuters) ja Internetin kautta toimivien yksittäisten pankkien tai pankkiryhmien perustamien kaupankäyntijärjestelmien (esimerkiksi Fxall ja Currenex) yleistyminen.

Valuuttamarkkinoilla pankkien välistä kaupankäyntiä dominoivat sähköiset kaupankäyntijärjestelmät. Niistä tärkeimmät ovat Electronic Broking Services -yhtiön (EBS) spotkaupankäyntijärjestelmä[6] ja Reutersin Dealing 3000 -järjestelmä. Markkina-arvioiden mukaan valuuttakaupan kokonaisvolyymista jopa 90 % toteutuu sähköisten järjestelmien kautta. Järjestelmien käyttö on rajattu pankkeihin, jotka nimettöminä asettavat joko yksipuolisia tai kaksipuolisia hintoja valuutoille käyttäen omia tietokoneterminaalejaan. Jokainen käyttäjä voi seurata sekä järjestelmän edullisinta valuuttakurssihintaa että käyttäjän omalta kannalta parhainta käytettävissä olevaa hintaa (pankkikohtaiset limiitit rajoittavat pankkien keskinäistä kaupankäyntiä). Järjestelmä toimii nivoutuneena yhteen pankkien sisäisten järjestelmien kanssa ja sallii automaattisen kauppojen käsittelyn (ns. STP-tekniikka).

Yksittäisten pankkien tarjoamat Internet-pohjaiset kaupankäyntijärjestelmät toimivat joko puhtaasti yhden pankin omana järjestelmänä

[6] BIS (2000).

tai sitten usean pankin muodostamana ns. multipankkiportaalijärjestelminä. Vastapuolina näissä multiportaalijärjestelmissä tehtävissä kaupoissa toimivat siis järjestelmän markkinatakaajat eli joko multiportaalijärjestelmän perustajapankit tai jotkin asiakaspankit. Multiportaalijärjestelmä palvelee ensi sijassa yrityksiä ja pieniä pankkeja; mikään pankkien välinen järjestelmä se ei ole. Järjestelmä mahdollistaa pankkien interbankkaupankäynnin ulkoistamisen, minkä ansiosta varsinkin pienet ja keskisuuret pankit voivat keventää organisaatiotaan ja kulurakennettaan. Internet-pohjaisten multiportaalijärjestelmien keskinäinen kilpailu markkinoilla, joilla kaupankäynnin volyymit ovat olleet pääasiassa pienenemässä viime vuosina, on johtanut kannattavuusongelmiin ja joidenkin multiportaalijärjestelmien sulkemisiin. Viimeiseksi sulkemispäätöksestään on ilmoittanut Atriax, joka oli kolmen suurimman valuuttapankin (Citibank, Deutsche Bank ja JP Morgan Chase Bank) ja Reutersin yhteisyritys. Järjestelmä suljettiin huhtikuussa 2002 vain noin vuoden toiminnan jälkeen. Atriaxin omistaneet pankit ovat ilmoittaneet liittyvänsä kilpailijansa Fxall-järjestelmään likviditeetin antajina, ja osakkuusvaihtoehtokin on pankkien ilmoituksen mukaan mahdollinen myöhemmässä vaiheessa.

Sähköiset kaupankäyntijärjestelmät ovat mahdollistaneet valuuttakaupan keskittämisen ja samalla toimijoiden määrän huomattavan vähentämisen. Suomen kannalta se on merkinnyt suurta muutosta tukkumarkkinoiden toiminnassa. Suomessa toimivat valuuttapankit keskittyvät suurelta osin rahoituslaitosten asiakaskaupan palveluun samalla kun oma positionotto ja hinnananto tukkumarkkinoilla ovat vähentyneet lähes olemattomiin. Joko osittain tai kokonaan ulkomaalaisomistuksessa olevien valuuttapankkien varsinainen valuuttakauppaan liittyvä hinnoittelu on keskittynyt Suomen ulkopuolella oleviin yksiköihin tai pääkonttoreihin. Valuuttakaupan keskittyminen on suomalaisten pankkien kannalta merkinnyt myös pankkien ulkomaanyksiköiden sulkemisia. Ainoastaan yhdellä pankkiryhmittymällä, jossa on suomalaisomistusta, on enää toisella mantereella aktiivisesti toimiva valuuttayksikkö. Paikallismarkkinoiden hävittyä Suomessa toimivat pankit ovat menettäneet suurelta osin myös pankkien ulkomaalaispohjaisen asiakaskaupan (esimerkiksi erityyppiset rahastosijoittajat), kun suomalaisilla pankeilla ei ole enää tarjottavana omaa erityisosaamiseen ja -tietoon perustuvaa tuotteistoa euroaikana (taulukot 4, 5 ja 6).

Taulukko 4. **Suomen valuutta- ja johdannaismarkkinat**

Keskimääräinen päivävaihto, milj. Yhdysvaltain dollaria	Huhtikuu 1995	Huhtikuu 1998	Huhtikuu 2001
Perinteiset valuutta-instrumentit	5 349	4 170	1 597
Spotkaupat	2 545	1 156	503
Termiini ja valuuttaswapit	2 804	3 015	1 093
Valuuttajohdannaiset	118	242	60
Valuutanvaihtosopimukset	4	13	3
OTC-valuuttaoptiot	114	226	57
Muut	0	0	0

Lähde: BIS.

Taulukko 5. **Valuuttamarkkinoiden (ml. Suomen OTC-valuuttajohdannaiset) keskimääräinen päivävaihto vastapuolittain huhtikuussa 2001 ja huhtikuussa 1998, milj. Yhdysvaltain dollaria**

	Rahoituslaitokset				Yritykset			
	Kotimaiset		Ulkomaiset		Kotimaiset		Ulkomaiset	
	2001	1998	2001	1998	2001	1998	2001	1998
Valuuttaswapit	3	201	658	1 886	358	567	16	97
Spotkaupat	36	35	300	878	159	207	8	35
Termiinit	4	9	3	78	51	174	1	12
OTC-valuuttaoptiot	14	13	0	112	18	67	0	35
Valuutanvaihto-sopimukset	0	0	0	13	0	0	0	0
Yhteensä	57	259	987	2 957	587	1015	25	179
Prosenttiosuus	3	6	60	68	35	23	2	3

Lähde: BIS.

Taulukko 6. **Valuuttamarkkinoiden (ml. OTC-valuuttajohdannaiset) keskimääräinen päivävaihto valuuttapareittain huhtikuussa 2001, milj. Yhdysvaltain dollaria**

	Yhteensä	Euro[1]/ Dollari	Euro[1]/ Punta	Euro[1]/ Muut	Dollari/ Punta	Muut parit
Kokonaisvaihto	1 657	961	85	340	49	222
Prosenttiosuus	100	58	5	21	3	13
josta						
Valuuttaswapit	1 034	652	38	106	46	193
Spotkaupat	503	264	33	180	4	24
Termiinit	59	33	4	20	0	2
OTC-valuuttaoptiot	57	12	11	34	0	0
Valuutanvaihto-sopimukset	3	0	0	0	0	3

[1] Sisältää Suomen markan.
Lähde: BIS.

2.1.6 Raha- ja valuuttamarkkinoiden tulevaisuus

Euroalueen rahamarkkinoiden integroituminen tuotteiden osalta jatkuu. Erityisesti uskotaan yhtenäisen general collateral -vakuuksiin pohjautuvien repomarkkinoiden nopeaan kehittymiseen ja syventymiseen. Kaupankäynti vakuudettomilla talletustuotteilla pysynee sitä vastoin melko staattisena toimijoiden keskittyessä edelleen kaikkein lyhyimpiin jaksoihin, ts. yön yli -kauppoihin.

Kaupankäynnin välineenä sähköiset järjestelmät yleistyvät, ja niistä kehittynee vuosien kuluessa hallitseva kaupankäyntitapa niiden tarjoaman läpinäkyvyyden, kauppoihin liittyvän prosessoinnin nopeuden ja kulujen säästön ansiosta. On arvioitu[7], että sähköisten kaupankäyntijärjestelmien käyttö saattaisi lisätä globaalin likviditeetin pirstoutumista, kun monet toimijat haluavat käydä kauppaa useammassa kuin yhdessä portaalijärjestelmässä.

Kaupankäyntitavan ohella toinen merkittävä muutos euroajan markkinoiden toimintatavassa on ollut viitekorkojen, etenkin eonian, merkityksen lisääntyminen ja samalla yön yli -kaupankäynnin volyymien keskittyminen alueen suurimmille pankeille. Kaupankäynnin keskittymisen, vähintäänkin treasury management -toimintojen osalta

[7] EKP 2001.

odotetaan jatkuvan euroalueella, vaikka[8] monikansalliset pankkiryhmät alkanevatkin olla loppusuoralla keskittämisprosesseissaan.

Suomalaisten pankkien kannalta nämä tulevaisuudenvisiot ovat haasteellisia, mutta tähänastisten euroajan kokemusten perusteella suomalaisten rahamarkkinapankkien kykyyn mukautua muuttuvaan markkinatilanteeseen voidaan hyvin luottaa. Myös euroalueen mahdollinen laajentuminen muuhun Pohjolaan loisi suomalaisten pankkien rahamarkkinakaupankäynnille jälleen uusia haasteita.

Valuuttamarkkinoiden supistuminen euron ja etenkin sähköisten kaupankäyntijärjestelmien aikaan saamien markkinamuutosten myötä on jo edennyt varsin pitkälle, mutta esimerkiksi Ruotsin ja Tanskan mahdollinen liittyminen euroalueeseen kaventaisi Suomenkin markkinoita edelleen mm. pienenevien kaupankäyntivolyymien ja harventuvien kaupankäyntiyksikköjen kautta.

Suomalaisten pankkien valuuttakauppa keskittynee tulevaisuudessa pitkälti asiakaskauppoihin, mikä on jo tällä hetkellä vallitseva kaupankäynnin alue suomalaisissa valuuttapankeissa. Muilla mantereilla toimivista pankkien välisistä yksiköistäänhän suomalaiset pankit luopuivat jo viime vuosikymmenellä. Interbank-yksikköjen vähentymistä edesauttanee niin ikään multiportaalijärjestelmien tarjoama mahdollisuus ulkoistaa pankkien interbankkaupankäynti.

[8] EKP 2001.

Lähdeluettelo

BIS (2000) **A look at trading volumes in the euro.** Quarterly Review. Helmikuu.

BIS (2001) **The implications of electronic trading in financial markets.** Tammikuu.

BIS (2001) **Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity.** Huhtikuu.

Euroopan keskuspankki (2002) **Yhteinen rahapolitiikka euro-alueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä.**

Euroopan keskuspankki (2001) **EKP:n rahapolitiikka.** Helsinki.

Euroopan keskuspankki (2001) **The Euro Money Market.** Heinäkuu.

Suomen Pankki. **Rahoitusmarkkinat-tilastokatsaus** 5/1997. Helsinki.

Suomen Pankki. **Rahoitusmarkkinat-tilastokatsaus** 1/2002. Helsinki.

Valtiokonttori (2001) **Monthly Bulletin.** Huhtikuu. Helsinki.

2.2 Joukkovelkakirjamarkkinat

Joukkovelkakirjat (JVK) ovat velkainstrumentteja, joita voivat laskea liikkeeseen valtiot, suuret yritykset ja rahoituslaitokset. Julkisen emission edellytyksenä on usein emission suuri koko likvidiyden säilyttämiseksi, ja tämä osaltaan rajaa mahdollisten liikkeeseenlaskijoiden joukkoa. Koska joukkovelkakirjamarkkinat ovat osa pääomamarkkinoita, käydään niillä kauppaa sekä ensisijaismarkkinoilla että jälkimarkkinoilla[1]. Ensisijaismarkkinoilla joukkovelkakirjoilla hankitaan lisärahoitusta liikkeeseenlaskijoille myymällä arvopapereita sijoittajille. Jälkimarkkinoilla taas sijoittajat käyvät keskenään kauppaa rahoitusvaateilla, mutta tähän kaupankäyntiin ei varsinaisesti enää liity rahoituksellista aspektia.

Sijoitus joukkovelkakirjalainaan on tavallaan lainan myöntämistä joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijalle. Liikkeeseenlaskija maksaa useimmiten lainan kokonaisuudessaan takaisin joukkovelkakirjan erääntymispäivänä, eli joukkovelkakirjalainaan liittyy ns. bullettakaisinmaksu. Elinaikanaan joukkolainat kerryttävät sijoittajilleen kuitenkin koko ajan vuosittain tai vaihtoehtoisesti useita kertoja vuodessa maksettavaa korkovirtaa, ns. kuponkikorkoa, joka voi olla joko kiinteä tai vaihtuva. Velkana joukkovelkakirjat ovat vakuudettomia.

Joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskut voivat olla joko julkisia, tai ne voidaan toteuttaa ns. private placement -periaatteella, jolloin emissio suunnataan suoraan rajatulle sijoittajajoukolle. Julkisen emission järjestämiseen liittyy paljon valmistelevaa työtä, ja sen valmisteluaika onkin huomattavasti pidempi kuin esimerkiksi pankin myöntämän taselainan. Maturiteetiltaan joukkolainat vaihtelevat yli vuoden mittaisista hyvinkin pitkiin, joskin tyypillinen joukkovelkakirjan maturiteetti on usein pisimmilläänkin 10 vuoden tienoilla.

Useimmilla joukkovelkakirjalainoilla on olemassa jälkimarkkinat. Jälkimarkkinoiden muodostumiseen vaikuttaa olennaisesti velkaemission koko. Joukkovelkakirjoilla voidaan käydä kauppaa niin pörsseissä kuin OTC-markkinoillakin, joskin kotimaan jälkimarkkinat ovat kokonaan OTC-markkinoilla. Koska joukkovelkakirjalaina merkitsee itse asiassa lainaa joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijalle, eroaa jouk-

[1] Pääomamarkkinat voidaan jakaa sekä ensisijais- että jälkimarkkinoihin. Ensisijaismarkkinoissa on kysymys uusien arvopaperien emittoinnista eli liikkeeseenlaskusta ja myymisestä sijoittajille. Jälkimarkkinoiden tarkoituksena taas on siirtää kaupankäynnin kautta näitä rahoitusvaateita sijoittajalta toiselle. (Tarkka, 1993)

kovelkakirjalainojen hinnoittelu myös sen mukaan, miten riskipitoisena liikkeeseenlaskijaa pidetään. Tätä riskipitoisuutta pyritään mittaamaan luottoriskiluokituksilla. Mitä heikompi luottoriskiluokitus joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijalla on, sitä kalliimpaan hintaan tämä joutuu hakemaan lisärahoitusta joukkovelkakirjamarkkinoilta. Yleensä voitaisiin todeta, että valtioita pidetään vähäriskisimpinä sijoituskohteina kuin yrityksiä. Tässäkin yhteydessä on kuitenkin otettava huomioon yritysten ja valtioiden luottoriskiluokitukset.

2.2.1 Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitys

Suomen joukkovelkakirjamarkkinat olivat pitkään varsin kehittymättömät. Vasta Suomen ajauduttua talousvaikeuksiin 1990-luvulla ja valtion alettua velkaantua voimakkaasti velkaantumisen kasvu antoi sysäyksen joukkovelkakirjamarkkinoiden nopealle kehitykselle. Koko 1990-luvun ajan ja yhä vieläkin valtio on merkittävin liikkeeseenlaskija kotimaisilla joukkovelkakirjamarkkinoilla. Suurin osa valtion velasta keskittyy kuuteen valtion viitelainaan (taulukko 1). Kansainvälisesti joukkovelkakirjamarkkinoilla tapahtui 1990-luvulla monia rakenteellisia uudistuksia: Eurooppaan muodostui yhteinen valuuttaalue, velkainstrumenttien joukko monipuolistui ja perinteisten valtion joukkovelkakirjalainojen rinnalle tulivat yritysten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat. Jo aikaisemmin yritysjoukkovelkakirjalainojen käyttö oli kuitenkin laajentunut suuresti Yhdysvalloissa.

Tällä kansainvälisellä kehityksellä on ollut vaikutuksensa myös Suomen JVK-markkinoihin. Euron käyttöönotto on yhtenäistänyt markkinoita niin rahoitusta hakevien kuin sijoittajienkin näkökulmasta. Markkina-alue on yhteisen valuutan myötä kasvanut. Instrumenteista yritysten joukkovelkakirjalainojen käyttö on lisääntynyt, mutta niiden osuus koko kotimaisista JVK-markkinoista on kuitenkin pysynyt melko pienenä. Rakenteeltaan uudentyyppiset velkainstrumentit eivät sitä vastoin ole vielä merkittävästi rantautuneet Suomeen. Tulevaisuudessa niiden osuuden odotetaan kuitenkin kasvavan.

2.2.2 Valtion viitelainat

Siinä missä esimerkiksi muualla Euroopassa joukkovelkakirjalainoja ovat valtioiden lisäksi laskeneet liikkeeseen yritykset ja rahoituslaitokset Suomessa valtio on säilyttänyt edelleen asemansa suurimpana liikkeeseenlaskijana. Valtiolle tärkeimpiä velanoton instrumentteja ovat edelleenkin tukkumarkkinoille ja suursijoittajille suunnatut likvi-

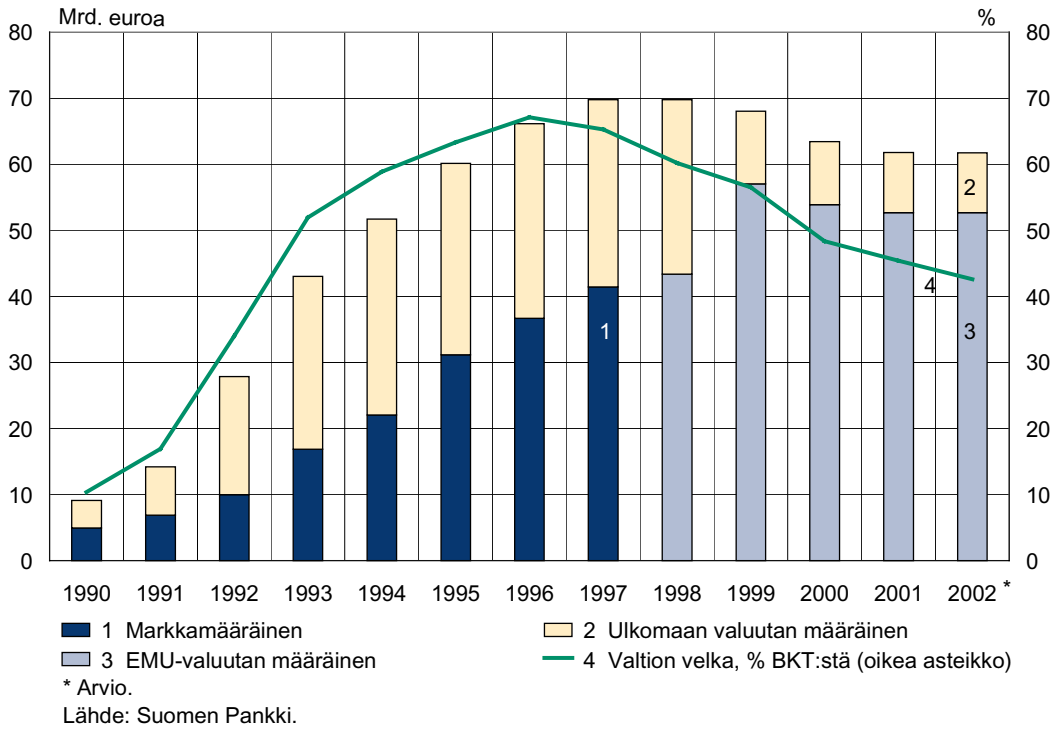
dit sarjaobligaatiot eli viitelainat. Valtio on pyrkinyt nimenomaan luomaan likvidit jälkimarkkinat sarjaobligaatioilleen, ja sen vuoksi se onkin keskittänyt velanottonsa tällä hetkellä kuuteen viitelainaan. Nämä kuusi sarjaobligaatiota vastaavat suurinta osaa valtion kokonaisvelasta. Muita velanoton muotoja ovat mm. kotitalouksille suunnatut tuotto-obligaatiot ja velkasitoumukset. Jonkin verran valtio on hakenut rahoitusta myös ns. syndikoitujen luottojen markkinoilta.

Taulukko 1. **Valtion euromääräisen velan rakenne 31.7.2002**

Valtion viitelainat		Kuponkikorko, %	Juoksuaika	Liikkeessä oleva kanta (Milj. euroa)
1998/III	Valtionobligaatio	3,75	12.11.2003	6 018
1993/I	Valtionobligaatio	9,50	15.3.2004	5 653
2001/I	Valtionobligaatio	5,00	4.7.2007	6 231
1998/III	Valtionobligaatio	5,00	25.4.2009	5 921
2000/I	Valtionobligaatio	5,75	23.2.2011	6 173
2002/II	Valtionobligaatio	5,375	4.7.2013	6 500
			Yhteensä	36 496
Muu velka				
1996/1	Valtionobligaatio	7,25	18.4.2006	1 490
1997/I	Valtionobligaatio	6,00	25.4.2008	922
1995/I	Valtionobligaatio	8,25	15.10.2010	500
Tuotto-obligaatiot				1 005
Muu eromääräinen velka				6 224
			Yhteensä	10 140
Valtion velkasitoumukset				4 815
Muut lainat				3 021
			Kotim. velka	54 471
			Siitä repomääräinen	–2 206
			Valtion eläkerahaston velka	–885
			Yhteensä	51 409

Lähde: Valtionkonttori.

Kuvio 1. **Suomen valtion velka 1990–2002**

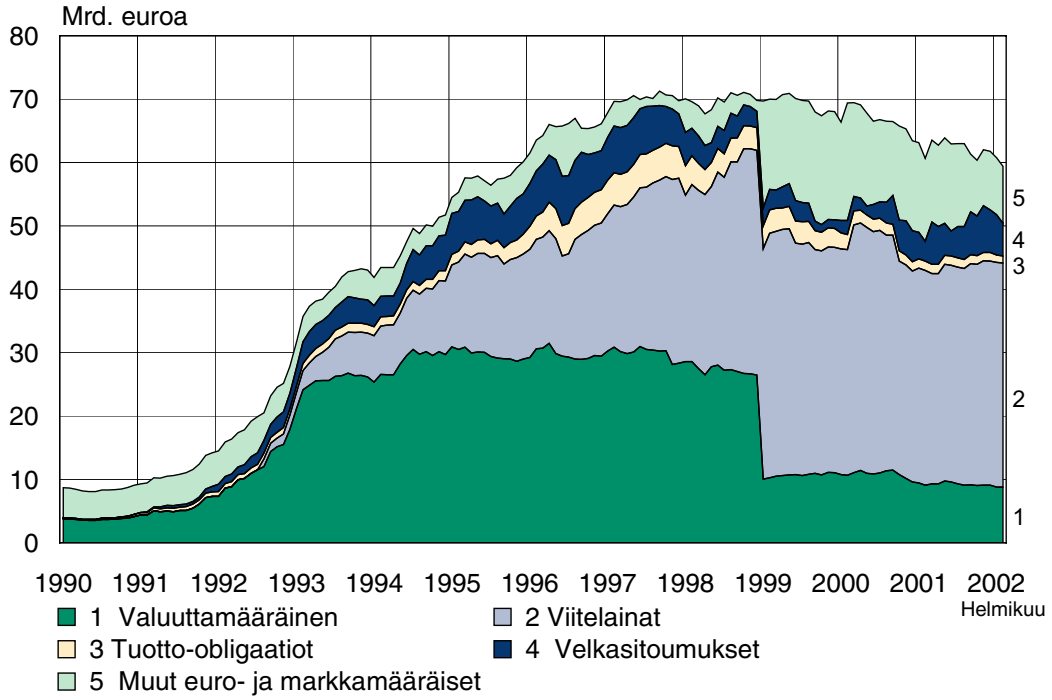


* Arvio.
Lähde: Suomen Pankki.

Ennen vuotta 1999 huomattava osa Suomen valtion velasta oli valuuttamääräistä (kuviot 1 ja 2). Valuuttamääräisen velan osuutta pienensi kuitenkin olennaisesti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen käynnistyminen vuonna 1999. Tällä hetkellä valtion velasta noin 85 % on euromääräistä. Valtiokonttori on ilmaisut halukkuutensa laskea liikkeeseen myös muun valuutan määräistä velkaa laajentaakseen sijoittajakuntaa.

Valtion tulevan velanottotarpeen kannalta keskeisiä tekijöitä ovat talouskasvu ja sen kehittyminen. Vuonna 1999 valtion nettomääräinen lainanotto muuttui negatiiviseksi ja vaikka nettomääräinen lainaus tulevina vuosina muuttuneekin hieman positiiviseksi, on Suomen BKT:hen suhteutettu velka edelleen kuitenkin huomattavasti EU-maiden keskitasoa pienempi.

Kuvio 2. **Suomen valtion velan rakenne**



Lähde: Valtiokonttori.

2.2.3 Päämarkkinatakaajajärjestelmä

Valtion viitelainojen jälkimarkkinoiden kehittämiseksi ja ylläpitämiseksi perustettiin vuonna 1992 ns. päämarkkinatakaajajärjestelmä. Päämarkkinatakaajien tehtävänä on ylläpitää toimivia jälkimarkkinoita valtion viitelainoille kaikissa markkinaolosuhteissa. Tätä velvoitetta toteutetaan jatkuvan hinnanantovelvollisuuden kautta. Lisäksi päämarkkinatakaajien velvollisuuksiin kuuluu aktiivinen osallistuminen Valtiokonttorin järjestämiin viitelainojen huutokauppoihin.

Päämarkkinatakaajien joukko on vuosien varrella muuttunut huomattavasti. Järjestelmän käynnistyessä suurin osa markkinatakaajista oli kotimaisia. Vähitellen päämarkkinatakaajajoukko kuitenkin kansainvälistyi, ensin Suomeen sijoittuneiden ulkomaisten pankkien haarakonttorien kautta ja lopulta ulkomailla toimivien etävälittäjien kautta. Tällä hetkellä päämarkkinatakaajia on kymmenen.

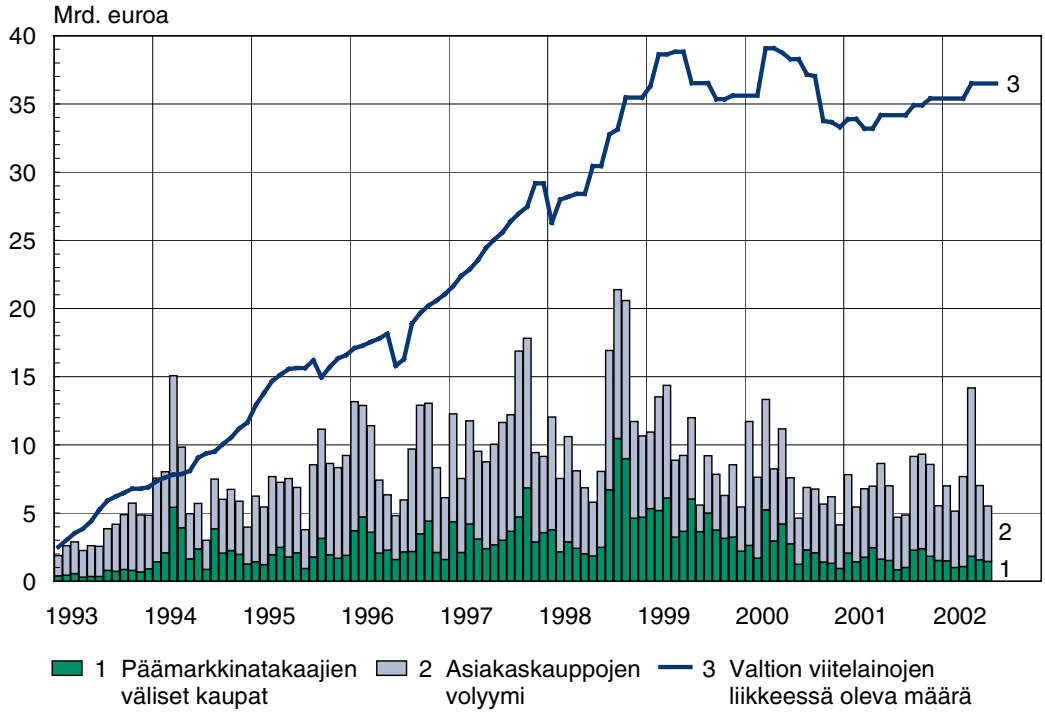
Päämarkkinatakaajat:

Alfred Berg Finland (ABN Amro)
Barclays Capital

BNP Paribas
Deutsche Bank
Merrill Lynch International
Nordea
Osuuspankkien Keskuspankki
Schroder Salomon Smith Barney
Skandinaviska Enskilda Banken
Svenska Handelsbanken

Päämarkkinatakaajajärjestelmän menestymistä voidaan tarkastella kahdesta eri näkökulmasta. Ensinnäkin voidaan sanoa, että likvideillä markkinoilla kaupankäynnin volyymien tulisi pysyä suurina. Vuodesta 1992 vuoteen 1998 valtion viitelainoilla käytyjen kauppojen volyymit olivatkin kasvussa. Vuodesta 1999 ne kuitenkin alkoivat hienoisesti pienetä niin asiakaskaupoissa kuin päämarkkinatakaajien välisissä kaupoissa. Suurin osa kaupankäynnin volyymistä tulee edelleen asiakaskaupasta (kuvio 3).

Kuvio 3. **Kaupankäynti Suomen valtion viitelainoilla**



Lähteet: HEX ja Valtiokonttori.

Kaupankäynnin volyymien muutoksiin on monia eri syitä. Yleisen taloudellisen tilanteen lisäksi yhtenä tärkeänä syynä esimerkiksi asiakaskaupassa oli epäilemättä eläke- ja henkivakuutusyhtiöiden sijoitusten hajauttaminen kotimaasta koko euroalueelle vuoden 1999 jälkeen valuuttakurssiriskin poistuttua. Tällöin sijoittajat myivät kotimaisia viitelainoja pois ja sijoittivat saamansa varat uudelleen ulkomaisiin JVK-lainoihin.

Toisena merkkinä markkinoiden likvidiydestä voidaan pitää päämarkkinatakaajien viitelainoille antamien osto- ja myyntinoteerausten eroa eli nk. spreadiä. Mitä pienempi tämä ero on, sitä likvidimmät markkinat ovat. Päämarkkinatakaajia velvoittavassa sopimuksessa osto- ja myyntinoteerausten erot määritellään peruspisteinä, ja kunkin päämarkkinatakaajan tulee noudattaa spreadiä antaessaan (pyydettäessä) kaksipuolisia hintanoteerauksia valtion viitelainoille. Päämarkkinatakaajajärjestelmän alusta eli vuodesta 1992 lähtien viitelainoihin sovelletut viralliset spreadit ovat pienentyneet jatkuvasti. Vaikka spreadit ovat supistuneet, kaupankäyntivolyymit eivät kuitenkaan ole kasvaneet samassa suhteessa. Näin on käynyt, vaikka oletusarvoisesti pienen spreadin tulisi merkitä volyymien kasvua. Valtion viitelainamarkkinoilla jotkin muut tekijät ovat kuitenkin vaikuttaneet tämän efektin vastakkaiseen suuntaan. Tällaisena tekijänä voitaisiin pitää mm. euron tulon myötä vakuutusyhtiöiden sijoitusvarallisuuden hajautumista muualle Eurooppaan. Toisaalta voidaan myös ajatella, että sijoitusvarallisuuden Suomi-keskittyneisyyden poistuttua hajautuksen lisääntymisen myötä suurten institutionaalisten sijoittajien sijoitusvarallisuuteen jäljelle jäänyt valtion viitelainojen osuus on ollut kohtuullisen stabiili, eikä siihen ole enää kohdistunut suuria myyntitai ostotarpeita.

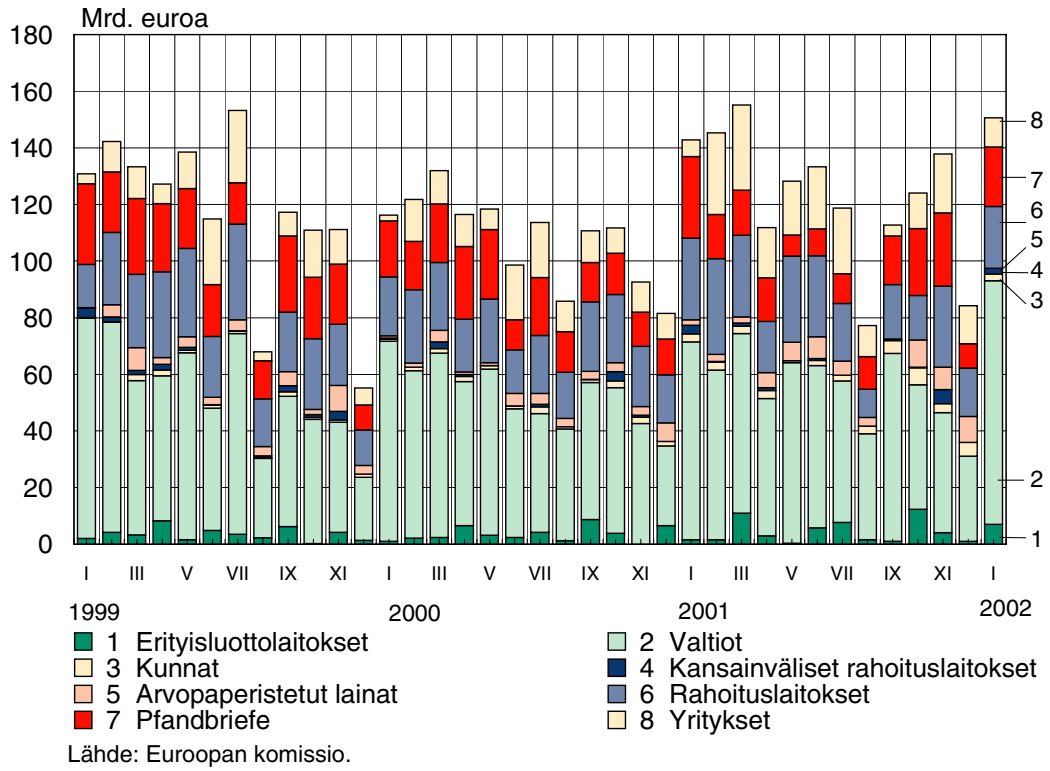
Viimeisin uudistus on ollut Valtiokonttorin päätös luoda valtion viitelainoille elektroninen kaupankäyntijärjestelmä. Järjestelmän osapuolia ovat päämarkkinatakaajat, ja järjestelmä korvaa päämarkkinatakaajien välisen puhelinperusteisen kaupankäynnin. Elektroninen kaupankäyntijärjestelmä hyödyntää jo käytössä olevaa Belgian valtion viitelainojen elektronista kaupankäyntijärjestelmää (MTS Belgium) ja sen tekniikkaa, joskin suomalaisia viitelainoja varten on perustettu Belgian järjestelmään oma itsenäinen haara, MTS Finland. Elektronista kaupankäyntijärjestelmää voidaan käyttää paitsi valtion viitelainojen interbankkaupankäynnissä myös viitelainojen takaisinostossa sekä repo-operaatioissa. MTS Finland otettiin käyttöön 8.4.2002.

2.2.4 Yrityslainamarkkinoiden kehitys

Hyvin suosituiksi rahoitusinstrumenteiksi kansainvälisillä markkinoilla ovat muodostuneet yritysten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat, jotka tarjoavat yrityksille vaihtoehtoisen rahoitusmuodon perinteisten pankkilainojen rinnalle. Yritysjoukkovelkakirjojen markkinat ovat kasvaneet viime vuosina Yhdysvalloissa ja Euroopassa, joskin Euroopassa hitaammin. Suomessakin kotimaisten yritysten liikkeeseenlaskut ovat viime vuosina lisääntyneet jonkin verran, vaikka emissioiden määrä on kansainvälisesti pysynyt edelleen melko pienenä. Tähän on monia eri syitä. Ensiksikin pörssikurssien voimakas nousu 1990-luvun lopussa tarjosi yrityksille houkuttelevan rahoituskanavan osake-emissioiden kautta. Toisaalta vain murto-osa suomalaisista yrityksistä on riittävän suuria, jotta niiden liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat olisivat likvidejä. Epälikvidiydestä yritykset joutuvat aina maksamaan sijoittajille lisää, ja tällöin lainarahan kustannukset kasvavat usein suuremmiksi kuin suoraan pankista saatavan lainarahoituksen kustannukset.

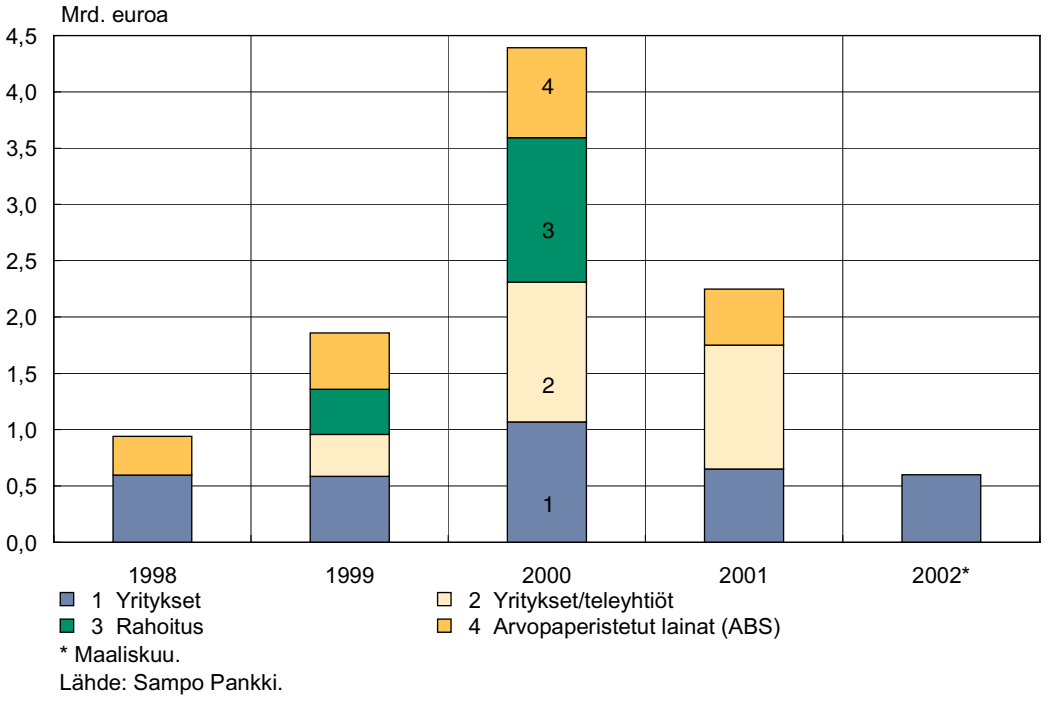
Euron käyttöönotto laajensi myös potentiaalisten rahoituslähteiden joukkoa rahoitusta hakevan yrityksen kannalta katsottuna. Samalla yhteinen raha kuitenkin osaltaan lisäsi pienten ja suurten yritysten eroa niiden kyvyssä hakea rahoitusta laajemmalti. Suuret yritykset pystyvät hyödyntämään koko yhteisvaluutta-alueen laajuisia markkinoita, kun taas pienet kotimaiset yritykset jäävät yhä enemmän kotimaisten rahoitusmarkkinoiden varaan.

Kuvio 4. **Euromääräiset joukkolainaemissiot**



Lähde: Euroopan komissio.

Kuvio 5. **Yritysten markka- ja euromääräiset liikkeeseenlaskut vuodesta 1998 maaliskuuhun 2002**

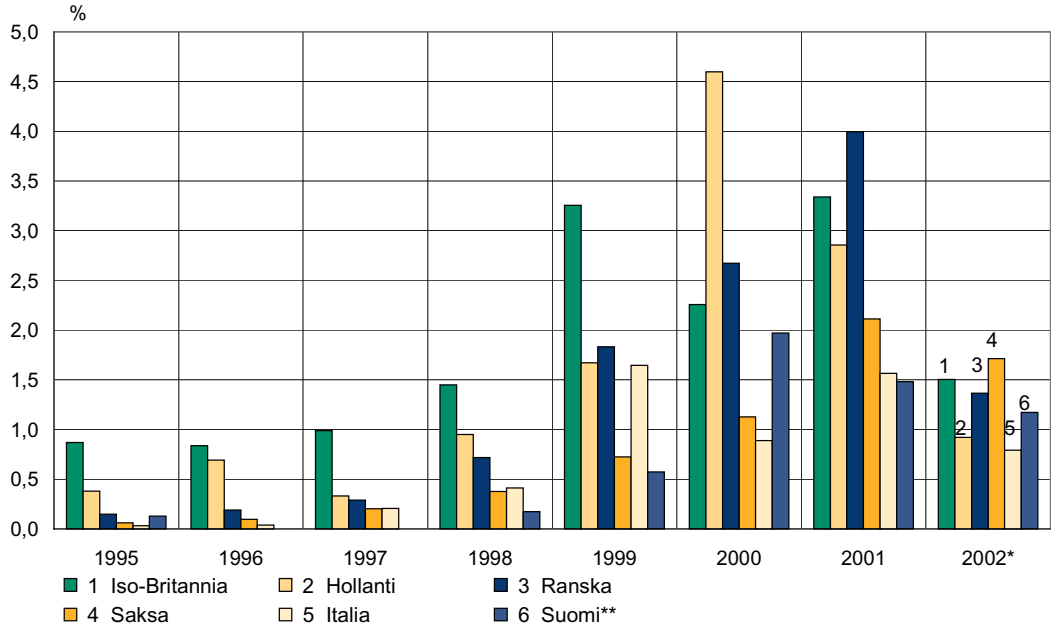


* Maaliskuu.
Lähde: Sampo Pankki.

Kotimaisten yritysten JVK-liikkeeseenlaskut saavuttivat tähänastisen huippunsa vuonna 2000 (kuvio 5). Kasvun takana oli etenkin rahoitussektorin ja teleyhtiöiden liikkeeseenlaskujen voimakas kasvu. Myös muualla Euroopassa nämä sektorit ovat olleet merkittäviä yrityslainojen liikkeeseenlaskijoita. Suomalaisista yritysjoukkovelkakirjalainoista osa lasketaan liikkeeseen ns. MTN-ohjelman kautta. MTN:llä (medium term note) tarkoitetaan ohjelmamuotoista rahoitusta, joka toimii samaan tapaan kuin yritystodistusmarkkina, mutta on mahdolliselta maturiteetiltaan huomattavasti pidempi. MTN:t ovat tyypillisesti muodoltaan vakuudettomia velkaobligaatioita. Ohjelmamuotoisuus on edullinen kanava sellaisille liikkeeseenlaskijoille, jotka suunnittelevat toteuttavansa useamman kuin yhden emission lyhyen ajan sisällä. Emissioiden järjestelykustannukset pysyvät tällöin pieninä, joskin ohjelmamuotoisuus rajaa joukkolainaemissioiden pituuden yleensä alle 15 vuoteen.

Verrattaessa suomalaisten yritysten bruttokansantuotteeseen suhteutettuja joukkovelkakirjaemissiomääriä vastaaviin eurooppalaisiin (kuvio 6), voidaan tehdä muutamia havaintoja. Ensinnäkin vertailujoukosta suuria liikkeeseenlaskumaita ovat Iso-Britannia, Ruotsi sekä Ranska, joista etenkin Ranska on viime vuosina kasvattanut osuuttaan voimakkaasti. Toiseksi voidaan todeta Suomen saavuttaneen yrityslainaemissioissa vuosien kuluessa jonkin verran muuta Eurooppaa, joskin vuosi 2001 oli jälleen Suomen kannalta melko heikko.

Kuvio 6. **Yrityslainaemissiot /BKT 1995–2002**



* 2.8.2002. ** Vuosien 1996 ja 1997 tiedot puuttuvat.

Lähteet: Suomen Pankki, Sampo Pankki ja Dealogic Bondware.

2.2.5 Arvopaperistaminen

Sekä muualla Euroopassa että Yhdysvalloissa yleistyneet, vaihtoehtoisen rahoituslähteen tarjoavat arvopaperistetut rakenteet eivät ole samalla tavoin yleistyneet Suomessa. Arvopaperistamisella (securitisation) tarkoitetaan erilaisia rahoitustekniikoita, joilla omaisuuserien suhteellisen hyvin ennustettavissa olevia kassavirtoja saatetaan jälkimarkkinakelpoiseen arvopaperimuotoon. Mittavin arvopaperistaminen, jonka kohteena on ollut suomalaisia omaisuuseriä (valtion omistamia aravalainoja), toteutettiin Fennica-ohjelman kautta[2]. Suomalaisista yrityksistä vain harvat ovat käyttäneet arvopaperistamista, ja tällöin emissiot eivät ole olleet julkisia. Arvopaperistamisen uskotaan tulevaisuudessa kuitenkin lisääntyvän myös Suomessa.

Muista uusista instrumenteista voidaan mainita yritysten tms. instituutioiden velkakirjat, joihin liittyy olennaisena osana luottojohdannainen. Tällaisissa credit linked note- eli CLN-velkakirjoissa sijoittajalla säilyy riski velkakirjan liikkeeseenlaskijaan nähden ja velkakirjoihin liittyy joko kiinteä tai vaihtuva korkovirta. CLN:t kuuluvat strukturoituihin instrumentteihin. Suomessa CLN:iä on tehty vasta muutamia kappaleita.

2.2.6 Luottokelpoisuusluokitus

Luottoriskin arvioinnissa ovat keskeisessä asemassa luottoriskiluokittajat, jotka antavat arvioita julkista velkaa liikkeeseen laskevien kyvystä selviytyä taloudellisista sitoumuksistaan. Näitä arvioita kutsutaan luottoriskiluokituksiksi eli ratingeiksi. Luottoriskiluokitukset vaihtelevat mekaanisista luottoriskiluokituksista aina syväluotaaviin yritystutkimuksiin. Kansainvälisesti tunnettuja luottoriskiluokittajia ovat mm. Standard and Poor's, Moody's sekä Fitch. Suomessa toimii tällä hetkellä useita luottoriskiluokituksia laativia yrityksiä. Niiden luottoriskiluokitukset ovat suurimmalta osaltaan mekaanisia. Varsinaisia syväluotaavia yritystutkimuksia ja niiden tuloksena julkaistuja luottoriskiluokituksia on tehty vasta muutamia. Eurojärjestelmän luotonannon vakuuksien luottoriskin arvioinnissa EKP ottaa huomioon muun muassa markkinoilla toimivien luokituslaitosten luokitukset. Tämä mahdollistaa sen, että Suomen Pankki voi käyttää nk. kansallisen kakkoslistan vakuuksien arvioinnissa kotimaisten luottoriskiluokittajien antamia julkisia luottoriskiluokituksia. Tähän tarkoituk-

[2] Kuviossa 5 näkyvät ABS-volyymit ovat melkein kokonaan kertyneet juuri Fennica-emissioista.

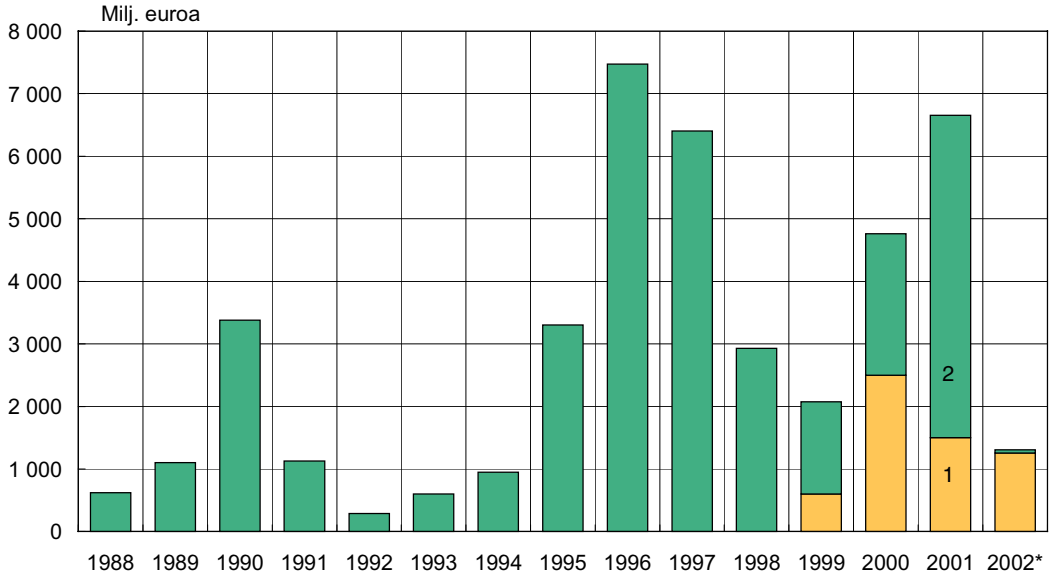
seen on toistaiseksi hyväksytty kaksi kotimaista luottoriskiluokituksia tekevää yritystä: Dun & Bradstreet Finland sekä Fennorating. Kotimainen luottoluokitustoiminta on kuitenkin varsinaisesti vasta käynnistymässä. Tähän saakka luottoriskiluokituksia ovat pääosin hankkineet vain kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta rahoitusta hakeneet suurimmat suomalaiset yritykset. Näissä tapauksissa luottoriskiluokitukset ovat olleet poikkeuksetta suurten kansainvälisten luottoriskiluokittajien tekemiä. Suomen valtion luottoriskiluokitus on tällä hetkellä paras mahdollinen.

2.2.7 Syndikoidut lainat

Markkinoiden kansainvälistyminen on kohdistanut pankkisektoriin monia muutospaineita. Pankit ovat yhä enemmän pyrkineet pääsemään eroon mm. erilaisista riskikeskittymistään. Arvopaperistamisen lisäksi tähän on yhden mahdollisuuden tarjonnut myös ns. syndikoitujen lainojen käyttö. Syndikoitu laina on periaatteessa tavallinen taselaina, mutta sen myöntäjänä on pankkien yhteenliittymä eli syndikaatti. Syndikoidussa lainassa kaikki pankit ovat mukana samoin ehdoin, ja lainaan liittyy yhteinen luottosopimus sekä yhteinen luoton hallinnointi. Syndikoidut lainamarkkinat ovat Suomessa olleet kasvussa, joskin niiden volyymeissä on esiintynyt suuria vaihteluita (kuvio 7). Viime aikoina pitkien syndikoitujen lainojen tilalle ovat tulleet myös lyhemmät, alle vuoden mittaiset syndikoidut lainat. Pankkien mielenkiinnon alle vuoden mittaisia lainoja kohtaan odotetaan vielä entisestään kasvavan pankkien vakavaraisuusvaatimuksia koskevan uudistetun Baselin sopimuksen[3] käyttöönoton lähestyessä. Syndikaateissa toimii kotimaisten pankkien rinnalla yhä useammin myös ulkomaisia pankkeja. Kotimaisten pankkien tietotaito ja paikallinen yritysten tuntemus takaavat kuitenkin kotimaisille pankeille vahvan aseman lainasyndikaatteja muodostettaessa myös tulevaisuudessa. Ulkomailla monet pankit ovat vetäytyneet lähes kokonaan pois syndikoitujen lainojen markkinoilta ja siirtyneet mm. investointipankkitoimintaan.

[3] Baselin II-sopimus eli pankkien vakavaraisuusvaatimuksia koskeva kansainvälinen uudistus, jonka voimaantulotavoite on vuonna 2006. Nykyinen Baselin sopimus on vuodelta 1988.

Kuvio 7. **Suomalaisten yritysten syndikoidut luotot vuodesta 1998 maaliskuuhun 2002**



* Ennakkotieto.

Lähde: Sampo Pankki.

2.2.8 Sijoittajakunnan kehitys

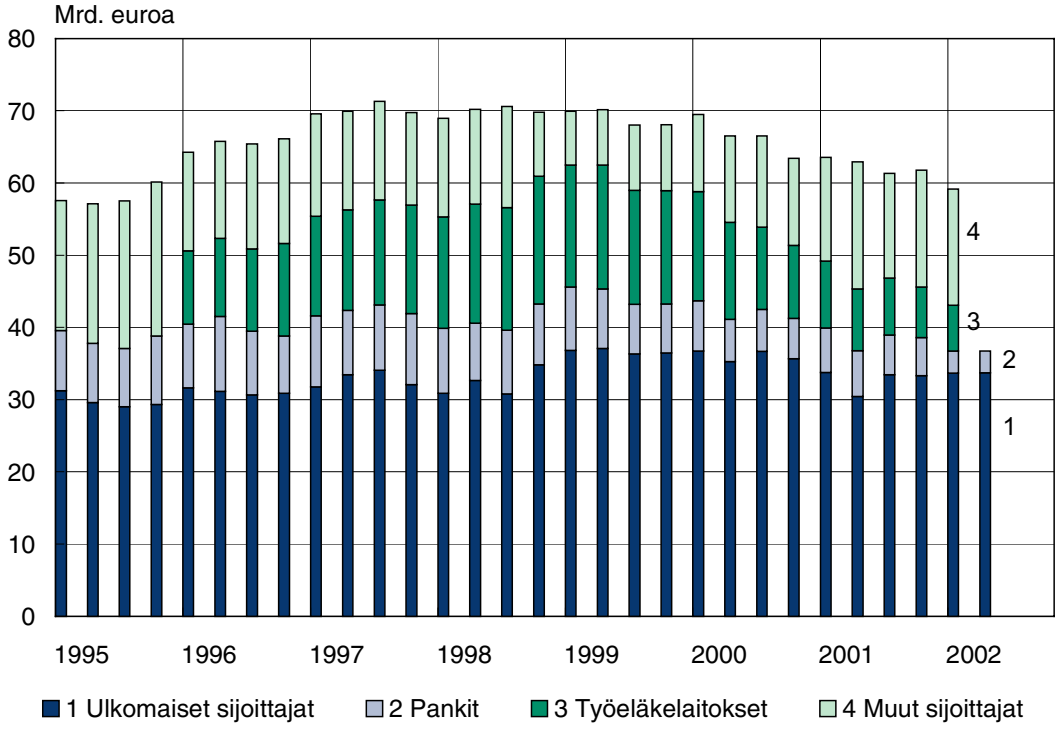
Kotimaisten valtion viitelainojen ja yleensäkin kotimaisten JVK-lainojen sijoittajakunnan kehitykseen vaikuttaneita merkittäviä tekijöitä ovat yhteisen rahan käyttöönotto euroalueella, kotimaista sijoittajakuntaa koskeneet sääntelymuutokset sekä osaltaan myös päämarkkinatakaajajärjestelmän kansainvälistyminen. Avainsanaksi koko kehityksen kuvauksessa nouseekin juuri kansainvälistyminen.

Euron käyttöönoton yleinen vaikutus joukkovelkakirjamarkkinoihin oli, että Euroopan ydinmaiden lainojen kysyntä lähti kasvuun, kun taas pienten maiden lainojen kysyntä varsin usein heikkeni. Toisaalta yhteisen rahan käyttöönoton takia suomalaisista sijoituksista hävisi valuuttakurssiriski, mikä lisäsi etenkin eurooppalaisten sijoittajien mielenkiintoa suomalaisia JVK-markkinoita kohtaan, tarjoavathan esimerkiksi suomalaiset viitelainat ulkomaisille sijoittajille luottoriskiltään hyvälaatuisen hajautuskohteen. Päämarkkinatakaajajoukon kansainvälistyminen osaltaan edisti sijoittajakunnan kansainvälistymistä. Valtion viitelainojen sijoittajapohja onkin euron tulon jälkeen kansainvälistynyt. Tämä näkyy etenkin siinä, että vaikka valtion velan kokonaismäärä on pienentynyt vuodesta 2000 lähtien, on ulkomaisten sijoittajien hallussaan pitämä valtion velan osuus pysynyt aiempien

vuosien tasolla tai jopa hieman lisääntynyt. Ulkomaisten sijoittajien suhteellinen osuus sijoittajakunnassa on näin kasvanut (kuvio 8).

Kotimaisten sijoittajien kannalta merkittävä muutos oli vuonna 1996 tehty päätös työeläkelaitosten sijoitustoiminnan kehittämisestä. Tämä päätös kasvatti merkittävästi kotimaisten joukkovelkakirjalainojen kysyntää, mutta vain hetkeksi, sillä euron käyttöönoton myötä vuonna 1999 alkanut kotimaisten sijoittajien sijoitusten hajauttaminen ulkomaille palautti eläkevakuutusyhtiöiden valtion eurolainoihin tekemät sijoitukset takaisin vuoden 1996 tasolle jo vuoden 2000 aikana. Vuodesta 2000 eteenpäin sijoitukset ovat yhä pienentyneet.

Kuvio 8. **Suomen valtion velka sijoittajan mukaan**



Lähteet: Pankit, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

2.2.9 Elektroniset kaupankäyntijärjestelmät

Elektroninen kaupankäynti ja sen järjestelmät ovat viime vuosina kehittyneet nopeasti ja niiden käyttö on koko ajan yleistynyt. Kaupankäynti on kehittynyt samanaikaisesti kahdella eri rintamalla. Toisaalta markkinatakaajien väliset elektroniset kaupankäyntijärjestelmät ovat yleistyneet, mutta toisaalta taas niiden rinnalle on syntynyt kaikille avoimia elektronisia kaupankäyntijärjestelmiä.

Kaikille avoimissa elektronisissa kaupankäyntijärjestelmissä Euroopassa joukkovelkakirjalainojen kauppa keskittyi ensin hyvin likvideihin emissioihin, jotka käytännössä olivat joko valtion viitelainoja tai pfandbriefejä[4]. Järjestelmien kehittymisen sekä sijoittajien kiinnostuksen kasvun myötä elektroninen kaupankäynti laajentui kuitenkin nopeasti pelkistä valtion viitelainoista yritysjoukkovelkakirjoihin. Lyhyen rahan ECP-todistusten (ECP, Euro-commercial paper) ottamista mukaan elektroniseen kaupankäyntiin suunnitellaan parhaillaan.

Monet välittäjät tarjoavat tällä hetkellä omia kaupankäyntijärjestelmiään sijoittajien käyttöön mm. Bloombergin kautta, mutta olemassa on myös monia useampien välittäjien yhteisiä järjestelmiä, kuten esimerkiksi Tradeweb ja Market Access. Sijoittajien kannalta elektroniset kaupankäyntijärjestelmät mahdollistavat nopean ja tehokkaan kaupankäynnin, sillä hintainformaation saanti ja kilpailuttaminen ovat sijoittajille kaupankäyntitilanteissa ensiarvoisen tärkeitä.

2.2.10 Repomarkkinat

Repo- eli takaisinostosopimuksella (repurchase agreement) tarkoitetaan yleisesti sopimusta, jolla arvopaperin myyjä sitoutuu ostamaan reposopimuksen kohteena olevat arvopaperit takaisin tiettynä tulevaisuuden hetkenä ennalta määrättyyn hintaan. Reposopimukset voivat kohdistua myös valtion viitelainoihin, jolloin niitä tehdään kaksilla markkinoilla.

Reposopimuksia solmitaan ensinnäkin päämarkkinatakaajien ja Valtiokonttorin välillä sekä toiseksi niitä voidaan tehdä sijoittajien ja PD:eiden (primary dealer) eli päämarkkinatakaajien kesken. Päämarkkinatakaajilla on oikeus saada tarvitsemiaan papereita lainaksi Valtiokonttorin erityisestä lainasalkusta, mutta tätä lainamahdollisuutta voidaan hyödyntää myös toisin päin. Valtiokonttorin ja päämarkkinatakaajien välisellä toiminnalla pyritään estämään hintojen tarpeettomia heilahduksia markkinoilla sekä edistämään markkinoiden likviditeettiä.

Lisäksi reposopimuksien kaltaisia, mutta lähinnä ns. sell-buy-backejä eli myynti ja takaisinostosopimuksia voivat solmia keskenään

---

[4] Pfandbrief on saksalaisten pankkien liikkeeseen laskema velkakirja, jota koskee erityinen pfandbrief-lainsäädäntö. Pfandbriefejä on olemassa kahdentyyppisiä velkakirjojen vakuuksista riippuen. Öffentliche Pfandbriefen vakuuksina on julkiselle sektorille myönnettyjä lainoja, kun taas Hypotheken-Pfandbriefen vakuuksina on kotitalouksille ja yritys-sektorille myönnettyjä kiinnitysluottolainoja.

myös välittäjät ja sijoittajat. Tällöin välittäjä lainaa sopimuksella sijoittajalta valtion viitelainoja korvausta vastaan. Korvaus muodostuu osto- ja myyntihintojen välisestä erosta.

Repomarkkinat eivät kuitenkaan ole käynnistyneet odotetulla tavalla Suomessa, vaan volyymit ovat jääneet suhteellisen pieniksi.

2.2.11 Joukkovelkakirjamarkkinoiden tulevaisuus Suomessa

Yhteinen raha euro sekä Suomen valtion erinomainen luottoriskiluokitus varmistanevat vastedeskin Suomen valtion viitelainojen kilpailukykyisyyden kansainvälisillä joukkovelkakirjamarkkinoilla. Kansainvälisten sijoittajien kiinnostuksen käyttää Suomea sijoitustensa hajautuksessa voisikin olettaa säilyvän. Valtion viitelainojen lisäksi kysyntää Suomen rajojen ulkopuolelta löytyisi todennäköisesti yhä enemmän myös toisenlaisia suomalaisia liikkeeseenlaskuja kohtaan. Tienraivaajina näissä toimivat Fennica-ohjelman kautta toteutetut liikkeeseenlaskut, jotka joukkovelkakirjamarkkinoilla osoittautuivat menestykseksi. Ne myytiin käytännössä loppuun.

Yritysten joukkovelkakirjamarkkinoiden liikkeeseenlaskuvolyymien voisi odottaa kasvavan pörssien kehityksen tasaantuessa niin, että lisärahoituksen hakeminen osake-emissioiden kautta ei ole enää aivan yhtä helppoa kuin muutamina aikaisempina vuosina. Koska yhteinen raha on sitonut Suomen yhä tiiviimmin mukaan eurooppalaiseen kehitykseen, on oletettavaa, että tulevaisuudessa myös eri rahoitusmuodot ja velkarakenteet tulevat Suomessakin seuraamaan eurooppalaista kehitystä. Kansainvälistyminen kotimaisilla joukkovelkakirjamarkkinoilla tulee jatkumaan.

Lähdeluettelo

Tarkka, J. (1993) **Raha- ja rahapolitiikka.** Gaudeamus. Helsinki.

2.3 Osakemarkkinat ja pörssi

2.3.1 Osakemarkkinat talouden osana

Osakemarkkinoilla sijoittajien varallisuus kanavoituu oman pääoman ehtoisena rahoituksena yrityksille. Osakerahoitus on vain yksi yritysten käyttämistä vaihtoehtoisista rahoituslähteistä. Tämän vuoksi yritysten osakkeiden tarjonta osakemarkkinoilla riippuu osakerahoituksen suhteellisista kustannuksista verrattuna vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen tai muihin rahoitusmuotoihin. Sijoittajien näkökulmasta osakkeet ovat yksi mahdollinen sijoituskohde, ja osakemarkkinat mahdollistavat tämän kohteen ostamisen ja myymisen. Osakkeet antavat sijoittajille toisaalta myös päätösvaltaa yrityksessä. Yritykset voivat hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta joko julkisten osakemarkkinoiden kautta laskemalla liikkeeseen pörssissä noteerattuja osakkeita tai rajoitetulta sijoittajajoukolta myymällä näille pörssissä noteeraamattomia osakkeita tai muuta riskipääomaa.[1]

Tehokkailla markkinoilla osakkeiden hinnat kuvastavat kaikkea saatavissa olevaa osakkeen arvon määrittämisen kannalta merkittävää tietoa. Osakkeet ovat maturiteetiltaan periaatteessa ikuisia, eli niiden liikkeeseenlaskijat eivät maksa osakepääomaa takaisin osakkeiden omistajille. Sen sijaan yritykset voivat maksaa osakkeiden omistajille osinkoja.[2] Periaatteessa osakkeiden arvon voidaan tällöin ajatella määräytyvän niistä odotettavien osinkojen diskontattuna nykyarvona, jolloin diskonttaustekijänä käytettävä sijoittajan tuottovaatimus perustuu yhtäältä vaihtoehtoisten sijoitusten tuottoon ja toisaalta mahdollisiin osakekohtaisiin riskipreemioihin. Sijoittajien arviot osakkeiden arvosta näkyvät osakemarkkinoilla tehdyissä osto- ja myyntitarjouksissa ja sitä kautta osakkeiden hinnoissa.

Toimivat osakemarkkinat parantavat voimavarojen ja riskien kohdentumista taloudessa. Vaikka likvidit osakemarkkinat tarjoavat yrityksille pitkäaikaisen rahoituslähteen, sijoittajille ne voivat tarjota lyhytaikaisille rahoitusvaateille vaihtoehtoisen sijoitusmuodon. Likvidit julkiset osakemarkkinat tarjoavat myös riskipääomasijoittajille ja

---

[1] Tässä luvussa keskitytään tarkastelemaan julkisia osakemarkkinoita. Oman pääoman ehtoisia riskipääomasijoituksia (venture capital) käsitellään luvussa 3.4.

[2] Yritykset voivat myös ostaa omia osakkeitaan takaisin osakkeiden jälkimarkkinoilla, mikä on taloudellisessa mielessä osingonjakoon verrattava toimenpide.

yrittäjille edullisen keinon päästä eroon sijoituksistaan ja lisäävät näin riskipääomasijoittamisen ja yrittäjyyden houkuttelevuutta taloudessa. Toimivat osakemarkkinat parantavat lisäksi tiedon välittymistä yritysten johdolta niiden omistajille ja sitä kautta edesauttavat rahoituksen välittymistä yleisesti rahoitusmarkkinoilla. Empiirisissä tutkimuksissa onkin havaittu, että maissa, joissa osakemarkkinat ovat likvideimmät, talouden reaalinen kasvu on nopeampaa pitkällä aikavälillä.[3]

Julkiset osakemarkkinat voidaan jakaa ensi- ja jälkimarkkinoihin. Ensimarkkinoilla osakkeet listataan pörssissä ja myydään ensimmäistä kertaa sijoittajille julkisilla markkinoilla. Jälkimarkkinoilla sijoittajat käyvät keskenään kauppaa pörssissä listatuilla osakkeilla. Ensi- ja jälkimarkkinat ovat kiinteästi kytköksissä toisiinsa, sillä ensimarkkinat ovat edellytys jälkimarkkinoiden syntymiselle ja jälkimarkkinoiden aktiivisuus näkyy vahvasti yritysten mahdollisuuksissa ja houkutteissa myydä osakkeita sijoittajille ensimarkkinoilla. Ensimarkkinoilla toimivat sijoittajien ja osakkeiden liikkeeseenlaskijoiden lisäksi liikkeeseenlaskijoiden neuvonantajat, jotka myös järjestävät osakeanteja, sekä pörssi, joka perinteisesti asettaa yrityksille listautumisvaatimukset sekä hoitaa muita listautumiseen liittyviä tehtäviä. Jälkimarkkinoilla toimivat sijoittajien lisäksi pörssi, joka muun muassa ylläpitää kaupankäyntijärjestelmää, sekä osakevälittäjät, jotka välittävät sijoittajien osakekauppoja kaupankäyntijärjestelmään.

Osakemarkkinat ovat Suomessa, kuten muuallakin Euroopassa, kehittyneet viimeisen vuosikymmenen aikana varsin nopeasti. Osakkeiden merkitys yritysten rahoituksen lähteenä on kasvanut samalla, kun osakekaupankäynti on vilkastunut ja osakemarkkinoiden infrastruktuuri on uudistunut. Useat kansainväliset trendit ovat muuttaneet osakemarkkinoiden luonnetta Suomessa samaan aikaan, kun myös tietyt kotimaiset ilmiöt ovat osaltaan vaikuttaneet osakemarkkinoiden kehitykseen. Kansainväliä tekijöitä ovat muun muassa globaalistuminen ja siihen liittyvä yritysten kansainvälistyminen, väestön ikääntyminen ja osakesijoituksia koskevien asenteiden muuttuminen sekä yksityisen varallisuuden kasvu, jotka kaikki ovat olleet omiaan lisäämään mielenkiintoa osakemarkkinoita kohtaan.[4] Siirtyminen talous- ja rahaliiton (EMU) kolmanteen vaiheeseen on yhtäältä vahvistanut kansainvälisten trendien vaikutuksia osakemarkkinoihin ja toisaalta suoraan poistanut valuuttakurssiriskin euroalueen sisällä. Valuuttakurssiriskin häviäminen on lisännyt sijoittajien mielenkiintoa sijoitusten hajauttamiseen euroalueelle ja myös sen ulkopuolelle. Empiirisessä

[3] Esimerkiksi Rousseau – Wachtel 2000.
[4] Tarkemmin kansainvälisistä osakemarkkinoiden trendeistä esimerkiksi EKP 2001.

tutkimuksessa on havaittu oikeusjärjestelmän ja lainsäädännön osakesijoittajille antaman suojan vahvistuneen Suomessa viime vuosikymmeninä, minkä on niin ikään havaittu olleen myötävaikuttamassa rahoitusjärjestelmän muuttumiseen osakemarkkinapainotteisemmaksi.[5] Toisaalta osakemarkkinoiden vilkastumista on tukenut sääntelyn purkaminen, josta esimerkkinä voidaan mainita osakkeiden ulkomaalaisomistuksen vapauttaminen vuonna 1992.

Yksi osakemarkkinoiden merkitystä erityisesti Euroopassa ja Yhdysvalloissa kasvattanut tekijä oli osakkeiden hintojen voimakas nousu 1990-luvun jälkipuoliskolla (kuvio 1). Vastaavasti hintojen kääntyminen laskuun on viime vuosina supistanut pörsseissä listattujen osakkeiden markkina-arvoja ja vähentänyt yritysten rahoituksen hankintaa osakemarkkinoilta. HEX-konsernin ylläpitämään Helsingin Pörssiin keskittyneillä Suomen osakemarkkinoilla hintojen vaihtelut ovat keskimäärin olleet kansainvälistä tasoa suuremmat. Kansainvälisessä vertailussa osakemarkkinoiden merkitys on Suomen taloudessa edelleen melko suuri, kun mittana käytetään pörssissä listattujen yritysten osakkeiden markkina-arvoa suhteessa bruttokansantuotteeseen (kuvio 2). Sen sijaan tarkasteltaessa osakevaihtoa suhteessa osakkeiden markkina-arvoon Suomen osakemarkkinoiden aktiivisuus jää jälkeen useiden muiden maiden vastaavista markkinoista (kuvio 3).[6] HEX-konserni hoitaa suomalaisilla osakemarkkinoilla kaupankäyntijärjestelmän ja osakkeiden listaukseen liittyvien palvelujen lisäksi useita informaatio- ja arvopaperipalveluihin sekä markkinavalvontaan liittyviä tehtäviä. HEXin toimintoja ovat myös osake- ja muuta arvopaperikaupankäyntiä palvelevat selvitys- ja rekisteritoiminta sekä tietyt johdannaismarkkinapalvelut.[7]

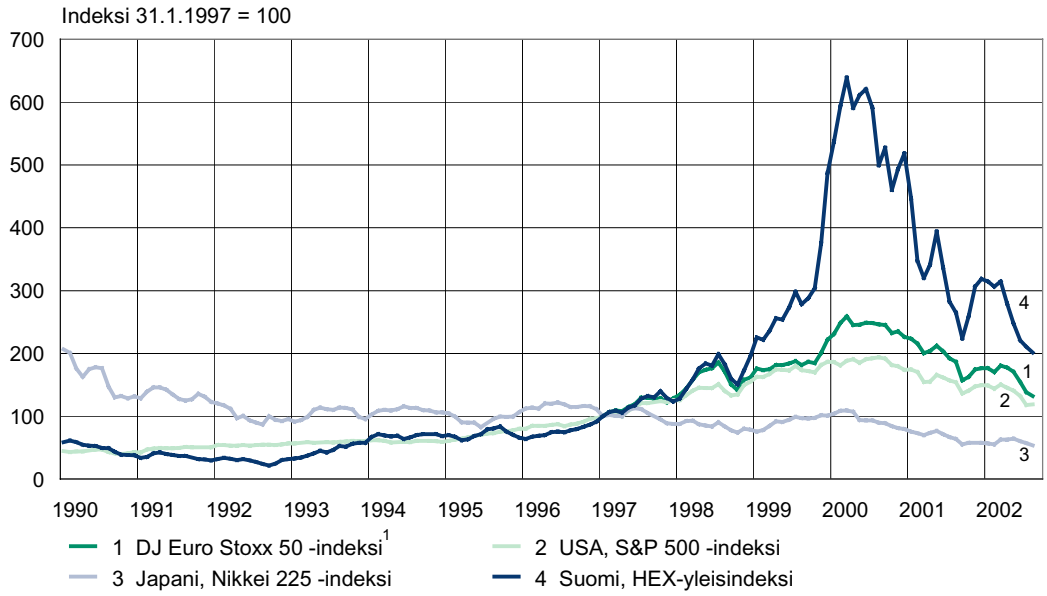
---

[5] Hyytinen – Kuosa – Takalo 2001.

[6] Osakemarkkinoiden makrotaloudellisesta merkityksestä ks. Hyytinen – Kauppi 2001.

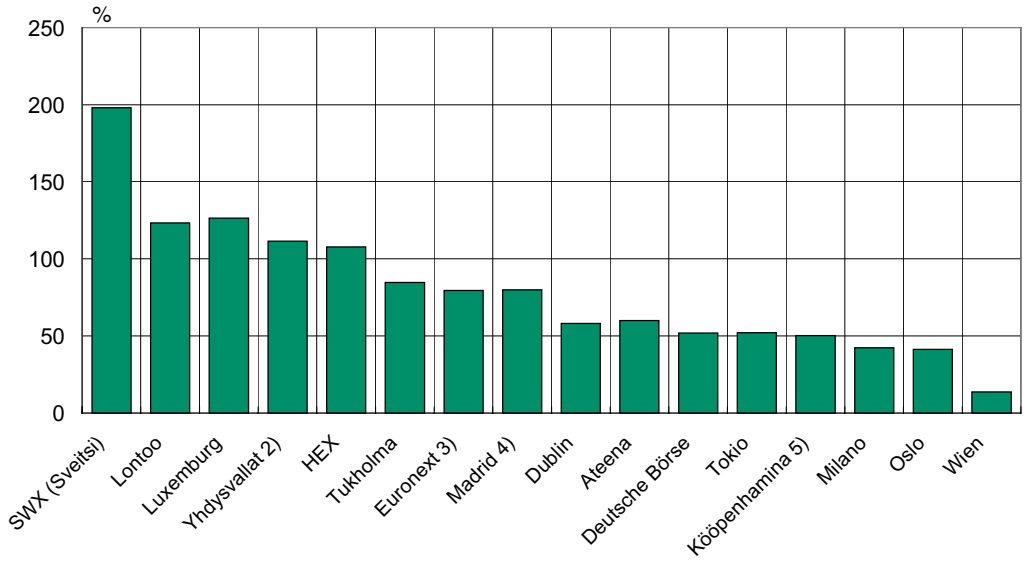
[7] Selvitys- ja rekisteritoimintaa tarkastellaan erikseen tämän kirjan luvussa 2.5 ja johdannaismarkkinoita luvussa 2.4.

Kuvio 1. **Osakeindeksit Euroopassa, Yhdysvalloissa, Japanissa ja Suomessa vuosina 1990–2002**



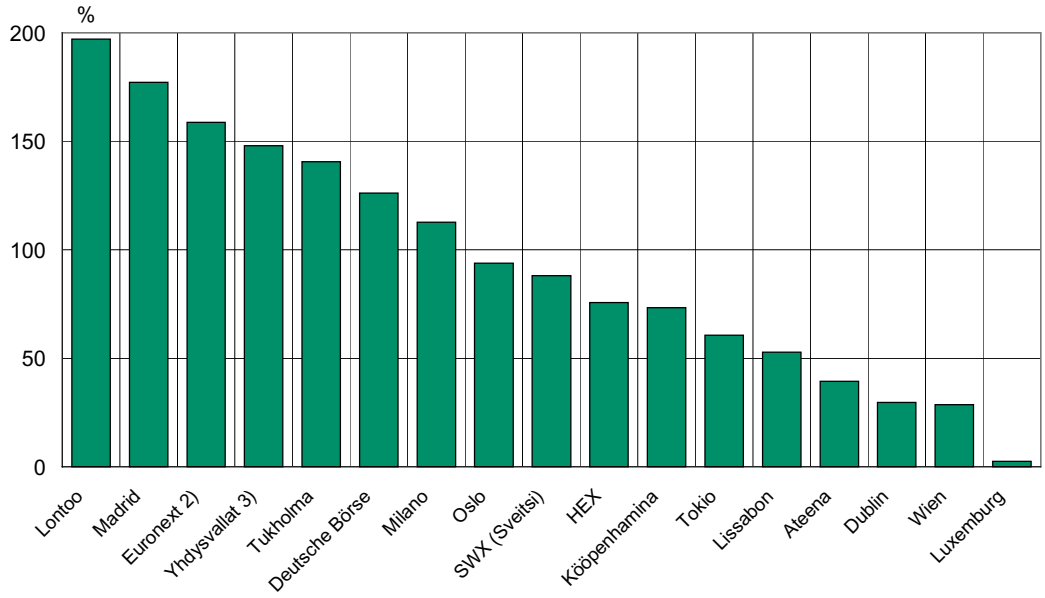
1) Havainnot alkavat vuodesta 1997.
Lähde: Bloomberg.

Kuvio 2. **Pörssiosakkeiden markkina-arvo suhteessa BKT:hen[1] maittain 30.6.2002**



1) BKT-luvut ovat Euroopan komission ennusteita vuodelle 2002.
2) NYSE ja Nasdaq.
3) Euronextin markkina-arvo on suhteutettu Belgian, Alankomaiden, Ranskan ja Portugalin yhteenlaskettuun BKT:hen.
4) Markkina-arvo 30.4.2002.
5) Markkina-arvo 31.5.2002.
Lähteet: FIBV, Eurostat ja Suomen Pankki.

Kuvio 3. **Osakevaihto / osakkeiden markkina-arvo[1] vuonna 2001**



1) Keskiarvo vertailuvuoden ja edellisen vuoden viimeisistä markkina-arvoista.
2) Belgia, Alankomaat ja Ranska.
3) NYSE ja Nasdaq.
Lähteet: FIBV ja HEX.

Osakemarkkinoiden voimakkaat muutokset ovat heijastuneet myös osakekaupankäynnin infrastruktuuriin. Sijoittajien lisääntynyt tarve käydä osakkeilla kauppaa maasta toiseen yhteisen rahan käyttöönoton myötä, tekniikan kehittyminen ja sen mahdollistamat kasvavat verkottumisedut sekä rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkaminen on muiden muassa nähty seikkoina, jotka vahvistavat paineita osakepörssien välisen yhteistoiminnan lisäämiseen ja toisaalta kiristävät pörssien välistä kilpailua.[8] Yksi uuden kilpailun ilmentymä ovat niin kutsutut vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät, jotka ovat haastaneet perinteiset osakepörssit erityisesti Yhdysvalloissa.[9] Empiirisessä tutkimuksessa on myös havaittu pörssitoiminnassa olevan joiltakin osin skaalaetuja[10], joiden voi katsoa lisäävän suuntausta nykyistä suurempien pörssiyksiköiden muodostumiseen. Toisaalta on esiintynyt paineita osakemarkkinoita ylläpitävien pörssien omistajuuden ja jäsenyyden erottamiseen toisistaan, mikä on ilmennyt useiden osuuskuntamuotoisten pörssien muuttumisena osakeyhtiömuotoisiksi.[11] Useat

[8] Esimerkiksi Hasan – Malkamäki – Schmiedel 2002, Di Noia 2001 sekä Malkamäki – Topi 1999.
[9] Esimerkiksi Korhonen 2001.
[10] Esimerkiksi Hasan – Malkamäki 2001 ja Malkamäki 1999.
[11] Esimerkiksi Steil 2001.

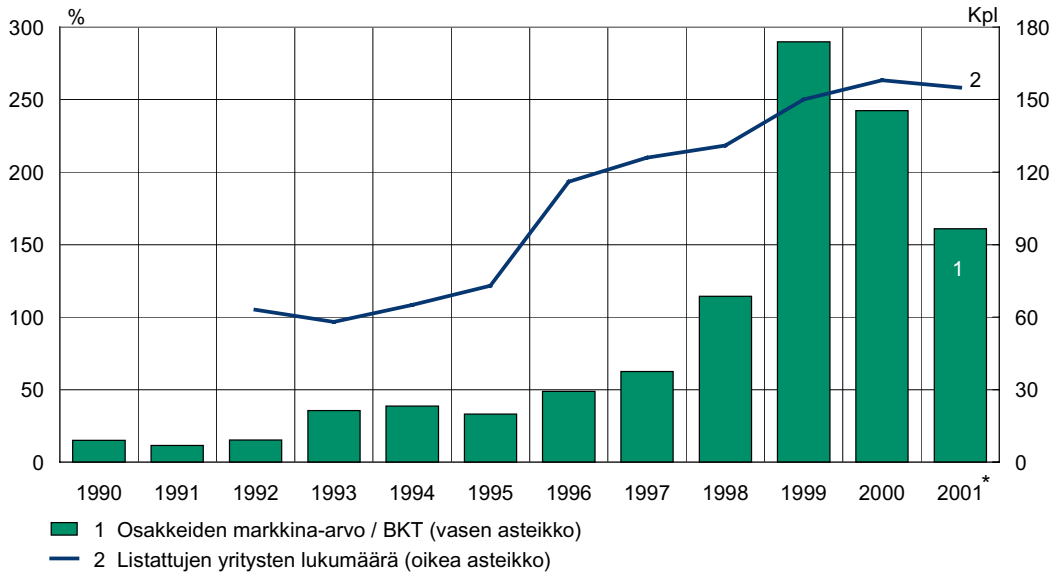
näistä kehityssuunnista ovat olleet nähtävissä myös Suomen osakemarkkinoilla, mitä jäljempänä havainnollistetaan Helsingin Pörssin kehityksen tarkastelun yhteydessä.

Seuraavassa tarkastellaan suomalaisia osakemarkkinoita ja niiden kehitystä ensin osakkeiden, liikkeeseenlaskijoiden, sijoittajien sekä osakevälittäjien näkökulmasta. Lopuksi tarkastellaan HEX-konsernin kehitystä ja sen ylläpitämän Helsingin Pörssin toimintaa osakemarkkinoilla sekä osakemarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä.

2.3.2 Osakkeet ja yritykset suomalaisilla osakemarkkinoilla

Osakemarkkinoiden merkitys suomalaisten yritysten rahoituksen lähteenä on selvästi kasvanut viime vuosikymmenen aikana. Kasvu näkyy niin Helsingin Pörssissä listattujen yritysten osakkeiden markkina-arvon nopeana kasvuna suhteessa BKT:hen kuin listattujen yritysten lukumäärän kasvuna (kuvio 4). Osakkeiden markkina-arvon kehitys on olennaisesti kytkeytynyt osakekurssien nopeaan nousuun

Kuvio 4. **Osakkeiden markkina-arvo suhteessa BKT:hen ja listattujen yritysten lukumäärä HEXissä**



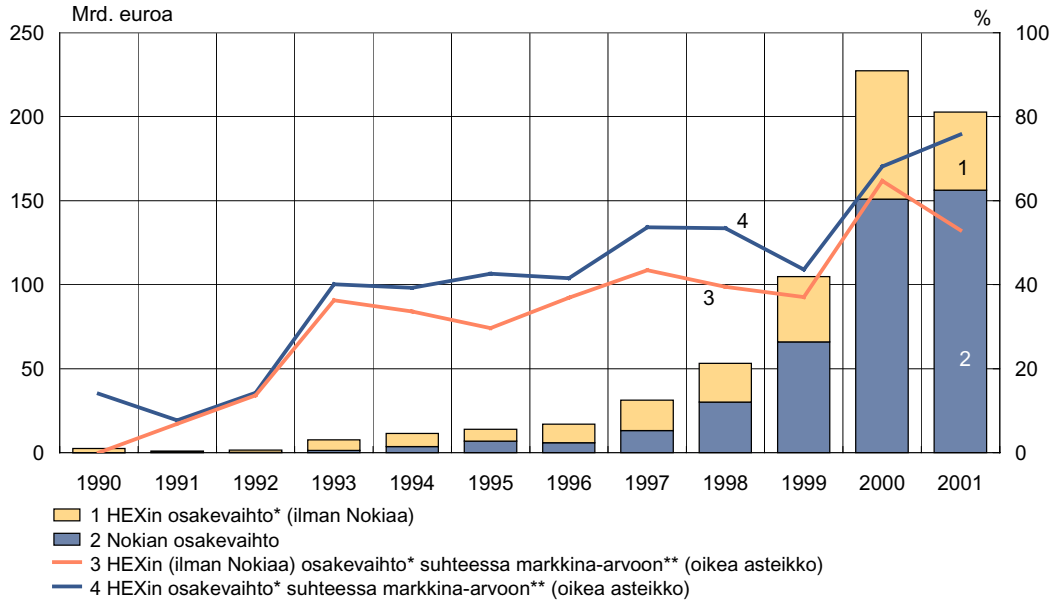
* BKT-luku on Euroopan komission ennuste.
Lähteet: HEX ja Eurostat.

1990-luvun viimeisinä vuosina ja nousua seuranneeseen kurssien laskuun (kuvio 1), jonka myötä listattujen osakkeiden markkina-arvo on laskenut vuoden 2000 keväästä.

Helsingin Pörssissä listattujen yritysten lukumäärä kasvoi 1990-luvun jälkipuoliskolla, mutta alkoi vuonna 2000 hienoisesti vähetä. Listattujen yritysten lukumäärä oli kuitenkin maaliskuussa 2002 edelleen 1990-luvun alkuvuosiin verrattuna yli kaksinkertainen. On huomattava, että merkittävin yksittäinen listattujen yritysten lukumäärää lisännyt tekijä oli pörssin ulkopuolella toimineiden OTC- ja meklarilistojen siirtyminen pörssin hoidettaviksi elokuussa 1996. Muutoin uusien yritysten listautuminen pörssiin vilkastui samaan aikaan 1990-luvun jälkipuoliskon yleisen taloudellisen elpymisen ja niin sanottujen tekniikkayritysten esilletulon kanssa. Yrityksiä on viime vuosina myös poistunut Helsingin Pörssin listoilta. Syynä tähän ovat olleet muun muassa erilaiset yritysjärjestelyt ja osakkeiden heikko likvidiys. Yritysten listautumiset ja niihin liittyvät osakeannit sekä listaltapoistumiset ovat vaikuttaneet myös pörssissä listattujen osakkeiden markkina-arvon kehitykseen. Listalla olevat yritykset ovat lisäksi korottaneet osakepääomiaan osakkeenomistajille suunnatuilla osakeanneilla, rahastoanneilla ja muille kuin vanhoille osakkeenomistajille suunnatuilla anneilla. Toisaalta markkina-arvokehitykseen vaikuttavat myös muun muassa yritysten osingonjaot ja omien osakkeiden takaisinostot.

Helsingin Pörssissä osakevaihdon kasvu on ollut viime vuosikymmenen alkupuolelta lähtien varsin nopeaa. Osakkeiden vaihdon arvo on supistunut aivan viime aikoina (kuvio 5), mutta kappalemäärinä vaihdon kasvu on jatkunut. Vuonna 2001 vaihdettujen osakkeiden kappalemäärä kasvoi edellisvuotisesta lähes 80 % ja vuoden 2002 ensimmäisen neljänneksen aikana noin 17 %. Osittain vaihdon kasvun voidaan ajatella selittyvän listattujen osakkeiden markkina-arvon kasvulla, mutta se kuvastaa myös osakekaupan aktiivisuutta ja sitä kautta markkinoiden likvidiyttä. Osakevaihto Helsingin Pörssissä onkin vähitellen kasvanut myös suhteessa listattujen osakkeiden markkina-arvoon (kuvio 5). Tarkasteltaessa osakevaihdon suhdetta markkina-arvoon on otettava huomioon, että useat Helsingin Pörssin vaihdon näkökulmasta merkittävät osakkeet on listattu myös ulkomaisissa pörsseissä. Näin ollen osakevaihdon suhde markkina-arvoon kertoo myös siitä, miten useissa pörsseissä listattujen osakkeiden kaupankäynti on jakautunut.

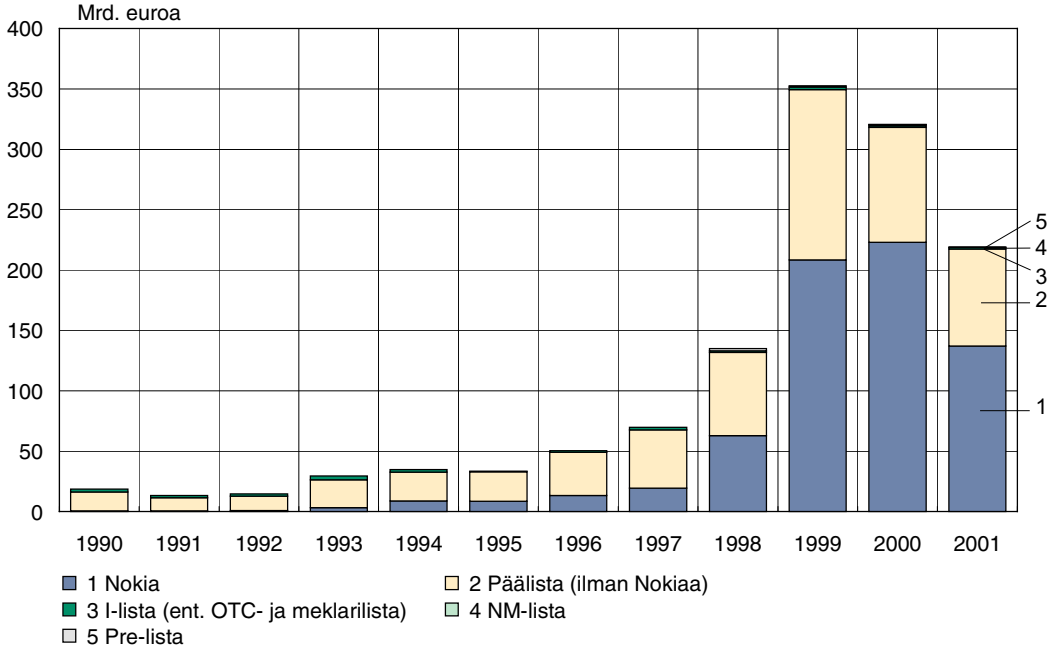
Kuvio 5. **Helsingin Pörssin osakevaihto vuosina 1990–2001**



*Ml. Merkintäoikeudet.
**Keskiarvo vertailuvuoden ja edellisen vuoden viimeisistä markkina-arvoista.
Lähde: HEX.

Liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta osakemarkkinat ovat varsin keskittyneet niin Helsingin Pörssissä listattujen osakkeiden markkina-arvon kuin vaihdonkin perusteella mitattuna. Kokonaismarkkina-arvosta noin 57 % koostui maaliskuun 2002 lopussa yhden yrityksen, Nokian osakkeiden arvosta. Samaan aikaan viiden markkina-arvoltaan suurimman yrityksen osakkeiden markkina-arvo oli noin 75 % kokonaismarkkina-arvosta. Nokian kehitys on ollut dominoiva tekijä Helsingin Pörssissä listattujen osakkeiden markkina-arvon nousussa (kuvio 6). On kuitenkin huomattava, että pörssiosakkeiden markkina-arvo nousi 1990-luvun loppupuolella moninkertaiseksi, vaikka Nokia jätetään tarkastelun ulkopuolelle. Osakevaihdossa keskittyneisyys on ollut vielä selvempää: Nokian osuus oli vuoden 2002 ensimmäisen neljänneksen aikana noin 71 % ja viiden vaihdetuimman yrityksen noin 88 % Helsingin Pörssin kokonaisvaihdosta.

Kuvio 6. **Osakkeiden markkina-arvo HEXissä vuosina 1990–2001**



Lähde: HEX.

Helsingin Pörssissä on nykyisin kolme osakelistaa: päälista, I-lista ja NM-lista. Keskeisin näistä on päälista, joka on tarkoitettu pitkän toimintahistorian ns. blue chip -yrityksille, joiden listalleoton edellytyksenä on muun muassa vähintään 35 miljoonan euron arvioitu markkina-arvo sekä riittävä kannattavuus, vakavaraisuus ja osingonmaksukyky. Päälistalla oli maaliskuun 2002 lopussa 109 yritystä, joiden osakkeiden markkina-arvo oli 199,8 miljardia euroa eli yli 99 % pörssissä listattujen osakkeiden kokonaismarkkina-arvosta. Keskeisimmät suomalaiset suuryritykset ovat listattuina pörssin päälistalla lukuun ottamatta joitakin valtion- ja sukuyhtiöitä. Vuonna 1998 OTC- ja meklarilistat yhdistämällä muodostettu I-lista on puolestaan suunnattu keskisuurille (markkina-arvo vähintään 4 miljoonaa euroa) yrityksille. I-listalla oli maaliskuun 2002 lopussa 30 yritystä, joiden markkina-arvo oli noin 524 miljoonaa euroa. Vuonna 1998 perustettu NM-lista on suunnattu kasvuvaiheessa oleville (markkina-arvo vähintään 2 miljoonaa euroa) yrityksille. Listalla oli maaliskuun 2002 lopussa 17 yritystä, joiden markkina-arvo oli 412 miljoonaa euroa. Helsingin Pörssissä on lisäksi Pre-lista, joka on tarkoitettu lyhytaikaiseksi ns. eteislistaksi ennen kuin kaikki varsinaisen listautumisen edellytykset täyttyvät. Pörssillä on myös ns. tarkkailulista, jolle pörssi voi siirtää yrityksen osakkeet. Tarkkailulistalla olevilla osakkeilla voidaan käydä

kauppaa normaalisti, mutta listan avulla halutaan kiinnittää sijoittajien huomio johonkin osakkeiden liikkeeseenlaskijaan liittyvään olennaiseen seikkaan tai toimenpiteeseen (esimerkiksi päätös pörssilistauksen päättymisestä, yrityssaneeraus tai toistuvat sääntörikkomukset). Syyskuussa 2002 Helsingin Pörssissä otettiin käyttöön ammattimaisesti toimiville sijoittajille tarkoitettu Meklarien lista.

Suomalaisilla osakeyhtiöillä voi olla useita osakesarjoja, jotka eroavat toisistaan osakkeisiin liittyvien oikeuksien suhteen. Osassa pörssiyrityksiä osakkeet on jaettu kahteen sarjaan, joista toisella on suurempi äänivalta yhtiökokouksissa, mutta toisella paremmat oikeudet osinkoihin. Yritysten osakesarjoista voi pörssissä olla listattuna yksi tai useampi. Suomalainen lainsäädäntö mahdollistaa myös ns. etuosakkeet, jotka ovat etuoikeutettuja osingonjaossa ja myös mahdollisessa konkurssitilanteessa, mutta jotka vain tietyntyyppisissä päätöksissä oikeuttavat äänivallan käyttöön yhtiökokouksessa.

Suomalaisten yritysten osakkeiden lisäksi Helsingin Pörssissä on listattu myös ns. osaketalletustodistuksia (Finnish Depository Receipts, FDRs), joiden kautta omistajat ovat voineet omistaa ulkomaisissa pörsseissä listattujen yritysten osakkeita. Toisaalta suomalaisyritysten Helsingin Pörssissä listatuilla osakkeilla voidaan käydä kauppaa ulkomaisessa pörssissä tai muussa kaupankäyntijärjestelmässä vastaavanlaisella järjestelyllä. Esimerkiksi Nokian osakkeilla käydään tällä tavalla kauppaa Helsingin Pörssin lisäksi viidessä muussa pörssissä[12].

Osakkeiden hinta- ja tuottokehitystä kuvataan erilaisilla osakeindekseillä, joiden arvo lasketaan valituilla painoilla pörssissä noteerattujen osakkeiden kursseista. Helsingin Pörssissä osakekehitystä kuvataan markkina-arvopainotteisilla HEX-indekseillä, joita ovat pörssin päälistan osakekehitystä kuvaavat HEX-yleisindeksi, HEX-portfolioindeksi ja toimialaindeksit sekä pörssin muiden listojen kehitystä kuvaavat HEX-I-listaindeksi ja HEX-NM-listaindeksi. Nämä indeksit lasketaan sekä hintaindekseinä, jotka lasketaan osakkeiden hintakehityksen perusteella, että tuottoindekseinä, joissa otetaan huomioon myös maksettujen osinkojen määrä. Yleisindeksiin kuuluvat kaikki päälistan osakesarjat, joiden paino määräytyy markkina-arvon mukaan, kun taas portfolioindeksissä yksittäisen yhtiön paino on rajoitettu enintään 10 prosenttiin. Toimialaindeksit lasketaan päälistan 16 toimialalle, joihin kukin yhtiö liitetään liikevaihtojakaumansa perusteella. Useita osakesarjoja yhdistävien indeksien lisäksi kullekin pörs-

[12] Tukholman, Lontoon, Frankfurtin (Deutsche Börse), Pariisin (Euronext) ja New Yorkin pörsseissä.

sin osakesarjalle lasketaan päivittäin hintaindeksi. Lisäksi Helsingin Pörssissä lasketaan muun muassa johdannaiskaupan tarpeisiin 25 vaihdetuimmasta osakkeesta ns. HEX 25 -indeksi sekä 10 vaihdetuimmasta tekniikkaosakkeesta ns. HEX Tech -indeksi. HEX 25 -indeksiä käytetään myös pohjana indeksiosuusrahastolle, jonka rahasto-osuudet on listattu Helsingin Pörssissä. Joidenkin Helsingin Pörssissä listattujen yritysten osakkeet kuuluvat kotimaisten indeksien lisäksi rinnakkaislistaustensa perusteella ulkomaisiin indekseihin sekä joihinkin kansainvälisiin, erityisesti Euroopan laajuisiin indekseihin. Esimerkiksi Nokian osake kuuluu keskeiseen eurooppalaisten osakemarkkinoiden kehitystä kuvaavaan DJ Euro Stoxx 50 -indeksiin, jota käytetään myös yleisesti viiteindeksinä johdannaismarkkinoilla ja indeksisijoittamisessa.

2.3.3 Osakemarkkinoiden sijoittajat

Suomalaisilla osakemarkkinoilla toimivia sijoittajia ovat lähinnä kotitaloudet, yritykset ja institutionaaliset sijoittajat, joita ovat esimerkiksi sijoitusrahastot, henki- ja eläkevakuutusyhtiöt sekä muut yksityisten sijoittajien varoja kanavoivat yhteisöt. Osakemarkkinat ovat viime vuosina kansainvälistyneet omistusrakenteeltaan huomattavasti. Tämä näkyy siinä, että Suomen arvo-osuusjärjestelmään rekisteröityjen yritysten osakkeiden markkina-arvosta oli helmikuun 2002 lopussa noin 69 % ulkomaalaisomistuksessa joko suoraan tai hallintarekisteröinnin kautta[13], kun osuus vuoden 1995 alussa oli noin 30 %. Toisaalta myös suomalaiset sijoittajat ovat suunnanneet sijoituksiaan entistä enemmän ulkomaille, mikä on lisännyt myös institutionaalisten sijoittajien merkitystä. Esimerkiksi suomalaisten osakerahastojen sijoituksista noin 77 % kohdistui vuoden 2001 lopussa ulkomaille, kun vastaava osuus vuoden 1995 lopussa oli vain 10 %.[14]

Ulkomaisten sijoittajien lähinnä hallintarekisteröidyn omistuksen vuoksi sijoittajakunnan institutionaalisesta tai muusta omistusjakaumasta on koottu tietoa varsin vähän, eikä omistusrakenteesta ole kotimaistenkaan sijoittajien osalta päivitettyä tietoa. Karhunen ja Keloharju (2000) raportoivat Suomen arvo-osuusjärjestelmässä rekiste-

[13] Suomen arvo-osuusjärjestelmässä olevat yritykset kattavat likimain Helsingin Pörssissä listatut yritykset. Arvo-osuusjärjestelmän hallintarekisteröidyille ns. omaisuudenhoitotileille saa arvo-osuustililain mukaan kirjata vain ulkomaalaisten tai ulkomaisen yhteisön tai säätiön omistamat arvo-osuudet. Omaisuudenhoitotililtä eivät käy ilmi tilille kirjattujen arvo-osuuksien omistajan tai omistajien tiedot.

[14] Tilastokeskus, Rahoitusmarkkinoiden kuukausisarjat, 2002:4 ja 1996:4.

röityjen osakkeiden omistusjakauman kehityksestä 1990-luvun puolivälistä kesäkuuhun 2000 asti. Kotimaisen julkisen sektorin omistuksessa oli kesäkuussa 2000 kaikkien osakkeiden markkina-arvosta noin 10 % ja suoraan rekisteröidyistä kotimaisista osakeomistuksista runsas 35 %. Samaan aikaan kotimaisista omistuksista noin 25 % oli kotitalouksilla, noin 17 % ei-rahoitusalan yrityksillä ja noin 10 % rahoitus- ja vakuutusalan instituutioilla. Merkille pantavaa on valtion ja muun julkisen sektorin suuri omistusosuus, jota ensisijaisesti selittää useiden, osittain yksityistettyjen valtionyhtiöiden listaus Helsingin Pörssissä. Valtion merkittävä omistusosuus on myös osaltaan selittänyt osakevaihdon kansainvälisesti vähäistä vilkkautta Helsingin Pörssissä suhteessa osakkeiden markkina-arvoon (kuvio 3). Kun institutionaalisten sijoittajien voidaan ajatella sisältyvän jaottelussa rahoitus- ja vakuutusalan instituutioihin, niiden omistusosuus jää kotimaisia omistuksia koskevan tiedon perusteella melko vähäiseksi. On kuitenkin huomattava, että institutionaalisten sijoittajien rooli korostuu erityisesti kansainvälisissä osakesijoituksissa sekä ulkomailta Suomeen että Suomesta ulkomaille.

Suomalaisille osakemarkkinoille sijoittavien lukumäärä kasvoi 1990-luvun loppupuolella merkittävästi etenkin teleyhtiöiden listautuessa Helsingin Pörssiin. Huhtikuun 2002 lopussa arvo-osuusjärjestelmään liitetyille yrityksille oli rekisteröity omistajia yhteensä noin 892 000. Näistä yrityksistä yli 100 000 rekisteröityä omistajaa oli tuolloin Elisa Communicationsilla (noin 297 000), Soneralla (noin 143 000) ja Nokialla (noin 133 000). Yli kymmenentuhatta rekisteröityä omistajaa oli 38:lla arvo-osuusjärjestelmän yrityksellä. Lukumääräisesti merkittävin sijoittajaryhmä ovat kotitaloudet. Vuoden 2001 lopussa niistä noin 794 000:lla oli omistuksia arvo-osuusjärjestelmässä. Vuoden 1996 lopussa omistajakotitalouksia oli noin 478 000.

2.3.4 Osakemarkkinoiden välittäjät

Osakkeiden jälkimarkkinoilla merkittävässä roolissa ovat osakevälittäjät, jotka välittävät sijoittajien osto- ja myyntimääräykset kaupankäyntijärjestelmiin.[15] Helsingin Pörssissä osakevälittäjinä voivat toimia koti- tai ulkomaiset pankit ja sijoituspalveluyritykset, joille pörssin hallitus myöntää pörssivälittäjän luvan tietyin perustein.

[15] Osakevälitystä käsitellään tarkemmin sijoituspalveluyrityksiä tarkastelevassa luvussa 3.2.

Osakekaupankäynnin kehittyminen ja Internet-pohjaisten järjestelmien esiinmarssi ovat muuttaneet välittäjiin kohdistuvia palvelutarpeita osakemarkkinoilla. Palvelut liittyvät aikaisempaa enemmän kansainvälisen osakekaupan hoitamiseen ja toisaalta joustavien yhteyksien tarjoamiseen laajentuneelle piensijoittajakunnalle uutta tekniikkaa ja verkkoyhteyksiä hyväksi käyttäen. Aiempaa tärkeämmän osan välittäjien tarjoamista palveluista muodostavat myös osakekauppojen selvitykseen ja säilytykseen liittyvät toiminnot.

Osakevälityksen kansainvälistyminen näkyy Helsingin Pörssissä, jossa toimivien välittäjien lukumäärä oli huhtikuuhun 2002 mennessä (42 välittäjää) kaksinkertaistunut vuoden 1995 loppuun (21 välittäjää) verrattuna. Välittäjien määrän kasvun selittää ulkomailta toimivien etävälittäjien tulo suomalaisille markkinoille. Ensimmäinen etävälittäjä aloitti toimintansa Helsingin Pörssissä vuonna 1996, ja syksyllä 2001 etävälittäjien määrä ylitti ensimmäistä kertaa kotimaassa toimivien välittäjien määrän. Huhtikuussa 2002 etävälittäjiä oli 24, ja nämä toimivat Amsterdamista, Lontoosta, Pariisista ja Tukholmasta käsin. Etävälittäjien osuus pörssissä tehtyjen kauppojen lukumäärästä oli vuoden 2002 ensimmäisen neljänneksen aikana noin 33 % ja pörssin kokonaisvaihdosta[16] noin 44 %. Keskimäärin etävälittäjät siis välittävät isompia kauppoja kuin kotimaasta toimivat välittäjät.

Helsingin Pörssin välittäjät näyttävät yleisesti keskittyneen joko osakkeiden tukkukauppaan tai vaihtoehtoisesti pienasiakkaiden palvelemiseen. Jos välittäjistä valitaan esimerkiksi viisi suurinta yhtäältä osakevaihdon ja toisaalta osakekauppojen lukumäärän perusteella, havaitaan, että suurimpien välittäjien listat poikkeavat yhtä välittäjää lukuun ottamatta toisistaan. Vaihdon perusteella suurimmat välittäjät ovat keskittyneet suurten osakekauppojen välittämiseen. Näistä välittäjistä useimmat ovat joko Suomessa toimivia, ulkomaalaisomisteisia välittäjiä tai etävälittäjiä. Piensijoittajien kauppojen välitykseen keskittyneet kauppojen lukumäärän perusteella suurimmat välittäjät ovat taas useimmiten kotimaassa toimivia ja kotimaisessa omistuksessa olevia välittäjiä.

[16] Mukaan lukien indeksiosuudet ja warrantit.

2.3.5 Pörssin toiminta

HEX-konserni

Pörssitoiminta alkoi Helsingissä vuonna 1912, kun Helsingin arvopaperipörssi perustettiin. Pörssi toimi vapaamuotoisena taloudellisena yhdistyksenä vuoteen 1984 asti, jolloin se muuttui voittoa tavoittelemattomaksi osuuskunnaksi. Vuosikymmenet käytössä olleesta julkihuudosta pörssisalissa luovuttiin vuonna 1990, kun pörssikauppa siirtyi Helsingissä kokonaisuudessaan HETI-kaupankäyntijärjestelmään. Suomalaisten osakemarkkinoiden rakennekehitys jatkui 1990-luvulla useassa vaiheessa. Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta muuttui osakeyhtiöksi vuonna 1995, ja kaksi vuotta myöhemmin joulukuussa 1997 arvopaperipörssi ja johdannaispörssi SOM sulautuivat. Seuraavana keväänä Helsingin Arvo-osuuskeskus siirtyi pörssin omistukseen ja toisen johdannaismarkkinapaikan, Suomen Optiopörssin johdannaisliiketoiminta siirtyi pörssin yhteyteen. Vuonna 1998 Helsingin Pörssi ja Suomen Arvopaperikeskus yhdistyivät uudeksi HEX-konserniksi.[17]

Nykyisin HEX-konserni koostuu emoyhtiö HEXistä ja kuudesta sen omistamasta tytäryhtiöstä. Vuoden 2001 lopussa HEXin suurimpia omistajia olivat ruotsalainen OM (15,6 % osakkeista ja äänistä), Sampo-konserni (11,7 %), Nordea Pankki Suomi (11,2 %), OKO-konserni (8,9 %) ja Suomen Pankki (7,0 %). Myös Suomen valtio on omistajana 4,5 prosentin osuudella. Yhtiötä koskee niin kutsuttu arvopaperimarkkinalainsäädännön mukainen omistajakontrolli. Jos jonkun aikomuksena on hankkia yhtiön osakepääomasta tai äänivallasta tietyt rajat (1/20, 1/10, 1/5, 1/3 tai 1/2) ylittävä osuus, on asiasta ilmoitettava etukäteen Rahoitustarkastukselle, jolla on mahdollisuus vastustaa osuuden hankintaa ja estää rajan ylittävän äänivallan käyttö yhtiössä. HEX on selvittänyt mahdollisuuksia yhtiön julkiseen listautumiseen, mutta päätöstä listautumisesta ei ollut kesäkuun 2002 loppuun mennessä tehty.

Vaikka HEX-konserni on nykyisin ainoa osakepörssi Suomessa, osakemarkkinoiden kansainvälistyminen on asettanut sen uusien kilpailuhaasteiden eteen. Suomalaisyritysten osakkeiden omistuksen kansainvälistyminen on luonut kehittämispaineita, joihin vastatakseen HEX on viime vuosina lisännyt kansainvälistä yhteistoimintaansa osakemarkkinoilla. Syksyllä 2001 se muun muassa sopi neljiä euroop-

[17] Helsingin Pörssin historiasta tarkemmin esimerkiksi HEX-konsernin Internet-sivuilta (www.hex.fi).

palaisia osakemarkkinoita ylläpitävän Euronext-pörssin kanssa ratkaisuista, joilla helpotetaan pörssien välittäjien ristikkäisjäsenyyksiä ja teknistä pääsyä markkinapaikoille. HEX on myös nostanut Baltian toiminnot yhdeksi liiketoiminta-alueekseen. Tallinnan pörssiä ylläpitävä virolainen TSE-konserni liitettiin keväällä 2001 osaksi HEX-konsernia. Tammikuussa 2002 Tallinnan pörssissä listattujen osakkeiden kaupankäynti siirtyi HEXin kaupankäyntijärjestelmään. Elokuussa 2002 HEX ilmoitti hankkineensa osake-enemmistön latvialaisesta Riian Pörssistä, jonka omistukseen on valtaosin siirtynyt myös Latvian arvopaperikeskus. HEX on keskustellut yhteistyöstä myös Vilnan pörssin kanssa.[18]

Pörssikaupankäynti

Osakekaupankäynti Helsingin Pörssissä on välittäjien välistä automatisoitua tukkukauppaa, jossa käytetään pörssin ylläpitämää niin sanotun jatkuvan huutokaupan periaatteella toimivaa HETI-osakekaupankäyntijärjestelmää. Kaupat perustuvat pääosin välittäjien asiakkailta saamiin toimeksiantoihin, mutta välittäjät voivat tehdä kauppoja myös omaan lukuunsa.

Kaupankäynti Helsingin Pörssissä jakautuu pörssipäivän aikana karkeasti tarkasteltuna kolmeen vaiheeseen: päivänavaukseen, jatkuvaan kaupankäyntiin ja jälkipörssiin. Päivänavauksessa (kello 9.00–9.40) välittäjät syöttävät HETI-järjestelmään avaustarjouksensa, jotka tämän jälkeen täsmäytetään (kello 9.40–10.00) automaattisesti kaupoiksi. Täsmäytyksen perusteella määräytyvät myös kunkin osakkeen avauskurssit (osto- ja myyntikurssi). Jatkuvassa kaupankäynnissä (kello 10.00–18.00 ja 18.03–20.00 ns. iltakaupankäynti) kauppaa voidaan käydä pörssierittäin, alle pörssierillä ja sopimuskauppana. Keskeisin kaupankäyntimuoto on pörssieräkaupankäynti, jossa HETI-järjestelmä täsmäyttää yhteensopivat osto- ja myyntitarjoukset reaaliaikaisesti kaupoiksi. Kurssi- ja kaupankäyntitasot voivat muuttua jatkuvan kaupankäynnin aikana. Alle pörssierillä kauppaa käytäessä tarjoukset täsmäytetään automaattisesti, mutta hintataso määräytyy viimeisen pörssieräkaupan mukaan. Sopimuskauppamenettelyssä ostaja ja myyjä sopivat kaupasta keskenään, ja se tallennetaan HETI-järjestelmään. Kaupan hintataso määräytyy kulloinkin voimassa olevan kurssitason mukaan. Jatkuvan kaupankäynnin ensimmäisen jak-

[18] HEX-konsernin kansainvälisestä yhteistyöstä selvitystoiminnassa ja johdannaismarkkinoilla kerrotaan tarkemmin luvuissa 2.4 ja 2.5.

son päättyessä (kello 18.00) vahvistetaan kunkin osakesarjan viralliset päätöskurssit ja HEX-päätösindeksit, minkä jälkeen jatkuva kaupankäynti jatkuu vielä iltakaupankäyntinä. Jälkipörssissä (kello 18.03–18.30 ja 8.30–9.00 seuraavana kaupankäyntipäivänä) kauppaa käydään sopimuskauppana.

Pörssin muut osakemarkkinatoiminnot

Kaupankäyntipalveluihin liittyy pörssin tarjoama markkinainformaatio pörssi-indekseistä, -kursseista ja osakevaihdosta. HEX tarjoaa markkinainformaatiota suoraan loppukäyttäjille viivästettynä, mutta ensisijaisesti tietoa välitetään jälleenmyyjien kautta joko viivästettynä tai reaaliaikaisena. Markkinainformaation jälleenmyyjiä oli vuoden 2001 lopussa noin 100, ja useat niistä toimivat kansainvälisesti.

Osakemarkkinoilta rahoitusta hakevien yritysten kannalta keskeisiä Helsingin Pörssin toimintoja ovat osakkeiden listaaminen pörssiin, niiden liittäminen arvo-osuusjärjestelmään ja osakkeisiin liittyvät muut pääomajärjestelyt. Pörssitoiminnan luotettavuuden näkökulmasta keskeisiä ovat pörssin säännöt ja ohjesäännöt, joiden perusteella tehdään päätökset osakkeiden hyväksymisestä pörssin ylläpitämille listoille, sekä pörssin liikkeeseenlaskijoille sekä pörssiyhtiöille asettamat tiedonanto- ja muut velvollisuudet. Pörssi hoitaa lisäksi muun muassa yhtiökokouksiin, omistajaluetteloihin ja sisäpiirirekistereihin liittyviä tehtäviä sekä tarjoaa sijoittajaviestintä- ja neuvontapalveluita.

Helsingin Pörssi tarjoaa nykyisin myös osakekauppaa tukevia arvopaperipalveluja. Palveluja tarjotaan etenkin institutionaalisille sijoittajille, mutta pörssi mahdollistaa myös välittäjien ja muiden markkinaosapuolten back office -toimintojen ulkoistamisen. Arvopaperitoimintojaan pörssi laajensi syksyllä 2001, kun se hankki Sampo Pankilta tämän selvitys- ja säilytystoimintaa luvanvaraisesti harjoittaneen tytäryhtiön ja sen liiketoiminnan.

Keskeinen pörssitoiminnan osa-alue on markkinavalvonta, jolla pyritään varmistamaan, että pörssin sekä arvopaperikeskuksen osapuolet (välittäjät, meklarit, liikkeeseenlaskijat, selvitysosapuolet ja tilinhoitajayhteisöt) noudattavat annettuja säännöksiä ja hyviä tapoja. Tällä tavalla pyritään tukemaan osakemarkkinapaikan tehokkuutta ja turvallisuutta. Suurelta osin markkinavalvonta koskee liikkeeseenlaskijoiden tiedottamista, mutta myös kaupankäyntiä ja selvitystoimintaa. Osa valvontaa ovat myös havaituista sääntörikkomuksista kurinpitomenettelyssä määrättävät seuraamukset. Niitä voivat olla muun muassa muistutus, huomautus, kurinpitomaksu sekä pörssivälittäjän tai -meklarin oikeuksien peruuttaminen väliaikaisesti tai pysy-

västi. Markkinavalvontaa varten Helsingin Pörssillä on erillinen kurinpitolautakunta, jonka sihteeri vastaa kurinpitomenettelystä.

2.3.6 Osakemarkkinoiden tulevaisuus

Julkisista osakemarkkinoista kehittynee Suomessa vähitellen entistä tärkeämpi osa rahoitusjärjestelmää. Osakemarkkinoiden koko kasvaa jatkossa kuitenkin todennäköisesti hitaammin kuin 1990-luvun jälkipuoliskolla. Kansainväliset trendit tukevat silti edelleen osakemarkkinoiden kasvua, ja on luultavaa, että myös aiempaa useammat suomalaisyritykset turvautuvat osakemarkkinoihin rahoituksen hankinnassa.

Kansainvälistyminen näyttää olevan osakemarkkinoiden leimaa-antavin kehityspiirre myös tulevaisuudessa. Oman pääoman ehtoista rahoitusta tarvitsevat yritykset ja rahoitusta tarjoavat sijoittajat toimivat entistä useammin eri maissa, minkä vuoksi osakemarkkinoilla tarvitaan enemmän ja tehokkaampia kansainvälisiä yhteyksiä. Kansainvälistymisen myötä kotimaisten osakemarkkinoiden itsenäinen asema ohenee, ja ne tulevat aiempaa kiinteämmin osaksi kansainvälistä rahoitusjärjestelmää.

Osakemarkkinoiden yhdentyminen on myös Suomessa edelleen omiaan lisäämään markkinoiden osapuoliin ja pörssiin kohdistuvia kilpailupaineita sekä niiden tarvetta tehostaa toimintaansa. Infrastruktuuriyritysten kansainvälinen yhteistyö ja toimialajärjestelyt jatkunevat edelleen Euroopassa, mutta laajenevat yhä enemmän myös maailmanlaajuisiksi. Uudet tekniset ratkaisut vähentävät osakemarkkinoiden riippuvuutta infrastruktuurin fyysisestä sijainnista.

Lähdeluettelo

Di Noia, C. (2001) **Competition and integration among stock exchanges in Europe: Network effects, implicit mergers and remote access.** European Financial Management.

EKP (2001) **The euro equity markets.** Euroopan keskuspankki. Frankfurt.

Hasan, I. – Malkamäki, M. (2001) **Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective.** Journal of Banking & Finance.

Hasan, I. – Malkamäki, M. – Schmiedel, H. (2002) **Technology, automation, and productivity of stock exchanges: International evidence.** Suomen Pankin keskustelualoite 4/2002.

Hyytinen, A. – Kauppi, H. (2001) **Rahoitusmarkkinoiden merkitys Suomen makrotaloudelle.** Suomen Pörssisäätiön tutkimusraportissa Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle. Helsinki.

Hyytinen, A. – Kuosa, I. – Takalo, T. (2001) **Law or Finance: Evidence from Finland.** ETLAn keskusteluaiheita n:o. 775.

Karhunen, J. – Keloharju, M. (2000) **Shareownership in Finland 2000, Mimeograph.** Helsinki School of Economics.

Korhonen, K. (2001) **Securities market ATSs. Concepts, their roles and related policy issues.** Suomen Pankin keskustelualoite 24/2001.

Malkamäki, M. (1999) **Are there Economies of Scale in Stock Exchange Activities?** Suomen Pankin keskustelualoite 4/1999.

Malkamäki, M. – Topi, J. (1999) **Strategic Challenges for Exchanges and Securities Settlement.** Suomen Pankin keskustelualoite 21/1999.

Rousseau, P.L. – Wachtel, P. (2000) **Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980–1995.** Journal of Banking & Finance.

Steil, B. (2001) **Creating Securities Markets in Developing Countries: A New Approach for the Age of Automated Trading.** International Finance.

2.4 Johdannaismarkkinat

Johdannainen on rahoitussopimus, jonka arvo perustuu jonkin toisen arvopaperin hintaan ja ominaisuuksiin. Johdannaisten perustana voivat olla myös hyödykkeiden hinnat tai esimerkiksi sääolosuhteet tietyllä alueella. Johdannaisten avulla voidaan joustavasti suojautua mitä erilaisimmilta riskeiltä, muuntaa riskejä toiseen muotoon tai haluttaessa myös lisätä riskinottoa. Siten johdannaiset ovat keskeisiä riskienhallinnan ja markkinanäkemyksen hyödyntämiseen pyrkivän kaupankäynnin välineitä nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Johdannaismarkkinat jakautuvat pörssikauppaan vakioiduilla johdannaissopimuksilla sekä rahoituslaitosten ylläpitämiin OTC-markkinoihin, joilla on mahdollista toteuttaa myös kaupan osapuolille räätälöityjä sopimuksia. Suomessa johdannaisten OTC-kauppa alkoi 1980-luvulla keskittyen valuutta- ja korkopohjaisiin sopimuksiin. Johdannaispörssien toiminta alkoi puolestaan 1980-luvun loppuvuosina. Niiden pysyvimpiä tuotteita ovat olleet osake- ja osakeindeksipohjaiset sopimukset. Viime vuosiin asti OTC-kauppa on ollut Suomessa huomattavasti suurempaa kuin ajoittain vaatimattomaksi jäänyt vakioitujen sopimusten kauppa. Tämä kuvasti sitä, että erityisesti rahoituslaitosten ja yritysten toiminnassa valuutta- ja korkoriskien hallinta – tai tulevaan valuutta- ja korkokehitykseen liittyvä näkemyksen muodostaminen – loi motiivin aktiiviselle johdannaisten käytölle. Tilanne on kuitenkin tässä suhteessa muuttunut rahaliiton myötä. Osakejohdannaisten osalta erityisesti Nokian nousu kansainväliseksi suuryhtiöksi on kasvattanut kaupankäynnin määrän uudelle tasolle.

1990-luvun loppupuoliskolla ja uudelle vuosituhannelle tultaessa johdannaisten pörssikauppaa Suomessa ovat leimanneet erilaiset rakennejärjestelyt. Rahaliitto ja valmistautuminen euroalueen yhdentyviin rahoituspalveluiden markkinoihin ovat olleet kehityksen keskeinen kannustin. Suomalaisenkin johdannaissijoittajan näkökulmasta palveluiden tarjonta on jo osittain kansainvälistynyt HEXin aloitettua yhteistyön saksalais-sveitsiläisen Eurex-johdannaispörssin kanssa.

Myös valuutta- ja korkojohdannaisiin keskittyville OTC-markkinoille ovat valuuttakurssiriskin poistuminen ja korkoriskien pienentyminen euroalueella merkinneet huomattavia muutoksia. Tuoreen sel-

vityksen[1] mukaan globaalien valuutta- ja korkojohdannaisten OTC-markkinoiden kasvu hidastui selvästi kolmen viime vuoden aikana verrattuna edelliseen kolmivuotisperiodiin. Tämä johtui valuuttajohdannaisten käytön supistumisesta, vaikka korkojohdannaisten käyttö kasvoi edelleen erittäin voimakkaasti erityisesti Yhdysvaltain markkinoiden vetämänä. Suomessa OTC-markkinoiden kokonaisvolyymi on supistunut rajusti valtion viitelainojen obligaatiotermiinimarkkinoiden kuihduttua vuoteen 2000 mennessä.

Tässä artikkelissa luodaan katsaus suomalaisten johdannaismarkkinoiden nykytilaan ja viime vuosien kehitykseen sekä arvioidaan lyhyesti niiden tulevaisuudennäkymiä. Palveluntarjoajien ja kauppapaikkojen tarkastelu kohdistuu Suomessa toimiviin instituutioihin sekä suomalaisiin kohde-etuuksiin perustuvilla johdannaisilla käytävään kauppaan myös Suomen ulkopuolella. OTC-sopimusten tarkastelussa keskitytään valvottuihin rahoituslaitoksiin. Lisäksi käsitellään lyhyesti hyödykejohdannaisia.

2.4.1 Johdannaissopimusten pörssikauppa

Suomen johdannaispörssien rakennemuutos alkoi joulukuussa 1997, kun Helsingin Arvopaperipörssi ja Suomen Optiomeklarit, eli SOM, sulautuivat HEXiksi eli Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssiksi. Keväällä 1998 alkuperäisistä johdannaispörsseistä pienemmän, Suomen Optiopörssin (SOP) johdannaisliiketoiminta siirtyi myös HEXin yhteyteen. Vuonna 1999 HEX aloitti yhteistyön maailman suurimman johdannaispörssin, saksalais-sveitsiläisen Eurexin kanssa. Nykyään vaihdetuimpiin suomalaisiin osakkeisiin kohdistuvilla optioilla käydään kauppaa Eurexissa. Erityisesti Nokian osakeoptioiden suosion myötä kaupankäynti suomalaisilla osakeoptioilla on kasvanut kokonaismäärältään erittäin voimakkaasti yhteistyön Eurexin kanssa alettua. Maalis-huhtikuussa 2002 Nokian osakkeisiin perustuvat optiosopimukset nousivat Eurexin vaihdetuimmiksi. Korko- ja valuuttapohjaisten johdannaisten kauppa puolestaan on käytännössä loppunut HEXistä.

[1] BIS 2002.

Tuotteet

Vakioidut suomalaiset johdannaissopimukset voidaan jakaa niihin, joilla käydään kauppaa Eurexissa, sekä niihin, joilla käydään edelleen kauppaa HEXissä. Sopimus voi siirtyä takaisin HEXiin, mikäli sen volyymi Eurexissä ei vastaa tavoitteita. Vastaavasti uusi, suosiotaan HEXissä kasvattava sopimus voi siirtyä Eurexiin. Eurexissa kaupankäynnin kohteena olevat sopimustyypit ovat HEX 25 -indeksioptiot ja -futuurit, aikaisemmalta nimeltään FOX-indeksijohdannaiset[2], sekä Eurex-osakeoptiot[3]. HEXissä puolestaan käydään kauppaa HEX-osakeoptioilla ja -termiineillä, HEX Tech -indeksioptioilla ja -termiineillä sekä LEX-osakelainaussopimuksilla. Lisäksi tarjolla on lähinnä piensijoittajille suunnattuja, tiettyjen rahoituslaitosten asettamia (eli liikkeeseen laskemia) warrantteja[4], joiden kohde-etuutena on ensisijaisesti samoja suomalaisosakkeita, joihin myös Eurex-osakeoptiot perustuvat.

HEX 25 -indeksijohdannaisten perustana oleva indeksi kuvaa HEXin 25 vaihdetuimman osakkeen hintakehitystä. HEX 25 -indeksioptiot ovat tyypiltään eurooppalaisia, eli ne voidaan toteuttaa ainoastaan erääntymispäivänä ja niitä on tarjolla joka kuukaudelle erääntyviä sopimuksia. Erääntymispäivä on erääntymiskuukauden kolmas perjantai. HEX 25 -indeksituotteet ovat olleet keskeisesti mukana johdannaismarkkinoiden tuotevalikoimassa aina siitä asti, kun Suomen Optiomeklarit aloitti toimintansa. Koska HEX 25 -indeksi lasketaan painottaen osakkeita niiden markkina-arvoilla, erityisesti Nokian suuri osuus kaikkien HEXissä noteerattujen osakkeiden markkina-arvosta muodostui ennen pitkää ongelmaksi. Yksittäisen osakkeen painorajoite indeksissä onkin ollut 1.11.1995 lähtien 20 %, ja 1.8.2001 alkaen se pienennettiin edelleen 10 prosenttiin. Historiallisesti tarkastellen painorajan pienentäminen olisi vähentänyt HEX 25 -indeksin volatiliteettia.

Vuoden 2002 alussa Eurex-osakeoptioita oli tarjolla seuraaviin suomalaisosakkeisiin: Elisa Communications, Nokia, Sonera, Stora Enso, TietoEnator sekä UPM-Kymmene. Optiot ovat tyypiltään amerikkalaisia, eli ne voidaan toteuttaa milloin tahansa voimassaoloaikana

---

[2] Indeksin nimi vaihtui FOXista HEX 25:ksi 1.9.2001.

[3] Virallisesti kyseessä on ”Eurex equity options on Nordic Shares”, mutta käytännössä kaikki sopimukset ovat toistaiseksi kohdistuneet suomalaisosakkeisiin.

[4] Warrantit ovat taloudellisilta ominaisuuksiltaan osakeoptioita, joiden asettajana (eli liikkeeseenlaskijana) ja markkinatakaajana toimii aina jokin rahoituslaitos. Niitä ei tule sekoittaa yritysrahoitusinstrumentteina käytettäviin optio-oikeuksiin, joita vastaava englanninkielinen nimitys on ”warrant”.

ja niiden selvitys perustuu kohteena olevien osakkeiden toimitukseen. Yhden sopimuksen koko on joko 100 tai 500 kappaletta pohjana olevaa osaketta. Ylivoimaisesti suosituin on ollut Nokiaan kohdistuva optio.

Erikoinen versio Eurex-osakeoptioista ovat ns. LEPO-sopimukset (low exercise price option). Niiden ominaispiirteenä on erittäin alhainen toteuttamishinta (1 euro), eli useimmissa tapauksissa osto-option hinta seuraa läheisesti kohde-etuutena olevan osakkeen hintaa. Instrumentin motiviina lieneekin tarjota markkinaindikaatio pohjana olevan osakkeen hinnasta silloinkin, kun kaupankäynti osakkeella olisi jostakin syystä keskeytynyt. LEPO-sopimusten rooli on toistaiseksi jäänyt kuitenkin vähäiseksi.

Sekä HEX-osakeoptioiden että -termiinien kohteena voi olla mikä tahansa päälistan osake lukuun ottamatta optioiden osalta Eurex-osakeoptioiden kohteena olevia osakkeita sekä tiettyjä I- ja NM-listojen osakkeita[5]. Sekä optioiden että termiinien sopimuskoko on 100 pohjana olevaa osaketta, ja sopimukset selvitetään osakkeiden toimituksella. Myös nämä optiot ovat tyypiltään amerikkalaisia. Lisäksi HEXissä käydään kauppaa eurooppalaisilla HEX(e)-osakeoptioilla, joiden nettoarvontilitys tapahtuu 100 vertailuosakkeen arvon perusteella.

HEX Tech -indeksioptioiden ja -termiinien kohteena oleva osakeindeksi kuvaa 10 vaihdetuimman tekniikkaosakkeen hintakehitystä osakkeiden markkina-arvoilla painotettuna, mutta niin, että yhden osakkeen maksimipaino on 20 %. Osakkeet voivat olla joko pää-, I- tai NM-listalla. Kaupankäynti näillä johdannaisilla alkoi 3.9.2001. Käteisenä selvitettävien optio- ja termiinisopimusten laskennallisena kohteena on 10 euroa kertaa HEX Tech -indeksin pisteluku. Optiot ovat tyypiltään eurooppalaisia.

LEX-osakelainaussopimukset ovat vakioituja johdannaissopimuksia, jotka mahdollistavat osakkeiden lainaamisen HEXin osakelainapoolista. Sopimuksen maksimilaina-aika on 1 vuosi. Osakelainausta on ollut mahdollista harjoittaa vuodesta 1995 lähtien. Vuoden 1998 alusta lainaussopimusten verokohtelu muuttui siten, että niitä ei enää pidetä tuloa realisoivana transaktiona, mikä on periaatteessa parantanut sijoittajien halukkuutta tarjota osakkeita lainattavaksi lainauspooliin. Johdannaismarkkinoiden näkökulmasta osakelainauksen taloudellinen merkitys on siinä, että se parantaa erityisesti osakejohdannaisten markkinatakaajien mahdollisuuksia suojautua riskeiltä (ks.

[5] Näiden listojen tarkemmat määrittelyt löytyvät Jukka Topin laatimasta artikkelista ”Osakemarkkinat ja pörssi” tässä teoksessa.

myös johdannaismarkkinoiden hinnoittelua jäljempänä käsittelevä kappale).

Joulukuusta 2000 alkaen HEXissä on käyty kauppaa warranteilla, jotka toistaiseksi ovat lähinnä kohdistuneet Eurex-osakeoptioiden kohteina oleviin suomalaisosakkeisiin. Warrantteja liikkeeseen laskevia rahoituslaitoksia on tällä hetkellä 5. Sopimuskoot ovat selvästi pienempiä kuin vastaavat Eurex-osakeoptiot, joten sopimukset on suunnattu lähinnä piensijoittajille.

Kaupankäynti ja selvitys

Osake- ja osakeindeksijohdannaisten kaupankäynti ja selvitys on järjestetty pitkälti samanlaisten periaatteiden mukaisesti sekä HEXissä että Eurexissa. HEXissä käytävää kauppaa varten välittäjän kanssa solmittu toimeksiantosopimus tulee kuitenkin uudistaa, jotta se mahdollistaa kaupankäynnin myös Eurexissa.

Molemmissa pörsseissä asiakkaan käyttämä välittäjä tallentaa osto- tai myyntitoimeksiannon elektroniseen kaupankäyntijärjestelmään, joka käsittelee toimeksiannot välittömästi. Tarjoukset ja kaupat ovat julkista informaatiota, mutta osapuolitieto ei ole. Osto- ja myyntitarjouksen kohdatessa järjestelmän sisällä syntyy kauppa, ja pörssin selvitystoiminto asettuu kaupassa vastapuoleksi sekä ostajaan että myyjään nähden. Eurexissa selvityksestä vastaava tytäryhtiö Eurex Clearing hyväksyy vastapuolikseen ainoastaan ns. yleisiä selvitysjäseniä. Näin ollen asiakkaan oikeudet ja velvollisuudet kohdistuvat kaupanvälittäjään, joka edelleen on yhteydessä käyttämäänsä selvitysvälittäjään. Vastaavasti ainoastaan nettomääräiset saatavat ja toimitettavat instrumentit liikkuvat näiden kolmen tason välillä.

Termiinien ostajilta ja myyjiltä sekä optioiden asettajilta vaaditaan vakuuksia, joita varten on tehtävä panttaussopimus. HEXissä vakuustarve lasketaan päivittäin HEXin Optiva Plus -vakuuslaskentamenetelmällä. Menetelmä arvioi vakuuksien riittävyyttä tarkastelemalla asiakkaan kannalta mahdollisimman epäedullisia muutoksia instrumenttien arvoihin vaikuttavissa tekijöissä. Näitä ovat erityisesti johdannaisen kohde-etuuden hinnan ja laskennallisen volatiliteetin vaihtelut. Vakuuskelpoisia varoja HEXissä ovat mm. rahatalletus, pankkitakaus, Suomen valtion joukkovelkakirjat, Helsingin Pörssin päälistan osakkeet, suomalaisten sijoitusrahastojen rahasto-osuudet, obligaatiot ja joukkovelkakirjat, sijoitustodistukset sekä tärkeimmät valuuttamääräiset talletukset. Eurexissa vakuuksia hallinnoidaan saman kolmiportaisen järjestelmän kautta kuin itse kaupatkin selvitetään. Välittäjän tulee siten vaatia asiakkaalta vakuuksia vähintään se

määrä, jonka Eurex Clearingin vakuuslaskennassaan soveltama kaava määrää.

Huhtikuussa 2002 HEXissä oli 15 johdannaisvälittäjää, joista kaikilla oli kiinteä toimipaikka Suomessa. Välittäjistä 7 toimi lisäksi myös markkinatakaajana.

Kaupankäyntivolyymit

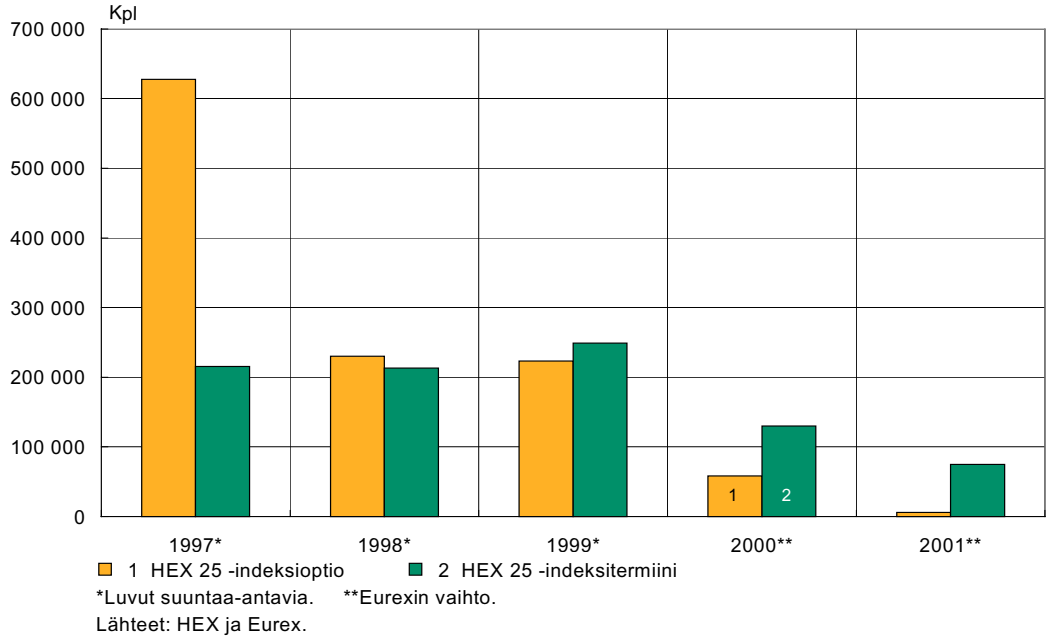
Osake- ja osakeindeksipohjaisten suomalaisten johdannaistuotteiden kaupankäyntivolyymeissa voidaan sopimusten kappalemäärällä mitattuna erottaa seuraavia trendejä viime vuosien ajalta (kuviot 1 ja 2). HEX 25 -indeksijohdannaisten volyymi on pienentynyt voimakkaasti. Yhtenä syynä tähän lienee osakesijoittamisen kansainvälistyminen, minkä vuoksi kansalliset vertailuindeksit ovat korvautuneet eurooppalaisilla ja globaaleilla indekseillä. Erityisesti HEX 25 -indeksioptioiden suosio on kuihtunut hyvin pieneksi. Volyymit ovat edelleen pienentyneet näiden sopimusten kaupankäynnin siirryttyä Eurexiin.

Sen sijaan Eurexiin siirtyneiden, suurimpiin suomalaisyhtiöihin kohdistuvien osakeoptioiden kaupankäynti on vuoteen 2001 mennessä noin viisitoistakertaistunut vuodesta 1999, jolloin kauppaa käytiin vielä pääasiassa HEXissä. Tätä kehitystä ovat dominoineet Nokian osakeoptiot, joiden osuus esimerkiksi joulukuussa 2001 oli noin 95 % kaikkien suomalaisten osakeoptioiden vaihdosta. Preemioilla mitattu suomalaisten Eurex-osakeoptioiden kokonaisvaihto oli vuonna 2001 noin 4,3 miljardia euroa.

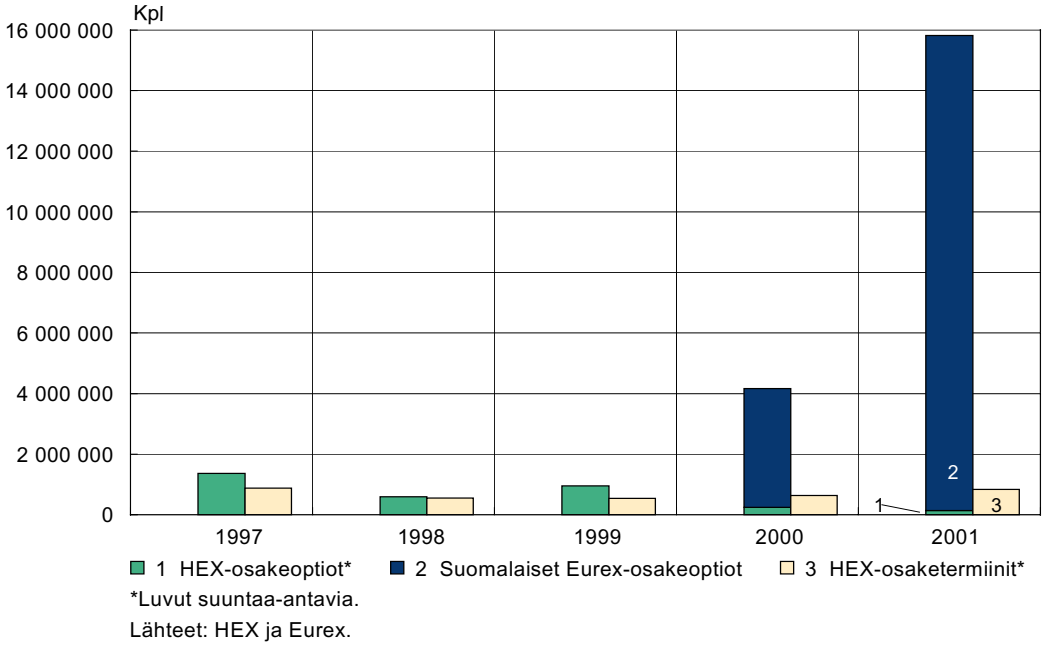
Suurimpien suomalaisyhtiöiden osakeoptioiden siirryttyä Eurexiin HEX-osakeoptioiden vaihto on supistunut. Nykyisellään HEX-tuotteiden vaihto on kuitenkin ylittänyt sen tason, jolla oltiin ennen kuin vaihdetuimmat optiosarjat siirrettiin Eurexiin. HEX-osaketermiinien kappalemääräinen vaihto oli vuonna 2001 suurin piirtein samaa kuin vuonna 1997. LEX-osakelainasopimusten volyymi on edelleen kasvanut. Vuonna 2001 sopimuksia tehtiin hieman yli 2 miljoonaa, kun vastaava määrä vuonna 2000 oli noin 860 000 sopimusta. Syksyllä 2001 markkinoille tulleita HEX Tech -indeksijohdannaisia vaihdettiin vuoden loppuun mennessä noin 3 000. Kaupankäynti warrantteilla on ollut vilkasta. Vuonna 2001 warranttien kappalemääräinen vaihto HEXissä oli noin 516 miljoonaa sopimusta. Verrattaessa warranttien kappalemääräisiä vaihtolukuja Eurex-osakeoptioiden vastaaviin lukuihin (kuvio 2) tulee kuitenkin ottaa huomioon, että kun Eurex-osakeoptio kohdistuu 100:aan pohjana olevaan osakkeeseen, yksi warrantti puolestaan kohdistuu tyypillisesti vain murto-osaan yhdestä osakkeesta. Jos warrantin kohde-etuus on esimerkiksi 1/10 alla

olevasta osakkeesta, se on tällöin vain tuhannesosa vastaavan Eurex-osakeoption kohde-etuuden arvosta. Tässä tapauksessa warranttien kappalemääräiset vaihtoluvut tulisi jakaa tuhannella vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi.

Kuvio 1. **HEX 25 -indeksijohdannaisten vaihto vuosina 1997–2001**



Kuvio 2. **Suomalaisten osakejohdannaisten vaihto HEXissä ja Eurexissa vuosina 1997–2001**



Johdannaisten hinnoittelusta

Johdannaisten markkinahinnat ovat voimakkaasti sidoksissa niiden kohde-etuutena olevien instrumenttien markkinahintoihin. Tämä perustuu siihen, että johdannaisinstrumentilla saavutettavan kaltainen sijoituspositio on usein mahdollista muodostaa kohde-etuuden ja riskittömän rahamarkkinasijoituksen sopivana yhdistelmänä tai niihin perustuvalla aktiivisella kaupankäyntistrategialla. Mikäli tällaisella synteettisellä positiolla ja itse johdannaisella ei ole sama markkinaarvo, syntyy arbitraasin mahdollisuus eli tilaisuus saavuttaa riskittömiä voittoja hyödyntämällä synteettisen position ja johdannaisen välistä hintaeroa. Johdannaisten arvostamiseksi kehitetyt laskentamallit perustuvat juuri siihen oletukseen, että markkinoilla ei esiinny systemaattisia arbitraasin mahdollisuuksia. Toisaalta näitä teoreettisia malleja voidaan hyödyntää arbitraasimahdollisuuksien etsimisessä.

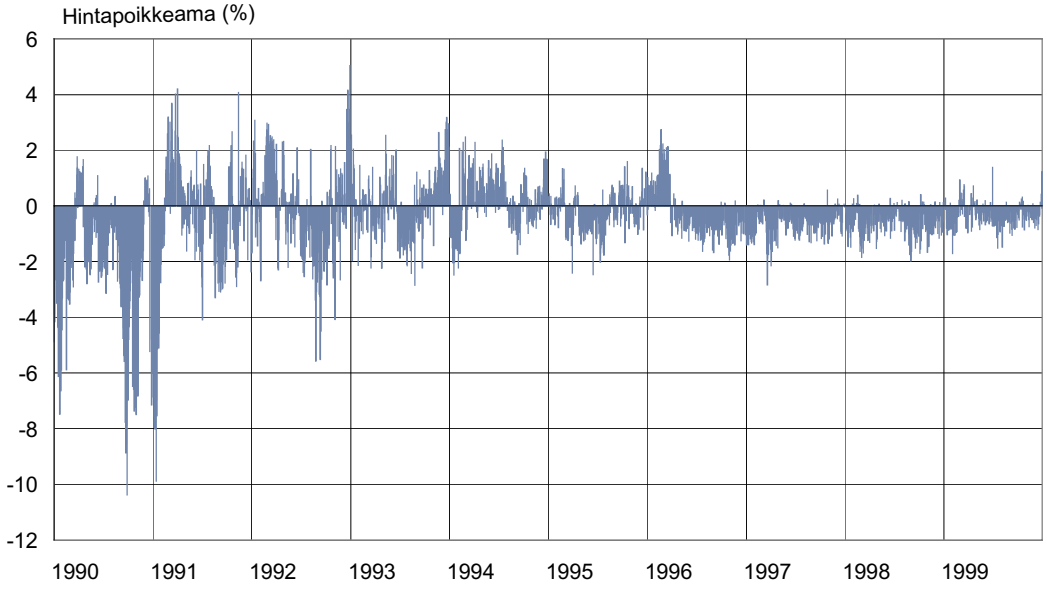
Johdannaismarkkinoiden likvidiys ja jopa hintojen suoranainen edullisuus asiakkaan kannalta kulkevat pitkälti käsi kädessä sen kanssa, kuinka tehokkaasti markkinoiden hinnoittelu toimii yllä kuvattujen periaatteiden pohjalta. Siksi johdannaismarkkinoiden hinnanmuodostusta on tärkeää aika ajoin tarkastella. Tehokasta hinnanmuodostusta edesauttavia tekijöitä ovat kaupankäyntikustannusten alhaisuus ja osake- ja osakeindeksipohjaisten johdannaisten tapauksessa mahdollisuus lainata osakkeita niiden edelleenmyyntiä varten. Tarkasteltaessa HEX 25 -indeksitermiinin markkinahinnan suhteellista poikkeamaa sen teoreettisesta arvosta päivittäin 1990–1999[6] havaitaan, että hinnoittelupoikkeamat ovat pienentyneet 1990-luvun jälkipuoliskolla, jolloin LEX-osakelainaus alkoi toimintansa (kuvio 3)[7].

---

[6] Kyseessä on kulloisenkin maturiteetiltaan lyhyimmän termiinin markkinahinnan prosentuaalinen ero suhteessa termiinin *cost-of-carry*-hinnoittelumallin antamaan hintaan, jossa termiinin juoksuaikana indeksiin kuuluville osakkeille maksettavat osingot on pyritty ottamaan huomioon. Ks. Hietala – Jokivuolle – Koskinen 2000.

[7] Muutamat suuret miinusmerkkiset poikkeavat havainnot tarkasteluajanjakson alkupuolella kiinnittävät erityistä huomiota. Vaikka näihin on vaikea löytää yhtä selkeää syytä, kyseessä voi olla osakemarkkinoiden likviditeetin väheneminen, joka on vaikeuttanut arbitraasin mahdollisuuksia. Esimerkiksi pankkitoimihenkilöiden lakko helmikuussa 1990 vaikutti voimakkaasti markkinoiden likviditeettiin (Puttonen 1993, s. 45).

Kuvio 3. **HEX 25 -osakeindeksitermiinin markkinahinnan suhteellinen poikkeama teoreettisesta arvostaan vuosina 1990–1999**



Lähde: Hietala – Jokivuolle – Koskinen 2000.

2.4.2 Johdannaissopimusten OTC-kauppa[8]

Johdannaissopimusten OTC-markkinoita pitävät yllä suurimmat rahoituslaitokset ja niiden lisäksi OTC-johdannaisia käyttävät yritykset, vakuutusyhtiöt ja muut rahoituslaitokset. Suomessa kaupankäynti korko- ja valuuttajohdannaisilla on keskittynyt OTC-markkinoille. Tosin tietyt sopimukset ovat olleet OTC- ja pörssijohdannaisten välimuotoja, koska sopimusehtoja on vakioitu ja sopimuksia on selvitetty HEXissä.

Merkittävin kehityspiirre Suomen OTC-johdannaismarkkinoilla on ollut kokonaisvolyymin raju supistuminen talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä. Tämä johtui erityisesti siitä, että vuoteen 1998 asti markkinoita hallinneiden markkakorkotermiinien ja -futuurien volyymi kuihtui lähes olemattomiin. Vaikka suomalaisten OTC-johdannaisten markkinat ovat siis radikaalisti hiljentyneet, voi osittain olla kyse paluusta normaaliin olotilaan talouden monien muutosten ja kriisintäyteisten vuosien jälkeen. 1980-luvulla alkanut pääomamarkkinoiden vapauttaminen, sitä seurannut valuutta- ja pankkikriisi ja julkisen sektorin nopea velkaantuminen, taloudellisen aktiviteetin toipuminen sekä sangen nopeasti edennyt integraatio edusta-

[8] Ks. myös tässä teoksessa Eija Salavirran artikkelia Raha- ja valuuttamarkkinat 2001.

vat historiallisesti katsoen hyvin poikkeuksellista ajanjaksoa. Markkakorkojen ja valuuttakurssien kehitys oli tänä aikana niin ikään poikkeuksellista. Tämä on edellyttänyt raha-, pääoma- ja valuuttamarkkinoilla toimivilta panostusta riskienhallintaan, mutta lienee tarjonnut myös huomattavia spekulaatiomahdollisuuksia niin kotimaisille kuin ulkomaisillekin sijoittajille.

Tuotteet, kaupankäynti ja selvitys

Johdannaisinstrumenttien OTC-markkinat toimivat markkinatakausjärjestelmän pohjalta, ja pääasiassa pankkit ja suurimmat pankkiiriliikkeet toimivat sekä markkinatakaajina että välittäjinä loppuasiakkaisiin nähden. Tuotteet jakautuvat valtaosin valuutta- ja korkojohdannaisiin. Molemmissa kategorioissa tehdään sekä termiineitä ja futuureita, swapsopimusten sekä optioiden tyyppisiä sopimuksia. Yhdistetyt koron- ja valuutanvaihtosopimukset (eli korko- ja valuuttaswapit) lasketaan mukaan valuuttajohdannaisiin. Kaupat selvitetään pääasiassa osapuolten kesken. Kuitenkin Suomen valtion viitelainoihin kohdistuvat obligaatiotermiinit selvitetään HEXissä[9].

Kaupankäyntivolyymit

OTC-johdannaismarkkinoiden aktiivisuuden heikkeneminen on ollut raju. Suomessa toimivien pankkien tekemien korko- ja valuuttajohdannaissopimusten yhteenlaskettu kohde-etuuksien nimellisarvon mukainen kanta supistui vuoden 2001 loppuun mennessä noin viidennekseen huippuvuoden 1997 lopusta. Viimeiset kolme vuotta kanta on pysynyt lähes ennallaan (kuviot 4 ja 5), ja vuoden 2001 lopussa se oli noin 150 miljardia euroa. Muutoksen aiheuttajina ovat olleet vuoteen 1997 asti rajusti kasvaneet ja sen jälkeen parissa vuodessa rahaliiton myötä romahtaneet markkakorkotermiini- ja futuurimarkkinat. Huippuvuonna 1997 näiden osuus koko markkinoista oli noin 70 %.

Muissa tuotteissa kehitys on ollut vähemmän dramaattista. Koronvaihtosopimusten kanta on pysynyt viimeiset kolme vuotta varsin vakaana, vaikka sekin on supistunut vuoden 1997 lopusta 2001 loppuun noin 40 %. Valuuttatermiineihin on tilastoitu mukaan myös valuuttaswapit. Näiden yhteinen kanta supistui ensin vuodesta 1997 lähtien, mutta on kasvanut jälleen viimeiset kolme vuotta. Yhdistettyjen ko-

[9] Obligaatiotermiinimarkkinoista ja niiden selvityksestä ks. Virolainen 1996.

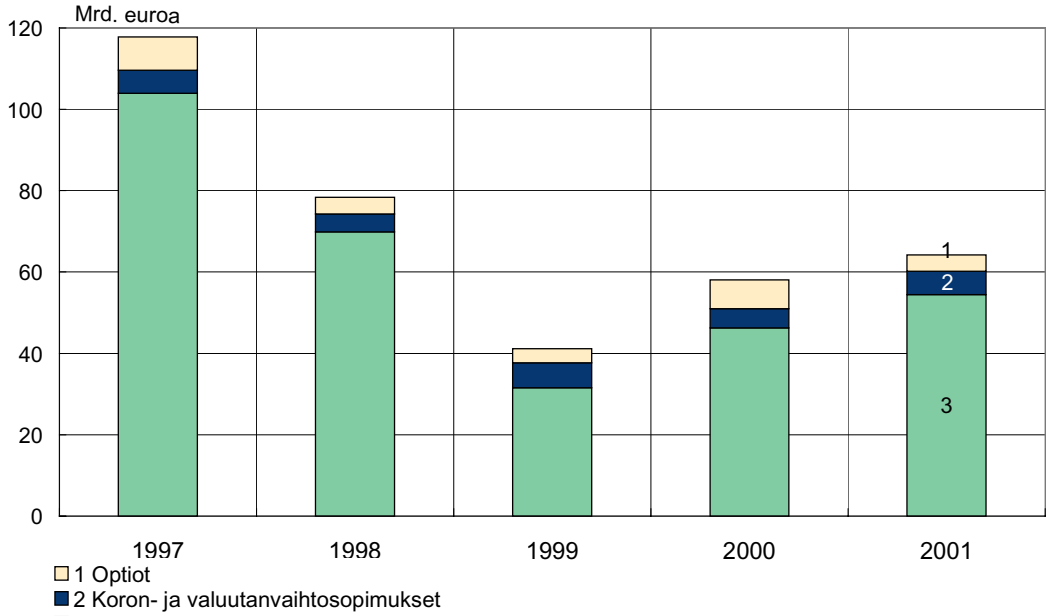
ron- ja valuutanvaihtosopimusten sekä optioiden osuudet kokonaiskannasta ovat olleet vähäisempiä. Vuonna 2001 korko-optioiden kannan suhteellinen kasvu oli kuitenkin voimakas. Standardoidut eräpäivät vaikuttavat siihen, miten eri tuotteiden kanta vaihtelee vuoden aikana. Tämä päti erityisesti korkotermiinimarkkinoihin. Myös valuuttatermiineissä ja -optioissa sekä korko-optioissa kannan kuukausivaihtelut ovat olleet melko huomattavia.

Johdannaissopimusten kannan kehityksestä ei välttämättä saa täyttä kuvaa kaupankäyntivolyymeista, koska erityyppisten sopimusten keskimääräisissä maturiteeteissa on eroja. OTC-johdannaisten kaupankäyntivolyymeista saadaan tietoa Suomen Pankin rahoituslaitoksille kolmen vuoden välein suuntaamasta kyselystä. Siinä selvitetään rahoituslaitosten tekemien johdannaiskauppojen keskimääräinen yhteenlaskettu päivävaihto (kohde-etuuksien nimellisarvon mukaan laskettuna) kyselyvuoden huhtikuussa (taulukot 1 ja 2). Kaupankäyntivolyymit kertovat markkinoiden dramaattisesta supistumisesta aivan kuten johdannaiskantakin. Valuuttajohdannaisten keskimääräinen päivävaihto huhtikuussa 2001 oli supistunut 65 % kolmen vuoden takaisesta; korkojohdannaisissa vastaava heikkeneminen oli 76 %. Korkotermiinimarkkinoiden kuihtuminen näkyy myös päivävaihdon 98 prosentin supistumisena huhtikuusta 1998 huhtikuuhun 2001. Ainoa tuote, jonka vaihto on kasvanut, ovat korko-optiot. Rajua, melkein 1 900 prosentin suhteellista kasvua selittää volyymin heikkous tarkastelujakson alkamishetkellä huhtikuussa 1998. Sama kasvu näkyy myös sopimuskannassa (kuvio 5). Erityisen ilmeistä taloudellista selitystä asialle ei näytä olevan, mutta vaativampien optiotuotteiden suosion kasvu saattaa kuvastaa kotimaisten markkinoiden yleistä osaamisen kehitystä. Toisaalta kyse voi olla myös uusien liiketoimintamahdollisuuksien etsimisestä euroalueen kiristyvässä kilpailussa.

Suomen Pankin kysely osoitti lisäksi, että suomalaisten rahoituslaitosten OTC-johdannaissopimukset jakautuvat seuraavasti eri vastapuolten kesken (sulkeissa vastaavat luvut vuoden 1995 kyselystä). Valuuttajohdannaisista 53 (73) % oli tehty ulkomaisten rahoituslaitosten, 0 (8) % kotimaisten rahoituslaitosten ja 47 (17) % kotimaisten loppukäyttäjien kanssa. Viidessä vuodessa erityisesti kotimaisten loppukäyttäjien osuus sopimusvastapuolena on siis kasvanut. Vastaavasti OTC-korkojohdannaisista 92 (65) % oli tehty ulkomaisten rahoituslaitosten, 5 (26) % toisten kotimaisten rahoituslaitosten ja vain 3 (9) % kotimaisten loppukäyttäjien kanssa.

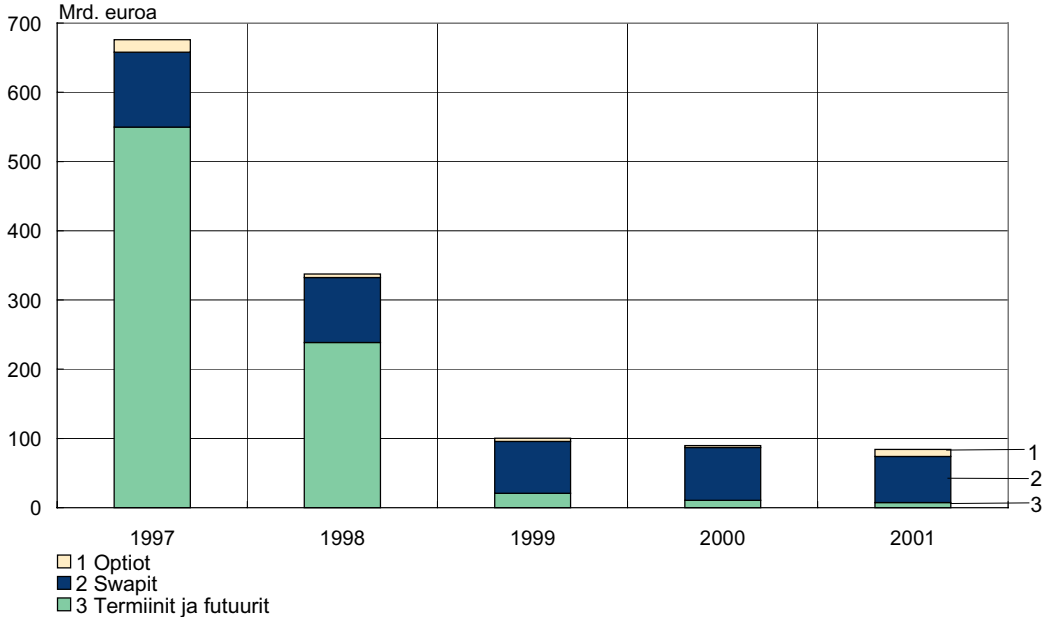
OTC-johdannaismarkkinoiden kokonaisaktiivisuuden supistuminen on näkynyt myös suomalaispankkien tradingtoiminnan resursseissa: työntekijämäärät ovat vähentyneet.

Kuvio 4. **Suomessa toimivien pankkien valuutta-johdannaiskanta vuosina 1997–2001, vuoden lopussa**



Lähde: Rahoitustarkastus.

Kuvio 5. **Suomessa toimivien pankkien korko-johdannaiskanta vuosina 1997–2001, vuoden lopussa**



Lähde: Rahoitustarkastus.

Taulukko1. **Suomalaisten rahoituslaitosten keskimääräinen valuuttajohdannaisten päivävaihto**

	Huhtikuu 1998		Huhtikuu 2001		
	Milj. euroa	Osuus, %	Milj. euroa	Osuus, %	Muutos, %
Valuuttatermiinit	299	8	67	5	–78
Valuuttaswapit	3 115	85	1 173	90	–62
Korko- ja valuuttaswapit	15	0	3	0	–80
Valuuttaoptiot	256	7	65	5	–75
Yhteensä	3 686	100	1 308	100	–65

Lähde: BIS 2002.

Taulukko 2. **Suomalaisten rahoituslaitosten keskimääräinen korkojohdannaisten päivävaihto**

	Huhtikuu 1998		Huhtikuu 2001		
	Milj. euroa	Osuus, %	Milj. euroa	Osuus, %	Muutos, %
Korkotermiinit	2 017	84	34	6	–98
Korkoswapit	375	16	372	64	–1
Korko-optiot	9	0	177	30	+1 867
Yhteensä	2 401	100	583	100	–76

Lähde: BIS 2002.

2.4.3 Hyödykejohdannaiset

Hyödykejohdannaisiin luetaan sopimukset, joiden kohde-etuuksina on esimerkiksi maataloustuotteita, raaka-aineita, kultaa ja energiaa, mutta myös aineettomia suureita, kuten sää. Pohjoismaissa ja Suomessa energiaan kohdistuvat sopimukset ovat keskeisessä asemassa, mutta myös sellu- ja paperipohjaisiin johdannaissopimuksiin on muodostunut toimivat OTC-markkinat. Teollisuusyritykset ovat usein suurimpia markkinatakaajia hyödykejohdannaisissa, mutta myös rahoituslaitos voi toimia aktiivisesti markkinoilla, kuten Suomessa tällä hetkellä erityisesti sellu- ja paperipohjaisten sopimusten osalta.

Sähkömarkkinoiden vapauttaminen on luonut Pohjoismaihin yhteiset sähkömarkkinat. Keskeinen kauppapaikka on Norjassa toimiva energiapörssi Nord Pool, jossa spotmarkkinoiden ohella käydään kauppaa sähkötermiineillä ja -optioilla. Kaupat tehdään joko elektronisessa järjestelmässä tai puhelimitse. Nord Poolin kokonaistransaktiomäärät ovat olleet kasvussa. Alueen suurimmat energiayhtiöt toimivat keskeisinä markkinatakaajina.

Johdannaistoimintansa 1990-luvun lopulla HEXiin yhdistäneen Suomen Optiopörssin toimintaa on jatkanut FOEX Indexes Ltd eri-

koistumalla sellun ja paperin hintaindeksien ylläpitoon. Nämä puolestaan muodostavat yhden keskeisen vertailukohteen OTC-markkinoilla, joilla käydään kauppaa selluun ja paperiin kohdistuvilla swap-sopimuksilla. Markkinat ovat globaalit, ja vertailussa käytetään myös muita kansainvälisesti laskettuja indeksejä.

2.4.4 Johdannaismarkkinoiden tulevaisuudennäkymät Suomessa

Rahaliitto on aiheuttanut rahoitusmarkkinoilla voimakkaita muutoksia, joiden vaikutukset ovat näkyneet nopeasti myös suomalaisilla johdannaismarkkinoilla. Valuuttakurssiriskit ovat poistuneet euroalueelta, mikä on aiheuttanut globaalien OTC-valuuttajohdannaismarkkinoiden volyymin supistumisen. Niin ikään kansallisia viitekorkoja on hävinnyt rahaliiton myötä, mistä syystä esimerkiksi Suomessa OTC-johdannaismarkkinoiden kokonaisaktiivisuus on pienentynyt dramaattisesti 1990-luvun puolivälin jälkeisiin huippuvuosiin verrattuna. Jälkeenpäin tarkasteltuna Suomen valuutta- ja pankkikriisistä alkaneet vuodet ennen rahaliiton alkua olivat toisaalta korko- ja valuuttamarkkinoilla sangen poikkeuksellista aikaa, mikä ehkä aiheutti epätavallisen suuren aktiivisuuden vastaavilla johdannaismarkkinoilla. Tässä suhteessa aktiivisuuden hiipumista voidaan osin pitää tilanteen normalisoitumisena.

Rahaliitto ja EU:n sisämarkkina-alueen kehittyminen ovat alkaneet vaikuttaa myös rahoituspalvelujen leviämiseen maasta toiseen. OTC-johdannaisten markkinat ovat olleet jo pitkään hyvin kansainväliset, ja sama kehitys on tullut myös johdannaispörsseihin. Kauppapaikkojen kansainvälistyessä paikallisesti toimivien välittäjien rooli loppuasiakkaan palvelemisessa säilynee kuitenkin vielä pitkään tärkeänä. Suurimpien kansallisten rahoituslaitosten koon kasvu yhdistymisten kautta tekee näistä laitoksista toisaalta aikaisempaa kilpailukykyisempiä palveluntarjoajia myös kansainvälisesti sellaisissa tuotteissa, joissa niillä on erityisosaamista. Suomessa toimiville rahoitusinstituutioille lähialueiden kehittyvät taloudet tarjonnevat kasvavia mahdollisuuksia myös johdannaissopimuksiin liittyvissä palveluissa.

Vaikka rahaliitto on vähentänyt valuutta- ja korkoriskejä, toiset riskityypit saattavat nousta entistä keskeisemmiksi. Tämä voi lisätä uudentyyppisten johdannaissopimusten kysyntää. Esimerkki tällaisista tuotteista ovat luottojohdannaiset[10]. Niiden käyttö ei Suomessa ole

[10] Luottojohdannainen on sopimus, jonka arvo on sidoksissa kohteena olevan yrityksen tai instituution luottoriskiin. Esimerkiksi kohteena olevan yrityksen maksuhäiriö voi laukaista johdannaissopimuksessa määritellyn maksuvelvoitteen.

toistaiseksi ollut mainittavaa, mutta niiden globaalien markkinoiden kasvu on ollut nopeaa. Tulevaisuus voi tuoda mukanaan myös yllättäviä uusia tuotteita. Monilta yksityishenkilöihin voimakkaimmin kohdistuvilta riskeiltä, kuten tulotason äkilliseltä heikkenemiseltä esimerkiksi työttömyyden vuoksi, voidaan toistaiseksi suojautua varsin puutteellisesti. Johdannaisinstrumenttien kehitys saattaa siten jossakin vaiheessa suuntautua myös vähittäistuotteisiin. Toinen mahdollinen kehityskulku lienee johdannaisinstrumenttien ja vakuutustuotteiden lisääntyvä yhdentyminen.[11]

[11] Sääjohdannaiset ja luonnonkatastrofeihin perustuvat johdannaiset ovat esimerkki siitä, miten perinteisesti vakuuttamalla suojattuja riskejä voidaan suojata myös johdannaisten avulla.

Lähdeluettelo

BIS (2002) **Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001.** Maaliskuu. Basel.

Hietala, P. – Jokivuolle, E. – Koskinen, Y. (2000) **Informed Trading, Short Sales Constraints and Futures' Pricing.** Suomen Pankin keskustelualoite 4/2000. Helsinki.

Hull, J.C. (2000) **Options, Futures, and Other Derivatives.** Prentice-Hall. New Jersey.

Puttonen, V. (1993) **The Efficiency of the Finnish Stock Index Derivatives Markets.** Acta Wasaensia. Vaasa.

Puttonen, V. – Valtonen, E. (1996) **Johdannaismarkkinat.** WSOY. Porvoo.

Virolainen, K. (1996) **Johdannaismarkkinat.** Suomen Rahoitusmarkkinat 1996 Kokoomateos. Suomen Pankki A:99. Helsinki.

2.5 Arvopapereiden selvitysjärjestelmät

2.5.1 Arvopaperikauppojen selvitys prosessina

Arvopaperien selvitysjärjestelmillä tarkoitetaan järjestelmiä, joissa hoidetaan sekä arvopaperikauppojen selvitys (clearing/clearance) että toimitus (settlement). Kun sopimus arvopaperikaupasta osapuolten välillä on syntynyt joko kahdenkeskisesti nk. OTC-markkinoilla tai esimerkiksi pörssissä, käynnistyy selvitysprosessi (clearing), jonka lopputuloksena kauppa toteutuu ja ostaja saa kaikki kaupan kohteeseen liittyvät oikeutensa ja myyjä rahansa (settlement).

Selvitysprosessiin voidaan katsoa kuuluvaksi

- kauppojen täsmäytys ja vahvistaminen
- selvitysohjeiden anto ja niiden täsmäytys
- selvitysosapuolten positioiden laskenta ja mahdollinen nettoutus
- mahdollinen kaupan takaaminen
- rahaerien ja arvopapereiden siirto
- omistusoikeuden siirtoon liittyvät rekisterikirjaukset (osakkeet).

Suomessa velkainstrumenttien ja oman pääoman ehtoisten instrumenttien keskitettyä selvitystä hoitaa HEX-konserniin kuuluva Suomen Arvopaperikeskus (APK). Johdannaisselvitystä hoitaa Helsingin Pörssi.

2.5.2 Arvopaperien selvitysjärjestelmien kehitys Suomessa

Paperiton arvo-osuusjärjestelmä otettiin käyttöön Suomen arvopaperimarkkinoilla keväällä 1992. Osakekaupat selvitettiin Helsingin Arvopaperipörssin KATI-selvitysjärjestelmässä. Arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen velkainstrumenttien kaupat selvitettiin Helsingin Rahamarkkinakeskuksessa (HRmk). Vakioituja optioita ja futuureja koskevat kaupat selvitettiin puolestaan kahdessa optiopörssissä, jotka olivat SOM, Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö ja Suomen Optiopörssi (SOP).

Suomen arvo-osuusjärjestelmä toimi hajautetusti siten, että useat valtiovarainministeriöltä toimiluvan saaneet organisaatiot pitivät arvo-osuusrekistereitä. Arvo-osuusyhdistys toimi Suomen arvo-osuusjärjes-

telmän keskusorganisaationa ja koordinaattorina, ja kaikki arvo-osuusrekistereiden pitäjät olivat sen jäseniä. Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunta puolestaan ylläpiti osakasrekistereitä osakkeiden ja osakkeisiin oikeuttavien instrumenttien omistajista.

Vuoden 1997 alussa valtio, Suomen Pankki ja tärkeimmät markkinaosapuolet päättivät suomalaisen arvo-osuusjärjestelmän keskittämisestä yhteen organisaatioon, APK:hon. Vuoden 1998 alussa syntyneestä HEXistä tuli APK:n emoyhtiö saman vuoden lopussa.[1] Hajautettu arvo-osuusrekisterijärjestelmä oli kuitenkin voimassa osakepuolella (OM) lokakuuhun 2000, jolloin myös kaikki arvo-osuusrekisterit keskitettiin APK:hon. Rahamarkkinaistrumentteja käsittelevä RM-järjestelmä on puolestaan perustunut keskitettyyn rekisteriin koko olemassaolonsa ajan.[2]

Arvopaperien selvitys ja toimitus

Arvopapereiden selvitykseen kuuluu toimitusta edeltävien positioiden laskenta. Selvitysjärjestelmät voidaan jakaa brutto- ja nettojärjestelmiin ja toisaalta reaaliaikaisiin ja eräajopohjaisiin.

- Bruttojärjestelmässä jokainen selvitysosapuoli joutuu toimittamaan selvitykseen ostojaan vastaavan rahasumman ja myyntejään vastaavan määrän arvopapereita bruttomääräisenä.
- Nettojärjestelmässä toimitusvelvollisuudet hoidetaan vain nettomääräisesti ja yleensä ns. eräajoina etukäteen sovittuna kellonaikana. Nettouttaminen voi koskea joko vain rahasuorituksia tai myös kunkin arvopaperilajin toimituksia.
- Eräajopohjaisissa järjestelmissä selvitysajoja voi olla yksi tai useampia päivässä. Useiden eräajojen tapauksessa lähestytään reaaliaikaisuutta.

APK:n osakeselvitysjärjestelmässä osapuolten rahasiirrot nettoutetaan monenkeskisesti, mutta arvopaperit toimitetaan bruttomääräisesti. APK:n rahamarkkinaselvityksessä puolestaan toiminnot suoritetaan bruttomääräisesti.

Selvitysjärjestelmät voidaan lisäksi luokitella sen mukaan, käyttävätkö ne selvityksessä keskuspankki- vai liikepankkirahaa. Suomessa

[1] HEX-konsernin rakenteesta tarkemmin tämän kirjan osassa ”Osakemarkkinat ja pörssi”.
[2] ECB 2001.

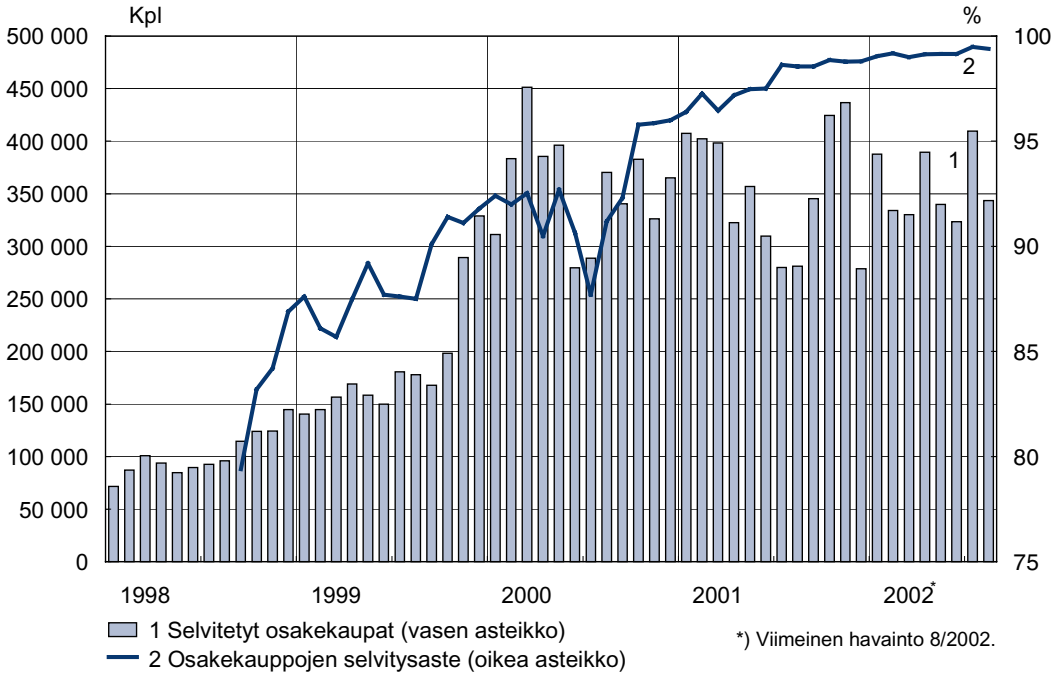
selvitysosapuolten välinen selvitys toteutetaan keskuspankkirahalla Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä.

Arvo-osuuksien toimituksen valmistelu alkaa APK:n KATI-selvitysjärjestelmässä automaattisesti heti, kun kauppa on vahvistunut HEXin HETI-kaupankäyntijärjestelmässä. HEXin ulkopuoliset tapahtumat, jotka selvitetään OM-järjestelmässä, kirjataan toimitusta varten erikseen APK:n KATI-selvitysjärjestelmään. Selvitysaika on poikkeuksia lukuun ottamatta kolme pankkipäivää (T+3), eli osakkeet siirtyvät kolmantena pankkipäivänä kaupanteosta ostajan arvo-osuustilille ja osapuolten väliset rahasiirrot toteutetaan. Varsinaiset selvitystoimenpiteet ajoittuvat suorituspäivittäin normaalisti klo 9:n ja 13:n välille.[3]

Nettomaksuihin perustuvassa eräajopohjaisessa OM-selvitys- ja toimitusjärjestelmässä käsiteltyjen kauppojen määrä on kasvanut merkittävästi viime vuosina erityisesti Nokian ja muiden tietotekniikka-osakkeiden runsaan kaupankäynnin vuoksi. Kapasiteettiongelmat ja osapuolisidonnaiset riskit ovat viime vuosina olleet osakeselvitysjärjestelmän heikkouksia, mutta arvo-osuusrekisterien keskittäminen lokakuussa 2000 APK:hon varmisti merkittävästi järjestelmän toimintaa ja loi perustan merkittäville järjestelmäuudistuksille. Järjestelmän kehitys mahdollisti myös sen, että osakekaupankäynnin selvitysaste (T+3) on parantunut ja vakiintunut 99 prosentin tuntumaan (kuvio 1).

[3] ECB 2001.

Kuvio 1. **APK:ssa selvitettyjen osakekauppojen määrä ja selvitysaste vuosina 1998–2002**



Lähde: HEX.

Markkinapaikan kehittäminen ja systeemiriskin pienentäminen vaativat kuitenkin perusteellisia järjestelmäuudistuksia. HEX alkoikin vuoden 2000 lopulla valmistella uuden HEXClear-selvitysjärjestelmän käyttöönottoa osakeselvityksessä ja muiden OM-järjestelmän arvo-osuuksien selvityksessä. HEXClear tulee toimimaan reaaliaikaisen bruttoselvityksen periaatteella (Real Time Gross Settlement, RTGS) siten, että kaupat selvitetään yksittäin sitä mukaa kuin niiden toteutusedellytykset täyttyvät. Tämän lisäksi järjestelmässä voidaan selvittää useita kauppoja samassa ajossa, mikä optimoi toteutuvien kauppojen määrän ja vähentää selvitysjärjestelmään sitoutuvan rahan määrää. Arvo-osuudet ja niitä vastaava maksu toimitetaan samanaikaisesti toimitus maksua vastaan -periaatteella. Maksuissa käytetään pelkästään keskuspankkirahaa. Järjestelmä on suunniteltu otettavan käyttöön osakeselvityksessä asteittain vuoden 2003 kuluessa ja sitä on tarkoitus laajentaa myöhemmin niin, että se koskee kaikkia oman ja vieraan pääoman ehtoisia instrumentteja.

Toinen merkittävä – APK:n toimintaan toteutuessaan vaikuttava – vireillä oleva hanke koskee ns. moniportaisen omistajarakenteen sallimista Suomessa arvo-osuusmuotoisten arvopapereiden osalta nykyisen suoran omistusoikeuden rinnalla. Tällä hetkellä jokaisen suomalaisen sijoittajan arvo-osuustili on oikeudellisesti APK:n ylläpitämässä

keskusrekisterissä, mikä on erilainen järjestely kuin suurimmassa osassa Euroopan maita, joissa moniportainen omistajarakenne on mahdollinen. Tästä seuraa rakenteellisia ja toiminnallisia eroja Suomen ja muiden eurooppalaisten järjestelmien välillä. Moniportaisessa järjestelmässä loppusijoittajien ja arvopaperikeskusten välillä ei ole suoraa yhteyttä vaan vähittäissijoittajat hallinnoivat omistuksiaan sijoituspalveluyritysten tai pankkien välityksellä, ja nämä pitävät omissa järjestelmissään kirjaa asiakkaidensa omistuksista ja niitä koskevista siirroista. Suomessa taas välittäjätason osakeselvityksen onnistuminen riippuu yksittäisten sijoittaja-asiakkaiden tileille tehtävien merkintöjen onnistumisesta. Valtiovarainministeriön vuonna 2001 kokoon kutsuma työryhmä pyrki selvittämään, miten Suomessa voitaisiin sallia suomalaisten arvo-osuusmuotoisten arvopapereiden moniportainen omistusrakenne, jonka myötä suora omistusoikeus yksittäisiin arvopapereihin korvautuisi kappalemääräisellä osuusoikeudella yhteissäilytettävään omaisuuserään. Nykyisin tällainen järjestely on mahdollinen vain ulkomaisten sijoittajien omaisuuden säilytyksessä. Tavoitteena on myös tarjota sijoittajille vaihtoehtoinen tilinpitotapa niin, että välittäjän tilinpito saisi nykyistä vahvemman oikeudellisen aseman. Uuden omistusjärjestelmän toteutuminen lähentäisi suomalaista arvo-osuusjärjestelmää keskieurooppalaisiin ja mahdollistaisi mm. ulkomaisen kilpailun suomalaisille asiakkaille tarjottavissa säilytyspalveluissa. Ryhmän työllä on tärkeitä liittymäkohtia mm. APK:n selvitysjärjestelmän uudistus- ja keskusvastapuolihankkeisiin sekä omistusten julkisuusperiaatteisiin.[4]

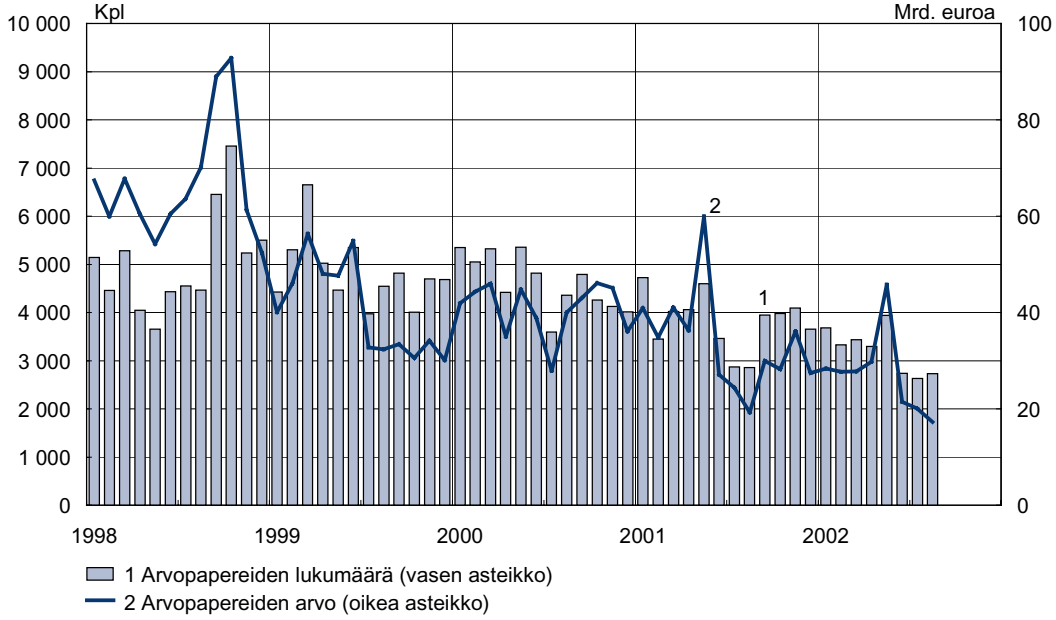
Rahamarkkinainstrumentit säilytetään ja selvitetään APK:n ylläpitämässä RTGS-pohjaisessa RM-järjestelmässä. RM-järjestelmässä selvitettävä kauppa on luonteeltaan tukkukauppaa ja instrumentit ovat arvo-osuusmuotoisia velkapapereita (joukkovelkakirjoja, sijoitustodistuksia, yritystodistuksia, valtion velkasitoumuksia ja kuntatodistuksia). Kaupankäynti hoidetaan pääasiassa puhelinkauppana ja kaupat syötetään selvitysjärjestelmään. Selvitysaika on instrumentista riippuen ja poikkeuksia lukuun ottamatta kaksi tai kolme pankkipäivää (T+2 tai T+3). Järjestelmä mahdollistaa kauppojen toteutuksen myös heti kaupanteon jälkeen, mikäli osapuolet niin haluavat. RM-järjestelmässä hallinnoidaan myös Suomen Pankille vakuudeksi annetut

[4] Työryhmä ei loppuraportissaan päädy ehdottamaan moniportaiseen omistajarakenteeseen siirtymistä tässä vaiheessa Suomessa. Moniportainen omistajarakenne merkitsisi perustavaa muutosta suomalaisen arvo-osuusmuotoisten arvopapereiden omistusjärjestelmään ja huomattavia toiminnallisia muutoksia kaikille arvopapereita käsitteleville osapuolille. Toisaalta EU:ssa saattaa tulla valmisteltavaksi arvopapereita koskeva oikeudellinen säännöstö.

EKPJ:n hyväksymät suomalaiset vakuuskelpoiset arvopaperit. RTGS-selvitys on mahdollista koko järjestelmän aukioloajan klo 8–19. Selvityksen rahaliikenne hoidetaan APK:n Suomen Pankissa olevan sekkitilin kautta.[5]

RM-järjestelmä on ollut toiminnaltaan erittäin luotettava. Järjestelmässä selvitettyjen kauppojen lukumäärä on kuitenkin pienentynyt viime vuosina (kuvio 2). Tämä kuvaa osaltaan sitä, että arvopaperistuminen etenee hitaasti. Euron myötä rahamarkkinakauppa on enenevässä määrin siirtynyt interbanktalletuksiin eli pois sijoitustodistuksista.

Kuvio 2. **APK:n RM-järjestelmässä selvitettyjen arvopapereiden lukumäärä ja arvo kuukaudessa vuosina 1998–2002**



Lähde: HEX.

Vakioitujen johdannaisten selvitys

Kaikki Helsingin Pörssissä tehdyt johdannaiskaupat myös selvitetään Helsingin Pörssissä. HEXin ja Eurexin vuonna 1999 solmiman yhteistyösopimuksen perusteella kaupankäynti likvideimpiin kohdeetuuksiin perustuvilla johdannaisilla on keskitetty Eurexiin. Nokian osakeoptio on yksi Eurexin päätuotteista. HEX on tuonut kuitenkin myös uusia johdannaisia kotimaan kaupankäyntilistalleen.

[5] ECB 2001.

Helsingin Pörssissä listattujen johdannaisten kauppojen selvityksessä Helsingin Pörssi asettuu keskusvastapuoleksi loppuasiakkaaseen nähden. Ostaja ja myyjä voivat näin ollen toimia täysin toisistaan riippumattomina. Näin johdannaissopimuksille pyritään luomaan toimivat jälkimarkkinat. Johdannaisselvityksen marginaalien kattamiseen ja kauppojen mahdolliseen toteutumiseen liittyvä rahaliikenne HEXin ja välittäjän välillä hoidetaan useimmiten liikepankkirahalla.

Suomalaisten välittäjien Eurexissa tekemät kaupat selvitetään suoran selvitysosapuolen kautta. Eurexin sääntöjen mukaan välittäjät toimivat vastapuolina asiakaskaupoissa eli ovat selvitysvälittäjiä Eurexiin päin. Eurex ei seuraa asiakkaiden yksittäisiä kauppoja vaan pitää kirjaa kaupoista ja positioista välittäjäkohtaisesti. Tämän vuoksi HEX tarjoaa Eurexin suomalaisille jäsenille kauppojen selvitykseen liittyvää riskinhallinta- ja selvityspalvelua (HEXBos). HEXBos-järjestelmässä voidaan reaaliaikaisesti jakaa Eurexissa tehtyjä kauppoja ja ylläpitää asiakaskohtaisia positioita.[6]

Rekisteritoiminnot ja muut palvelut

Arvo-osuusjärjestelmässä oli vuoden 2001 lopussa 199 yhtiötä, noin 891 000 omistajaa ja 1,2 miljoonaa arvo-osuustiliä. Varsinaisten tilirekistereiden lisäksi APK pitää yllä mm. seuraavia rekistereitä:

- Liikkeeseenlaskurekisterit, joihin merkitään perustiedot liikkeeseenlaskijoista sekä liikkeeseen lasketuista arvopapereista (esim. pääomat ja arvopapereiden lukumäärät).
- Omistajarekisterit, joihin merkitään tiedot jokaisen arvo-osuusmuotoisen arvopaperin omistajasta.
- Sisäpiirirekisteri.

Varsinaisen kauppojen selvityksen ja siihen liittyvien rekisteritoimintojen lisäksi APK tarjoaa selvitystoimintaa tukevana palveluna mm. mahdollisuutta osakelainaukseen toimitushäiriöitä katettaessa. Toimitushäiriötilanteita voi hoitaa mm. KATI-selvitysjärjestelmään syötettyjen osakelainojen avulla, ja osakkeet näihin lainoihin voidaan toimittaa HEXin lainapoolista. Vuonna 2001 lainojen lukumäärä oli 17 449. Osakelainauksen käyttäminen toimitushäiriöiden kattamisessa on kasvattanut suosiotaan, mikä näkyy osittain myös selvitysasteen parantumisena (ks. edellä).

---

[6] Johdannaismarkkinoista tarkemmin tämän kirjan osassa ”Johdannaismarkkinat”.

HEX osti vuonna 2001 Sampo Pankilta 95 % Sampo Custody Services -yhtiön osakekannasta. Samalla yhtiön nimi muutettiin muotoon HEX Back Office and Custody Services (HBO). Yhtiö toimii HEX-konsernin tytäryhtiönä. HBO huolehtii kaikista asiakkaan arvopaperikaupan jälkeisistä toimenpiteistä. Palvelu on suunnattu pääasiassa institutionaalisille sijoittajille, sijoitusrahastoille ja muille ammattimaisille sijoittajille. Palvelulla pyritään kustannustehokkuuteen ja selvitysprosessin sujuvuuden tehostamiseen ja sen myötä riskien pienentämiseen.[7]

2.5.3 APK ja kansainvälinen selvitysjärjestelmäyhteistyö

Paineet selvitysjärjestelmien lähentymiseen ja yhdentymiseen ovat lisääntyneet viime aikoina. Selvityskeskukset ovat usein läheisessä yhteydessä johonkin kauppapaikkaan. Yhteistyö on organisoitu joko niin, että selvityskeskukset ovat integroituneet vertikaalisesti esimerkiksi pörssin kanssa, kuten Suomessa, tai niin, että ne ovat integroituneet horisontaalisesti muiden maiden selvityskeskusten kanssa.

Yhdentyvillä markkinoilla arvopaperikeskusten väliset linkit ovat tärkeä osa selvitystä. APK:lla on linkit seuraavien arvopaperikeskusten kanssa:

- saksalainen Clearstream Frankfurt, joka on kaikkia suomalaisia ja saksalaisia instrumentteja sekä sveitsiläisiä osakkeita varten
- ranskalainen Euroclear France (ent. Sicovam), joka on suomalaisia ja ranskalaisia velkainstrumentteja varten[8]
- hollantilainen Necigef, joka on suomalaisia ja hollantilaisia osakkeita varten
- ruotsalainen VPC, joka on ruotsalaisia osakkeita varten.[9]

RM-järjestelmästä Ranskan ja Saksan selvitysjärjestelmiin rakennetut kaksisuuntaiset linkit on hyväksytty EKPJ:n myöntämien luottojen vakuusmateriaalin siirtoihin. Linkkien välityksellä suomalainen tai Suomessa omaisuuttaan säilyttävä ulkomainen sijoittaja voi hallinnoida omaisuuttaan Suomen arvo-osuusjärjestelmässä. Sijoitustarkoituksissa markkinaosapuolet ovat käyttäneet näitä linkkejä varsin aktiivisesti.

---

[7] HEX 2002.
[8] Osakelinkki suljettiin kesäkuussa 2002.
[9] Linkki avattiin 9.9.2002.

Paitsi linkkien kautta ulkomailla toimivat osapuolet voivat selvittää kauppansa käyttämällä myös ns. säilytyspankkien (custodian) palveluja.

Euroopassa on yleistynyt kaupankäyntimalli, jossa pörssikaupat selvitetään yhden keskusvastapuolen (Central Counterparty, CCP) kanssa. Useilla eurooppalaisilla markkinoilla toimii keskusvastapuoli, joka novaation eli kaupan kummankin osapuolen vastapuoleksi asettumisen jälkeen nettouttaa alkuperäisten osapuolten vaateet. Tällainen menettely kiinnostaa erityisesti suuria markkinatakaajia ja institutionaalisia sijoittajia, koska keskusvastapuolen tarjoamat palvelut pienentävät niiden oman pääoman tarvetta ja vapauttavat ne jokaiseen kauppaan kohdistuvasta vastapuoliriskistä. Keskusvastapuolitoiminnan on myös nähty alentavan pitkällä aikavälillä selvityskustannuksia. Toisaalta keskusvastapuoleen keskittyy riskiä, joten siitä tulee systeemiriskin näkökulmasta merkittävä osa rahoitusmarkkinoita. Tästä syystä mm. EKPJ on kiinnostunut keskusvastapuolipalvelujen roolista markkinoiden toiminnassa. Suomessa ei ole toistaiseksi ollut keskusvastapuolitoiminnan tyyppisiä palveluja käytössä muualla kuin johdannaisselvityksessä. HEXissä kuitenkin selvitetään keskusvastapuolitoiminnan toteuttamismahdollisuuksia. Pohjoismaista yhteistyötä on myös vireillä. Myös Euroopan suurimmat keskusvastapuolet tarjoavat nykyisin palvelujaan kotimarkkinoidensa ulkopuolelle.

2.5.4 Valvonta ja sääntelyn kehittäminen

APK on itsesääntelyllinen organisaatio. APK:n säännöt vahvistaa valtiovarainministeriö pyydettyään lausunnon Suomen Pankilta ja Ratalta. Valtiovarainministeriö myös myöntää tai lakkauttaa APK:n toimiluvan. APK vastaa osaltaan arvo-osuusjärjestelmän valvonnasta ja kehittämisestä sekä ohjeistaa järjestelmän toimintaa päätöksillään. Lisäksi APK myöntää oikeuden toimia tilinhoitajayhteisönä tai tilinhoitajayhteisön asiamiehenä.

Suomen Pankki tarkastelee arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmiä yleisvalvojana, käyttäjänä ja palvelun tarjoajana.

Yleisvalvonnan avulla Suomen Pankki pyrkii varmistamaan, että järjestelmien riskit pysyvät hyväksyttävän suuruisina, jotta pystytään varmistamaan rahoitusjärjestelmän vakaus, luotettavuus ja tehokkuus. Yleisvalvontaa toteutetaan mm. kuukausittaisilla valvontakokouksilla APK:n kanssa.[10]

[10] Yleisvalvonnasta tarkemmin tämän kirjan osassa ”Yleisvalvonta”.

Suomen Pankki toimii APK:hon ja arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen liittyvissä kysymyksissä yhteistyössä Ratan ja valtiovarainministeriön kanssa. Pankki myös osallistuu selvitysjärjestelmiä koskevan lainsäädännön valmisteluun. Valvontayhteistyö Ratan kanssa on ollut aktiivista arvopaperien selvitysjärjestelmien alueella. Rata kutsui syyskuussa 2001 koolle selvitysjärjestelmien ohjausryhmän ja sen alaisuudessa toimivan selvitysjärjestelmien asiantuntijaryhmän. Ryhmissä ovat edustettuina viranomaisten lisäksi myös markkinaosapuolet. Pyrkimyksenä on kehittää selvitystä kokonaisvaltaisesti, koordinoida selvitysjärjestelmäriskien hallintaa ja kehittämishankkeita sekä edistää kansainvälisten standardien voimaansaattamista.

HEXin listauspyrkimyksiin liittyvä Helsingin Pörssin ja APK:n itsesääntelyn kehittäminen on ollut viime aikoina yksi keskeisistä viranomaisyhteistyötä edellyttäneistä hankkeista. Tarkoituksena on varmistaa riittävä ja luotettava valvonta, jonka avulla voidaan turvata, että tilinhoitajayhteisöt ja niiden asiamiehet noudattavat APK:n toiminnasta annettuja eritasoisia säännöksiä ja että niiden toiminta täyttää toiminnan julkisuudelle asetetut vaatimukset.

Suomen Pankki käyttää selvitys- ja toimitusjärjestelmiä rahapoliittisten operaatioiden toteuttamisessa. Lisäksi Suomen Pankki tarjoaa sekkitilipalvelua. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä mahdollistaa keskuspankkirahan käytön selvityksessä.

EKP on määrittänyt yhdeksän kriteeriä, jotka toimitusjärjestelmien tulee täyttää ennen kuin niitä voidaan käyttää EKPJ:n vakuusmateriaalin hallinnassa.[11] Suomen Pankki on ollut mukana näiden kriteerien laatimisessa.

G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) ja globaali arvopaperivalvojien komitea (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) ovat laatineet yhteistyössä suositukset arvopapereiden selvitys- ja toimitusjärjestelmistä[12]. Raportin suositukset on jaettu kuuteen ryhmään. Niissä määritellään tavoitteet seuraavien kriteerien suhteen:

- oikeudelliset riskit
- selvitysvaihetta edeltävät riskit
- varsinaiset selvitysriskit
- operationaaliset riskit
- säilytysriskit
- eräät muut seikat, kuten jäsenyysehdot, tehokkuus ja valvonta.

[11] EMI 1998.
[12] CPSS, IOSCO 2000.

Merkittävä uutuus raportissa on funktionaalinen lähestymistapa. Sillä pyritään välttämään maiden erilaisista institutionaalisista olosuhteista johtuvat ongelmat. Näin ollen yksittäisiä suosituksia ei osoiteta millekään erilliselle instituutiotyypille, vaan kaikille kussakin maassa tietyn toiminnan tuottamiseen osallistuville instituutioille.

Selvitysjärjestelmien lähentymis- ja yhdentymispaineiden lisääntyessä niin valvojat kuin keskuspankitkin ovat todenneet, että ne eivät voi ilman toisiaan varmistaa järkevää ja tehokasta infrastruktuuria nykyisissä olosuhteissa.

Loppuvuodesta 2001 perustettiin EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien (CESR) yhteinen työryhmä kehittämään Euroopan arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevaa sääntelyä. Työ lähtee G10-maiden marraskuussa 2001 julkaisemien 19 suosituksen pohjalta (ks. edellä). Sekä Rahoitustarkastus että Suomen Pankki ovat mukana tässä työryhmässä. Tarkoituksena on tarkentaa globaaleja suosituksia eräiltä osin sitovampaan suuntaan yhtenäisen eurooppalaisen sääntely-ympäristön luomiseksi selvitysjärjestelmille, keskusvastapuolille ja mahdollisesti säilytyspankeille.

Euroopan komission yhteydessä toimiva, pääasiassa markkinaosapuolista koostuva ns. Giovannini-työryhmä julkaisi marraskuussa 2001 ensimmäisen raporttinsa arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmistä[13]. Sen tulokset toivat esiin maiden välisten arvopaperitoimitusten esteitä ja kustannuksia EU:ssa. Työryhmä jatkaa toimintaansa, ja toisen raportin on tarkoitus valmistua vuoden 2002 lopulla. Lisäksi komissio julkaisi tiedonannon selvitystoiminnasta Euroopan unionissa toukokuussa 2002.[14] Tällä tiedonannolla se pyrkii selvittämään tämän hetken tilannetta ja luotaamaan arvopaperien selvityksen ja toimituksen tulevia haasteita. Tiedonanto tukee komission rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaa, jonka tavoitteena on säätää uusia perussäännöksiä rahoitusmarkkinoiden integraation edistämiseksi vuoteen 2005 mennessä.

Kaikki nämä sekä monet muut viranomais- tai markkinaosapuolilähtöiset hankkeet ovat osaltaan näyttämässä suuntaa arvopaperien selvitysjärjestelmien lähitulevaisuuden kehitykselle, sääntelylle ja valvonnalle niin Suomessa kuin globaalissa arvopaperimarkkinaviitekehyksessä unohtamatta vaikutusta, mikä hankkeilla on siihen, millä tavalla pörssit ja kaupan jälkeisten prosessien ylläpitäjät suhtautuvat markkinoiden yhdentymismahdollisuuksiin. On selvää, että Suomessa

[13] The Giovannini Group 2001.
[14] KOM(2002)257.

tarvitaan keskustelua tavoista, joilla suomalaisille instituutioille ja yksityisille sijoittajille voidaan turvata kaupankäyntitoimintojen lisäksi riittävät arvopaperien selvitys- ja toimitustoiminnot rahoitusmarkkinoiden integraation edetessä.

Lähdeluettelo

CPSS, IOSCO (2001) **Recommendations for Securities Settlement Systems** (www.bis.org, www.iosco.org).

ECB (2001) **Blue Book – Payment and Securities Settlement Systems in the European Union.** Frankfurt am Main.

EMI (1998) **Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations.** Frankfurt am Main.

Euroopan komissio (2002) **Komission tiedonanto neuvostolle ja Euroopan parlamentille. Selvitystoiminta Euroopan unionissa.** Keskeiset kysymykset ja tulevaisuuden haasteet. KOM(2002)257 (http://europa.eu.int/comm/internal_market).

The Giovannini Group (2001) **Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in European Union.** Brussels.

HEX (2002) **Vuosikertomus 2001.** Helsinki.

Luku 3

Rahoituksen välitys ja rahoitus- sekä vakuutuslaitokset

Sampo Alhonsuo – Jarmo Pesola – Pertti Pylkkönen – Raoul Berglund – Timo Laakso – Hely Salomaa

3 Rahoituksen välitys ja rahoitus- sekä vakuutuslaitokset 121

Sampo Alhonsuo – Jarmo Pesola
Rahoitusmarkkinaosasto
3.1 Luottolaitokset ja muut rahoituslaitokset 121
3.1.1 Rakennekehitys 1996–2001 121
3.1.2 Luottolaitoksien varainhankinta ja varojen sijoitus 132
3.1.3 Luottolaitoksien tuloksen muodostuminen 141
Lähdeluettelo 150
Liite 1 152
Liite 2 157

Pertti Pylkkönen
Rahoitusmarkkinaosasto
3.2 Sijoituspalveluyritykset ja sijoitusrahastot 158
3.2.1 Sijoitusrahastot 158
3.2.2 Sijoituspalveluyritykset 169
3.2.3 Tulevaisuudennäkymiä 170
Lähdeluettelo 172

Raoul Berglund – Timo Laakso – Hely Salomaa
Vakuutusvalvontavirasto
3.3 Vakuutusyhtiöt 173
3.3.1 Vahinkovakuutus 180
3.3.2 Henkivakuutus 186

3.3.3 Työeläkevakuutus 192
3.3.4 Keskeiset vakuutusryhmittymät.....200
Lähdeluettelo 205

Pertti Pylkkönen
Rahoitusmarkkinaosasto
3.4 Pääomasijoittaminen Suomessa 206
3.4.1 Mitä pääomasijoittaminen on?.....206
3.4.2 Sijoituspääomien kerääminen 208
3.4.3 Hallinnoitava pääoma 209
3.4.4 Tehdyt sijoitukset.....210
3.4.5 Pääomasijoituksista irtautuminen 212
3.4.6 Tulevaisuudennäkymiä 213
Lähdeluettelo.....214

3 Rahoituksen välitys ja rahoitus- sekä vakuutuslaitokset

Sampo Alhonsuo
Jarmo Pesola
Rahoitusmarkkinaosasto

3.1 Luottolaitokset ja muut rahoituslaitokset

3.1.1 Rakennekehitys 1996–2001

Lama- ja pankkikriisivuosista 1990-luvun alussa käynnistynyt Suomen luotto- ja rahoituslaitosten nopea rakennemuutos on jatkunut myös Suomen Euroopan unioniin kuulumisen aikana 1990-luvun puolivälistä alkaen. Pankkikriisin jälkeinen luottolaitosten rakenteen muutos on muuttunut valmistautumiseksi kohtaamaan euroaikana lisääntyvä kilpailu.

Kehitys on merkinnyt sitä, että rahoitus- ja pankkimarkkinat ovat nykyään hyvin kansainväliset, eikä kansallista pankkitoimintaa monessakaan mielessä enää ole olemassa. Monet kansainväliset muutosvoimat vaikuttavat kaikkiin maihin ja myös Suomen rahoitus- ja pankkitoimintaan. Näitä muutosvoimia nyt ja jatkossakin ovat esimerkiksi kilpailun keinojen muuttuminen, asiakkaiden tarpeiden muuttuminen ja vaatimustason nousu, pankkien keskimääräisen koon kasvu, toiminnan tehokkuuden parantamispyrkimykset ja kannattavuusvaatimukset, toimialaliukumat sekä tekninen kehitys. Esimerkiksi tekninen kehitys osaltaan lisää kilpailupaineita madaltamalla raja-aitoja sekä helpottamalla toimialaliukumia. Tekninen kehitys on erityisesti näkynyt verkkopalveluiden nopeana kehityksenä ja leviämisenä tavallisessa pankkitoiminnassa.

Rahoitusalan yritysten toimijoiden joukossa pankit ovat edelleen tärkeässä asemassa kokonsa ja merkityksensä vuoksi. Kiinnostavaa ja tärkeää onkin pankkien sopeutuminen muutosvoimien keskellä. Suomessakin pankit kohtaavat kovenevaa kilpailua. Esimerkiksi eduskunnassa on tätä kirjoitettaessa käsittelyssä pitkään valmisteltuja luottolaitoslain muutoksia, joiden tarkoituksena on osaltaan voimistaa kilpailua. Mikäli muutokset hyväksytään eduskunnassa esitetyssä muodossa, merkitsee se mm. kaupoille rajoitettua oikeutta ottaa vastaan takaisinmaksettavia varoja.

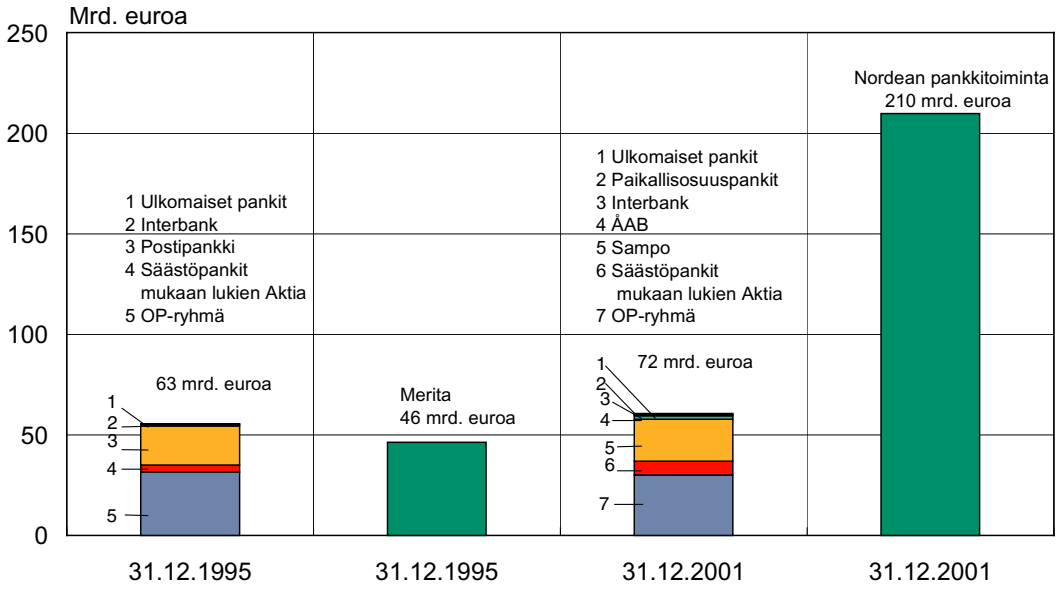
Talletuspankit

Sektorin kehityksen keskeiset piirteet 1990-luvun puolivälistä alkaen

Tarkasteltaessa keskeisimpiä muutoksia talletuspankkien keskinäisissä suhteissa ja sektorin rakenteessa huomiota kiinnittää liikepankeissa tapahtunut suuri muutos viiden vuoden aikana 1996–2001 (liitetaulukot 1 ja 2). Ensinnäkin fuusioiden ja muiden järjestelyjen tuloksena suuri osa pankkien nimistä on muuttunut ja on syntynyt uusia rahoitusalan konserneja. Myös kokonaan uusia pankkeja on ilmaantunut.

Pankkikonttorien lukumäärä on vähentynyt pankkikriisistä lähtien 1990-luvulla. Viime vuosina se näyttää vakiintuneen noin 1500:ksi (ks. kuvio 12). Pankkien henkilöstön lukumäärä on sitä vastoin kuluvan vuosikymmenen aikana hieman lisääntynyt. Taseen loppusummalla mitattuna Nordea-konserni on ylivoimaisesti suurin talletuspankkitoimintaa Suomessa harjoittavista rahoitusalan konserneista (kuvio 1). Yksittäisistä pankeista Sampo-konserni on toiseksi suurin, mutta osuuspankkien yhteenliittymä eli Osuuspankkiryhmä on sitä suurempi.

Kuvio 1. **Suomessa toimivien pankkien taseiden loppusummia vuosina 1995 ja 2001**



Lähde: Rahoitustarkastus.

Myös talletusten markkinaosuuksilla mitattuna Nordea Pankki (Merita) on suurin (taulukko 1). Nordean sekä myös Sampo Pankin markkinaosuudet ovat kuitenkin hienoisesti supistuneet tarkastelujakson ai-

kana. Osuuspankkiryhmä sekä muut pankit ovat vastaavasti lisänneet markkinaosuuttaan talletuksista.

Taulukko 1. **Suomessa toimivien talletuspankkien markkinaosuudet eurotalletuksista[1], %**

	1995	1998	2001
Nordea Pankki, Suomi	42	40	37
Osuuspankkiryhmä	34	30	32
Sampo Pankki	16	15	15
Säästöpankit (mukaan lukien Aktia)	6	8	9
Paikallisosuuspankit		3	3
Muut Pankit	2	4	4
Yhteensä	100	100	100

Lähteet: Suomen Pankki ja pankkien tilinpäätöstiedot.

Keväällä 1995 syntyi kahden suurimman suomalaisen liikepankkikonsernin eli Unitas- ja Kansalliskonsernin liiketoimintojen yhdistämisestä Merita-konserni. (Liitteessä 1 on käyty 1990-luvun puolivälin jälkeiset tapahtumat yksityiskohtaisesti aikajärjestyksessä läpi.) Merita-konsernista ja ruotsalaisesta Nordbanken-konsernista yhdistynyt MeritaNordbanken aloitti toimintansa vuonna 1998. Tanskalainen Unidanmark-konserni ja MeritaNordbanken yhdistyivät keväällä 2000. Norjalainen Christiania Bank og Kreditkasse liitettiin konserniin vuoden 2000 lopussa. Heinäkuussa 2001 yhtiöön ostettiin lisäksi ruotsalainen Postgirot Bank. Yhdistymisten lähtökohdaksi on ilmoitettu toiminnan kannattavuuden ylläpitäminen ja parantaminen lisääntyvän kilpailun paineessa mm. kustannussäästöjen ja muiden synergiaetujen houkuttelemana.

Joulukuussa 2001 kaikkien yhtiöön kuuluvien vähittäispankkien nimet muutettiin Nordeaksi. Nordea on Euroopan mittakaavassa toistaiseksi poikkeuksellinen rakenteeltaan, koska muualla Euroopassa ei ole merkittävää osaa monen maan pankki- ja rahoitustoiminnasta yhdistetty saman yhtiön alaisuuteen niin, että maittaiset toiminnot menettävät merkitystään.

Valtion omistama Postipankki-konserni muuttui keväällä 1998 Leonia-konserniksi. Tässä yhteydessä erityisluottolaitoksena toimineesta Suomen Vientiluotosta tehtiin osa konsernia, ja sen nimeksi tuli Leonia Yrityspankki. Sampo-Leonia syntyi vakuutuskonserni Sammon ja pankkikonserni Leonian yhdistymisen myötä vuoden 2000

[1] Talletuskäsite: yleisön (pl. valtion) talletukset ilman raha- ja pääomamarkkinavaateita.

alussa. Mandatum Pankki syntyi vuonna 1998, kun liikepankki Interbank Osakepankki ja Mandatum & Co sulautuivat. Sampo-Leonia ja Mandatum-konserni sopivat liiketoimintojensa yhdistämisestä alkuvuonna 2001, ja näin syntyi Sampo. Sammon vahinkovakuutustoiminta siirtyi pohjoismaiselle If-vakuutusyhtiölle vuonna 2001. Sampo-konserni on nykyiseltä rakenteeltaan tyypillinen finanssitavaratalo eli -konglomeraatti. Myös tämän sulautumisen vaikuttimeksi ilmoitettiin samankaltaiset syyt kuin Nordean tapauksessa.

Kesällä 2001 pankkiiriliike Evlistä tuli liikepankki. Näin Suomessa toimi vuoden 2001 lopussa kaikkiaan 8 liikepankkia: Evli Pankki, Gyllenberg Private Bank, Nordea Bank Finland, OKO Osuuspankkien Keskuspankki, Okopankki, OP-Kotipankki, Sampo Pankki ja Ålandsbanken. Vuoden 2002 puolella on oltu perustamassa lisää liikepankkeja kuten, vakuutusyhtiö Tapiolan ja Hypoteekkiyhdistyksen pankit sekä eQ Pankki.

Säästöpankkiryhmä kärsi pahiten 1990-luvun alun pankkikriisistä ja lamasta. Noin vuoden ajan toiminut Suomen Säästöpankki myytiin vuonna 1993 neljälle kilpailijapankille, mikä merkitsi Suomen vähittäispankkimarkkinoilla runsaan 20 prosentin markkinaosuuden jakoa uudelleen. Samassa yhteydessä perustettiin omaisuudenhoitoyhtiö Arsenal, johon siirrettiin noin 40 miljardin markan (vajaan 7 mrd. euron) arvosta ongelmaluottoja ja -omaisuutta. Valtion pääomituksen myötä säästöpankkien keskusrahalaitoksen SKOPin osake-enemmistö siirtyi valtion omistukseen. Säästöpankkien keskuspankkitoiminnot siirtyivät fuusioiden kautta vuonna 1993 muodostetulle Aktia Säästöpankille, joka on juridiselta muodoltaan säästöpankkiosakeyhtiö. SKOP toimi Yrityspankki Skopin nimellä, kunnes pankin toimilupa peruutettiin vuoden 2000 lopussa. Vuoden 1993 jälkeen säästöpankeissa ei ole ollut fuusioita. Säästöpankkeja on tällä hetkellä 40.

Osuuspankkiryhmä muutti toimintamallinsa yhteenliittymäksi vuonna 1997. Tuolloin ryhmän yhteisvastuuta täydennettiin säännöksillä, joiden perusteella keskusyhteisö ja sen jäsenpankit vastaavat toistensa veloista ja sitoumuksista. Osuuspankkiryhmä muodostuu 244 jäsenosuuspankista ja ryhmän lakisääteisestä keskusyhteisöstä Osuuspankkikeskuksesta (Osuuspankkikeskus-OPK osuuskunta). Pörssissä noteerattu OKO-konserni toimii Osuuspankkiryhmän liike- ja keskuspankkina. Sen omistavat suurelta osin jäsenosuuspankit ja OPK-osuuskunta. Osuuspankkiryhmä ei ole kirjanpitolaissa tarkoitettu konserni eikä normaali konsolidointiryhmä, vaan juridisesti ryhmän rakenne perustuu omaan erilliseen lainsäädäntöön. Euroalueen muista maista löytyy pankkitoiminnassa vastaavanlaisia ryhmäkokonaisuuksia. Vuoden 1993 jälkeen vain muutamia pieniä jäsenosuuspankkeja on fuusioitunut.

Osa osuuspankeista jäi yhteenliittymän ulkopuolelle. Nämä 42 osuuspankkia perustivat Paikallisosuuspankkiryhmän. Paikallisosuuspankkien keskuspankkina toimii Aktia Säästöpankki.

Monet suuret kansainväliset liikepankit ovat perustaneet Suomeen sivukonttoreita.[2] Citibank International oli ensimmäinen Suomessa toimiva ulkomainen sivukonttori. Muita aikaisin aloittaneita olivat Suomen Indosuez Osakepankki ja Svenska Handelsbanken. Ruotsalainen Skandinaviska Enskilda Banken perusti sivukonttorin Suomeen vuonna 1994. Tanskalaiset Den Danske Bank ja Unibank avasivat sivukonttorit Suomeen alkuvuodesta 1997. Uusimmat tulokkaat ovat saksalaiset Deutsche Bank sekä vuoden 2002 alussa toimintansa Suomessa aloittanut Norddeutsche Landesbank. Elokuussa 2002 Suomessa oli kaikkiaan 19 ulkomaisen luottolaitoksen sivukonttoria (liite 2), joista Svenska Handelsbanken, SE-Banken, Danske Bank, Citibank International, Credit Acricole Indosuez, D. Carnegie, Deutsche Bank ja Norddeutsche Landesbank Girozentrale voivat ottaa talletuksia vastaan.

Viime vuosikymmenen alkupuolen pankkikriisin kustannuksia on maksettu muodossa tai toisessa näihin päiviin asti erilaisten kriisin jälkihoitotoimien yhteydessä. Viimeisimpien arvioiden mukaan kriisin kustannukset olisivat nettomääräisinä (vakuusesineiden myynnin jälkeen) olleet noin 7 % vuoden 1995 bruttokansantuotteesta (lähes 7 mrd. €). Arvioon ei ole sisällytetty pankkituen korkoja. Pankkien tehokkuus ja kannattavuus ovat kuitenkin samalla osaltaan näiden toimien ansiosta parantuneet selvästi vuosina 1996–2001. Vientivetoisen kasvun myötävaikutuksella tapahtuneen suhteellisen nopean tervehtymisen ansiosta on Suomessa nyt verrattain vahva ja vakavarainen pankkilaitos.

Talletuspankkisektorin rakenteen nykyvaihe ja muutossuunnat sekä vaikutus valvontaan

Suuret muutokset pankkisektorissa aiheuttavat ongelmia paitsi varsinaisen pankkivalvonnan myös pankkisektorin vakauden makrovalvonnan kannalta. Esimerkiksi Nordean toimintojen rajaaminen Suomen alueelle muuttuu äärimmäisen hankalaksi. Suurimpien pankkien ja pankkiryhmien rakennetta ja muutossuuntia tarkastellaan seuraavaksi tätä taustaa vasten.

---

[2] Ennen vuotta 1991 ei Suomeen saanut perustaa ulkomaisen pankin sivukonttoria, joten sitä ennen perustetut olivat siihen saakka ulkomaisten pankkien tytäryhtiöitä.

Suomessa toimivan Nordea Pankki Suomen omistaa Ruotsissa rekisteröity holdingyhtiö Nordea, joka myös omistaa suuria vakuutusyhtiöitä ja sijoituspalveluyrityksiä. Holdingyhtiö Nordean eli pohjoismaisen Nordea-konsernin pankkitoiminta on keskitetty Nordea Pankki Suomen konserniin. Sen tytäryhtiöitä ovat Nordea Bank Danmark, Nordea Bank Norge ja Nordea Bank Sverige.

Suomen rahoitusmarkkinoiden kannalta välitöntä mielenkiintoa olisi Nordea Pankki Suomen (NPS) toiminnalla ilman ulkomaisia sivukonttoreita ja tytärpankkeja. Näitä olisivat MFI-luokittelukoodinumeron (Monetary and Financial Institutions) 202 mukaiset tiedot. Näitä tietoja ei kuitenkaan julkaista, joten karkean kuvan hahmottelemiseksi Nordea Pankin Suomen toiminnoista, täytyy käyttää epäsuoraa lähestymistä[3].

Pulmana tämänkaltaisissa karkeissakin arvioissa on se, että niihin sisältyy paljon arvostuksenvaraisia eriä sekä konsernin sisäisiä siirtoja ym. Arviot voivat siten sisältää mm. kaksinkertaista laskentaa ja eri maissa eri perustein tehtyjä arvostuksia. Myöskään mahdollinen luototus, jonka tytärpankki suuntaa Suomeen (ja päinvastoin Suomesta muualle), ei tule otetuksi huomioon Suomen rahoitusmarkkinoiden tarkastelussa.

Myös mikrotason juridisinstitutionaalisen pankkivalvonnan kannalta Nordea-konserni on erityisen haasteellinen. Nordea Pankki Suomen pääasiallinen valvoja on Suomen Rahoitustarkastus, joka siis tältä osin vastaa myös kolmen Pohjoismaan tytärpankin valvonnasta. Ruotsiin rekisteröidyn koko Nordean valvonnasta vastaa puolestaan Ruotsin rahoitustarkastusviranomainen (Finansinspektionen), jolla siis on myös kotiviranomaisvastuu kaikissa maissa konsernin sisällä harjoitettavasta toiminnasta. Tässä tilanteessa pohjoismaiset valvontaviranomaiset ovatkin neuvotelleet ja sopineet keskinäisestä yhteistyöstä.

---

[3] Kolmea eri tapaa voidaan yrittää käyttää esim. NPS:n Suomen taseen suuruuden arvioimiseen. 1) Esimerkiksi NPS:n konsernitason tiedoista vähennetään kunkin kolmen muun pohjoismaisen tytärpankin osalta julkaistavat tiedot. Tuloksena saadaan Nordean talletuspankkikonsernitaseen Suomen osuudeksi runsaat 45 miljardia euroa. Pulmana tässä on, että konsernin sisäisiä eriä, esim. sitä, miten paljon suomalaisen emopankin rooli tuo mukanaan koko konsernirahoituksen hankintaa, ei tiedetä. 2) Toisaalta olisi mahdollista myös käyttää NPS:stä julkaistavia lukuja, jotka sisältävät Suomessa toimivan emopankin ja ulkomaisten sivukonttoreiden tiedot. Kun esim. taseen luvuista vähennetään saamiset luottolaitoksilta ja osakkeet ja osuudet samaan konserniin kuuluvista yrityksistä, niin taseen Suomen osuudeksi saadaan noin 45 miljardia euroa. Pulmana tässä on, että entisten Meritan sivukonttoreiden lisäksi NPS:n emotoimintojen piiriin on siirretty myös kaikkien kolmen pohjoismaisen tytäryhtiön ulkomaiset sivukonttorit. 3) Oletetaan, että NPS:n taserakenne vastaa liikepankeille tyypillistä taserakennetta siten, että pankin myöntämät luotot (22,5 miljardia euroa) ovat noin puolet taseesta, jolloin taseen Suomen osuudeksi saadaan noin 45 miljardia euroa.

Monimutkaisuutta lisää myös se, että Nordea-konsernin toimialana on pankkitoiminnan lisäksi vakuutus, ja tällaisten finanssikonglomeraattien valvonta on järjestetty maittain eri tavoin.

Myös Sampo-konsernin toiminta-alueiden erittelyssä on verrattain suuria hankaluuksia. Sampo-konserni perustettiin vuonna 2000 luottolaitoskonserni Leonian ja Vakuutusyhtiö Sammon yhdistyttyä. Sampo jakautui vuonna 2001 kolmeen juridiseen yksikköön: Sampo Pankki, Sampo Luotot (vienti- ja projektirahoitus ja suuryritysasiakkaat) ja Sampo Liikekiinteistöt. Vuonna 2001 Sampo luovutti vahinkovakuutustoimintansa pohjoismaiselle If-konsernille, osittain Ifiltä saamiaan osakkeita vastaan.

Vaikka Sampo onkin nk. finanssikonglomeraatti, se on vielä – ainakin toistaiseksi – hieman selväpiirteisempi kuin Nordea. Sampo Pankin tasetiedot on saatavissa julkaistuina sekä emopankin[4] että talletuspankkikonsernin tasolla. Siltikin kysymyksiä herättää konsernin sisäisten siirtojen tms. järjestelyjen vaikutus tarkasteltaviin lukuihin. Valvonnassa vaikuttaa uusi, joulukuussa 2001 hyväksytty finanssikonglomeraattilaki (joka perustuu Euroopan komission direktiiviehdotukseen), jossa taseiden ja pääomavaatimusten perusteella määritellään rahoitus- ja vakuutustoimintaa harjoittavan konsernin päävalvontavastuu joko Rahoitustarkastukselle tai Vakuutusvalvontavirastolle (tarkemmin tämän teoksen valvontaa käsittelevässä luvussa 6). Tämän mukaisesti Sammon päävalvontavastuu on nykyisin Rahoitustarkastuksella.

Osuuspankkiryhmässä suurimmat muutokset osuivat vuoden 1997 uudelleenjärjestelyjen yhteyteen, kun myös paikallisosuuspankit irtautuivat omaksi ryhmäkseen. Viime vuosina ryhmässä ei ole toteutettu suuria muutoksia ja ryhmän kasvu on ollut orgaanista. Ryhmä on lisännyt aktiivisuuttaan mm. pääkaupunkiseudulla. Muiden pankkiryhmien tavoin OP-ryhmäkin on pyrkinyt tiivistämään yhteistyötään vakuutussektorin suuntaan.

Kaiken kaikkiaan Suomen talletuspankkimarkkinat ovat rakenteeltaan tällä hetkellä varsin keskittyneet: Suomessa toimii suurimpana pankkina Nordea ja lisäksi markkinoilla on iso pankkikonserni osana finanssitavarataloa sekä yksi iso pankkiryhmä. Näiden merkitys on erittäin suuri kaikessa rahoitustoiminnassa. Suuntaa antaa se, että Nordea-konsernin markkinaosuus talletuspankkien yritysluotoista on 45 % ja kotitalouksien luotoista 31 %. Osuuspankkiryhmän markkinaosuus on tällä hetkellä noin 32 % luotoissa ja talletuksissa. Sampo-konsernin markkinaosuus talletuksista ja luotoista on 13–14 %. Mui-

[4] Sisältää ulkomaiset sivukonttorit.

den pankkien markkinaosuudet ovat oleellisesti pienempiä, mutta nämä pankit ovat pystyneet kasvamaan osin markkinoita nopeammin 2000-luvun alkupuolella.

Talven ja kevään 2002 aikana rahoitusalalla on tehty päätöksiä perustaa uusia talletuspankkeja (mm. Tapiola ja Hypoteekkiyhdistys). Tulevina vuosina nämä uudet pankit tavoittelevat merkittäviä markkinaosuuksia. Uusien pankkien perustaminen on merkki siitä, että rahoituspalveluille katsotaan löytyvän kasvavaa kysyntää ja että yhdentyvillä rahoitusmarkkinoilla markkinarakenteet muuttuvat nopeastikin uusien toimijoiden myötä. Voi pitää käytännössä varmana, että markkinoiden rakenteet muuttuvat vastedeskin merkittävästi.

Muut luotto- ja rahoituslaitokset

Rahoitusyhtiöt

Rahoitusyhtiöiden toiminta eroaa talletuspankkien toiminnasta siinä, etteivät rahoitusyhtiöt ota vastaan yleisön talletuksia, vaan hankkivat varansa markkinoilta sekä samaan konserniin kuuluvasta talletuspankista. Rahoitusyhtiöiden toimintaa sääntelee luottolaitoslaki. Rahoitusyhtiöiden tarjoamia rahoitustuotteita ovat

- leasing
- investointirahoitus
- factoring
- osamaksukaupan rahoitus
- kulutusluotot.

Taulukossa 2 on esitetty pankkisidonnaiset rahoitusyhtiöt vuoden 2001 lopussa. Näiden rahoitusyhtiöiden kehitys on 1990-luvun jälkipuoliskolla ollut sidoksissa yhtiöt omistavien pankkien rakenteiden muutoksiin ja kehitykseen. Vuoden 1996 jälkeen Meritan kaksi silloista rahoitusyhtiötä ovat yhdistyneet Nordea Rahoitus Suomi -nimiseksi yhtiöksi. Osuuspankkien omia (Tampereen seutu sekä Turku) rahoitusyhtiöitä ei myöskään enää ole olemassa.

Suurin muutos on ollut Sampo-konsernin rahoitusyhtiöissä. Viime vuosikymmenen puolivälin jälkeen Postipankin kahdessa silloisessa rahoitusyhtiössä on tehty muutoksia Sampo-konsernin sisällä. Sampo Luotot syntyi lokakuussa 2001, kun Sampo Pankki jaettiin kolmeksi yhtiöksi. Sampo Luotot harjoittaa vienti- ja projektirahoitusta ja palvelee suuryritysasiakkaita. Postipankin aikainen MB Yritysrahoitus on

muuttunut Sampo MB Group -nimiseksi ja on nykyään pääomasijoitusyhtiö (lähemmin luvussa 3.4).

Taulukko 2. **Pankkien rahoitusyhtiöt 31.12.2001, milj. euroa**

	Tase	Oma pääoma	Rahoituskate	Liikevoitto	Omistus
Sampo Luotot[5]	4 671	657	11	10	Sampo
Nordea Rahoitus Suomi	4 006	239	130	74	Nordea-Merita
OP-Rahoitus	1 221	55	20	10	OKO
Sampo Rahoitus	835	57	11	6	Sampo
Handelsbanken Rahoitus	512	240	25	18	Handelsbanken

Lähde: Patentti- ja rekisterihallituksen kaupparekisteri.

Huhtikuussa 2002 ilmoitettiin, että OP-Rahoitus yhdistetään emoyhtiöönsä OKO Osuuspankkien Keskuspankkiin, jossa jatkaa yrityspankkiliiketoiminnassa omana osastonaan. Järjestelyllä ilmoitettiin pyrittävän toiminnan tehostamiseen.

Pankkiryhmittymien lisäksi myös maahantuojilla ja kauppaketjuilla on usein omia rahoitusyhtiöitä.

Kiinnitysluottolaitokset

Suomen kiinnitysluottolaitokset muodostuvat kolmesta kiinnitysluottopankista sekä Suomen Hypoteekkiyhdistyksestä (taulukko 3). Uusin tulokas on Aktia Hypoteksbank, joka sai toimiluvan marraskuussa 2001. Kiinnitysluottopankit kuuluvat talletuspankkikonserneihin.

Kiinnitysluottolaitosten toiminta perustuu markkinoilta hankittaviin varoihin, joita laitokset välittävät edelleen. Toiminta on Suomessa ollut monesta muusta maasta poiketen vähämerkityksistä. Vuonna 2000 voimaan tullut uusi kiinnitysluottopankkilaki on parantanut näiden laitosten toimintaedellytyksiä. Kiinnitysluottopankki voi lain mukaan yksinoikeudella hankkia varoja joukkolainoilla, joilla on asunto- tai kiinteistövakuus tai julkisyhteisön takaus tai saaminen tällaiselta julkisyhteisöltä. Hypoteekkiyhdistys toimii oman erillisen lain puitteissa.

[5] Tilikausi 1.11.–31.12.2001.

Taulukko 3. **Kiinnitysluottolaitokset 31.12.2001, milj. euroa**

	Tase	Oma pääoma	Rahoituskate	Liikevoitto	Omistus
Suomen Hypoteekkiyhdistys	336	38	4	3,0	Jäsenistö
Suomen Asuntoluottopankki	51	6	0,6	0,1	Sampo
OP-Asuntoluottopankki	49	19	0,7	0,3	OPK
Aktia Hypoteksbank[6]	6	6	0,02	0,00	Aktia

Lähde: Patentti- ja rekisterihallituksen kaupparekisteri.

Luottokorttiyhtiöt

Luotto- ja maksukorttitoimintaa (taulukko 4) hoitavat yhtiöt luotottavat kortin haltijaa eli asiakasta etukäteen sovittujen luottorajojen mukaan, ja asiakas päättää, kuinka paljon luottoa hän käyttää. Kortin haltija maksaa useimmiten tietyn luottorajan mukaan määräytyvän vuosimaksun ja erikseen korkoa käyttämänsä luottomäärän mukaan. Lisäksi luottokorttiyhtiöt perivät yleensä tuotteiden tai palveluiden myyjiltä määrätyn osan korteilla maksettujen tuotteiden hinnasta.

Kansainvälinen yhteistyö on luottokorttiyhtiöissä yleistä, koska laaja alueellinen kelpoisuus on luottokorttien kannalta tärkeää.

Taulukko 4. **Luottokorttiyhtiöt 31.12.2001, milj. euroa**

	Tase	Oma pääoma	Rahoituskate	Liikevoitto	Omistus
Luottokunta	391	101	–3	12	Kauppa, pankkiyhtiöt
Sampo Kortti	104	12	9	5	Sampo
Diners Club Finland	50	9	0,6	4	Diners Club
Eurocard	47	8	–0,7	2	Kauppa, pankkiyhtiöt
K-luotto	34	6	1,6	1,2	Kesko

Lähde: Patentti- ja rekisterihallituksen kaupparekisteri.

Muita luottokortti- tai kulutusluottoja tarjoavia yhtiöitä on kansainvälisillä yhtiöillä tai kauppaliikkeillä. Näitä on mm. GE Capital ja Independent-rahoitus.

[6] Tilikausi 16.11.–31.12.2001.

Julkiset eritysluottolaitokset

Julkisen vallan omistamat erityisluottolaitokset (taulukko 5) täydentävät markkinoita ja ottavat kannettavakseen sellaisia rahoitusriskiä, joita yksityiset rahoittajat eivät voi ottaa. Julkisilta luottolaitoksilta sekä eri tukielementeiltä edellytetään tästä syystä mahdollisimman täydellistä kilpailuneutraliutta.

Taulukko 5. **Erityisluottolaitoksia 31.12.2000, milj. euroa**

	Tase	Oma pääoma	Rahoitus-kate	Liike-voitto	Omistus
Finnvera	1 411	326	49	34	Valtio
Kuntarahoitus	3 769	36	6,5	1,8	Kunnat
Pohjoismaiden Investointipankki	15 024	1 440	147	133	Pohjoismaat
Vientiluotto	335	22	1,6	1,2	Valtio

Lähde: Yritysten tilinpäätöstiedot.

Vuoden 1999 alussa varsinaisen toimintansa aloittaneen Finnveran tehtävä on kehittää suomalaisten yritysten kotimaantoimintoja sekä edistää vientiä ja kansainvälistymistä. Lisäksi Finnvera on Suomen virallinen vientitakuulaitos. Yhtiön tytäryhtiö Fide hoitaa julkisesti tuettujen vientiluottojen korontasausta. Osakkuusyhtiö Finnfund puolestaan on pääomasijoitusyhtiö, joka edistää ja rahoittaa suomalaista yritystoimintaa tarjoamalla riskirahoitusta ja neuvontapalveluita (lähemmin luvussa 3.4).

Valtiovarainministeriön aloitteesta vuoden 2000 lopussa perustettiin uusi Suomen Vientiluotto -yhtiö. Yhtiön perustaminen uudelleen nähtiin vientikilpailusyistä välttämättömäksi, koska valtion omistama luotottaja on monissa tapauksissa vientiluottojen erityisedullisen verokohtelun ehtona. Samanniminen luottolaitos toimi valtion omistuksessa 1960-luvun alkupuolelta vuoteen 1998, jolloin se ja Postipankki fuusioitiin Leonia-konserniksi.

Vuonna 1975 perustettu Pohjoismaiden Investointipankki (Nordiska Investeringsbanken, NIB) rahoittaa pohjoismaisia projekteja (ei maantieteellisiä rajoituksia) pitkäaikaisin luotoin ja takauksin. Rahoituksensa se hankkii kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta.

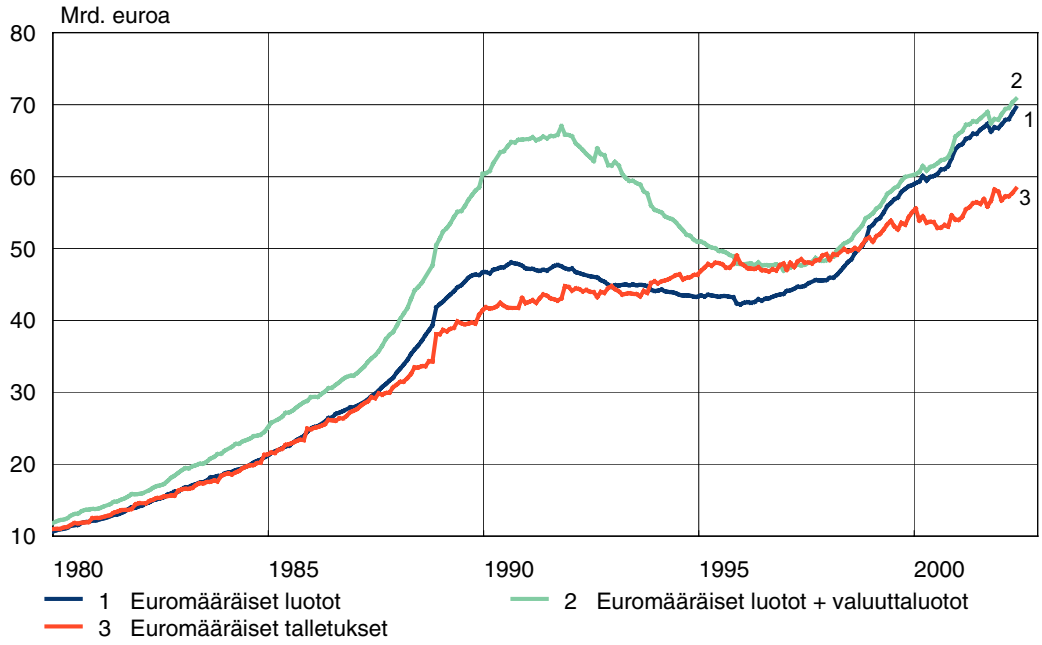
Muita, lähinnä erityyppisiä riskirahoituslaitoksia ovat mm. Tekes, Sitra, Suomen Teollisuussijoitus ja Kuntien takauskeskus (lähemmin luvussa 3.4). Lisäksi Suomessa toimii valtion asuntorahasto, ARA.

Sen tehtävänä on myöntää aravalainoja ja hyväksyä korkotukilainoja vuokra- ja asumisoikeusasuntojen rakentamiseen, peruskorjaamiseen ja hankintaan. ARA myös myöntää erilaisia asumisavustuksia sekä valvoo omistusasuntolainojen valtiontakausjärjestelmää.

3.1.2 Luottolaitoksien varainhankinta ja varojen sijoitus

Talletuspankkien otto- ja antolainauksen kehitykseen vaikuttavat kansantalouden suhdannevaiheet samoin kuin rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset. 1990-luvulla luottokanta pankeissa ensin väheni laman, luottotappioiden kirjausten sekä korkeiden korkojen ja heikon luotonkysynnän vuoksi. Vuodesta 1996 lähtien pankkien euromääräinen luottokanta on ollut koko ajan kasvussa. Pankkien talletuskanta on kehittynyt luottokantaa paljon vakaammin. Se on pitkällä aikavälillä kasvanut koko ajan (kuvio 2). Rahoitusmarkkinoiden kehittymisen myötä talletusten suhteellinen osuus esimerkiksi kotitalouksien finanssivarallisuudesta on vähentynyt, vaikka euromääräisesti talletukset ovat lisääntyneet.

Kuvio 2. **Talletuspankkien luotot ja talletukset 1980–6/2002**



Vuoteen 1998 saakka markkamääräiset luotot ja talletukset.
Lähde: Suomen Pankki.

Talletuspankkien varainhankinta

Talletuspankkien keräämillä yleisön talletuksilla on rahoituksenvälityksessä keskeinen rooli. Talletuspankkien toiminnan perustana on edelleen pitkälle se, että ne keräävät yleisöltä keskimäärin pieniä ja lyhytaikaisia talletuksia, joita muunnetaan pitempiaikaisiksi ja keskimäärin suuremmiksi luotoiksi. Tätä kutsutaan maturiteettitransformaatioksi. Se on nimenomaan pankeille tyypillistä toimintaa. Kesäkuun 2002 lopussa yleisön talletukset talletuspankeissa olivat 58,3 miljardia euroa, mikä vastaa noin 43:ta prosenttia bruttokansantuotteesta. Vuoden 2002 alkupuolella talletuspankkien kotitalouksien talletukset per asukas Suomessa olivat runsaat 8 100 euroa.

Yleisön talletukset ovat luonteeltaan enimmäkseen hyvin likvidejä, eli ne ovat tarvittaessa muutettaviksi käteiseksi varsin nopeasti. Lisäksi talletusten nimellisarvo ei laske ajan myötä, vaikka talletuksille maksettava korko olisikin alhainen tai reaalisesti negatiivinen verrattuna muihin säästämismuotoihin.

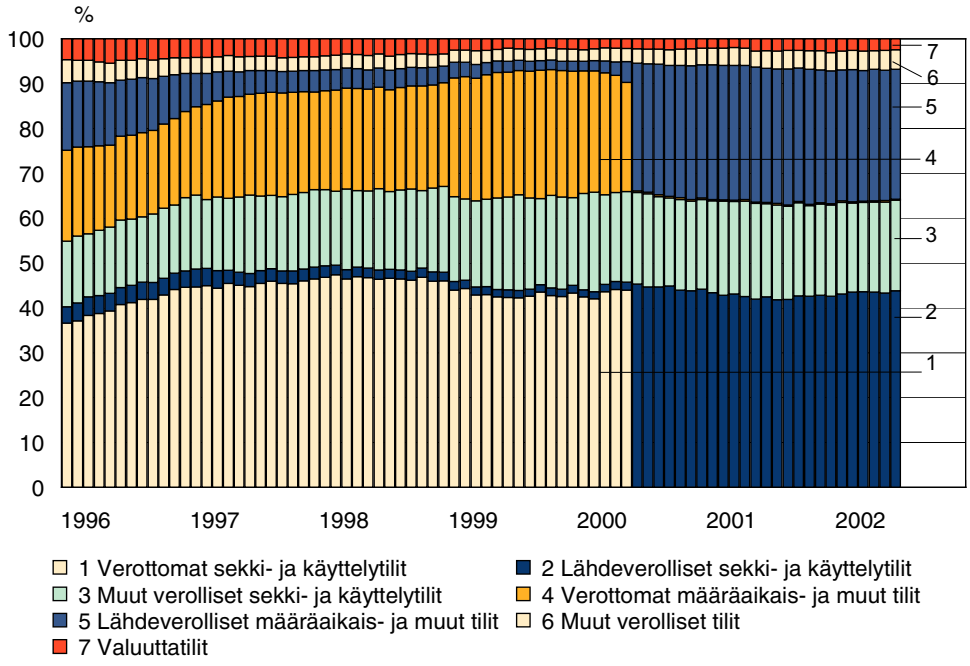
Likvidiys ja nimellisarvon säilyvyyteen liittyvä turvallisuudentunne selittävät pitkälle sen, miksi tavalliset sekki-, käyttely- ja määräaikaistalletustilit ovat säilyttäneet yleisön keskuudessa suosionsa varsin hyvin muihin säästämismuotoihin, kuten osakkeisiin, sijoitusrahastoihin, joukkovelkakirjoihin ja vapaaehtoiseen eläkesäästämiseen verrattuna.

Talletuskorkojen verokohtelu muuttui Suomessa kesästä 2000 alkaen niin, että kaikki korkotulot muuttuivat lähdeveron alaisiksi pääomatuloiksi ja vanhat talletuksiin liittyneet verottomuudet loppuivat. Muutos oli perusteltu eri säästämismuotojen neutraalin kohtelun ja kilpailun näkökulmasta. Korkotulojen verottomuuden loppumisella ei ollut lyhyellä aikavälillä suurta vaikutusta yleisön talletuskäyttäytymiseen tai pankkien varainhankintaan. Pankkien varainhankinnan kustannukset eli yleisölle maksettavat korot eivät nopeasti nousseet, eikä suuria siirtymiä talletuksista kohti muita sijoitusmuotoja ilmennyt (kuvio 3). Talletuskertymään vaikutti vuosien 1999–2001 aikana myös pörssiarvojen kehittyminen: kurssien noustessa nopeasti talletuskannan kasvu hidastui ja varat siirtyivät muihin sijoitusmuotoihin, erityisesti osakkeisiin ja sijoitusrahastoihin. Kesästä 2000 lähtien talletuskannan kasvua on tukenut pörssikurssien alentuminen. Samoin korkotason aleneminen vuonna 2001 lisäsi talletuskannan kasvua, koska talletuksille maksettavat korot olivat lähellä vaihtoehtoisten sijoitusmuotojen korkoja.

Sektoreittain tarkasteltuna (kuvio 4) kotitalouksien talletukset muodostavat kolme neljäsosaa pankkien talletuksista. Yritysten osuus

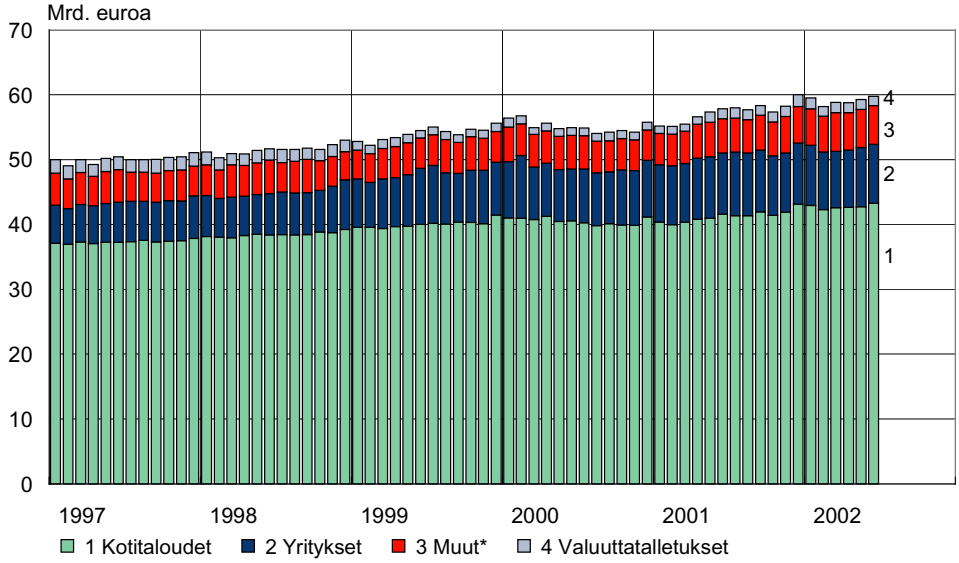
talletuksista on noin 16 %. Muiden sektoreiden merkitys talletusten kokonaiskertymässä on vähäisempi, yhteensä noin 9 %.

Kuvio 3. **Suomalaisten pankkien talletuskanta verokohtelun mukaan vuosina 1996–2002**



Talletusten verokohtelu muuttui 1.6.2000.
Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 4. **Yleisön euromääräiset talletukset pankeissa sektoreittain vuosina 1997–2002**



*Rahoitus- ja vakuutuslaitokset (pl. pankit), julkisyhteisöt (pl. valtio), asuntoyhteisöt sekä voittoa tavoittelemattomat kotitalouksia palvelevat yhteisöt.
Lähde: Suomen Pankki.

Suomalaisten ikääntyessä ja keskimäärin jatkuvasti vaurastuessa tavallisen kotitalouden taloudellinen käyttäytyminen todennäköisesti muuttuu. Tällä seikalla on tulevaisuudessa suuria vaikutuksia pankkien varainhankinnan rakenteeseen, riittävyyteen ja kustannuksiin. Perinteisille talletuksille haetaan entistä enemmän muita, parempituottoisia vaihtoehtoja. Jokaisen tavallisen talletuspankin palveluvalikoimaan kuuluvat nykyään sijoitusrahastopalvelut. Asiakas voi sijoittaa varojaan esimerkiksi sijoitusrahastoihin tai joukkovelkakirjoihin pankin kautta.

Talletuspankit ovat aina hankkineet varoja myös muuten kuin talletuksina. Pankit voivat osallistua pankkien ja yritysten välisille rahamarkkinoille laskemalla liikkeeseen maturiteetiltaan alle vuoden pituisia sijoitustodistuksia. Lisäksi talletuspankeillekin tärkeä varainhankinnan keino ovat joukkovelkakirjat. Euroalueen muodostuminen on laajentanut ja yhdenmukaistanut joukkovelkakirjamarkkinoita ja siten lisännyt pankkien varainhankintamahdollisuuksia. Näiden muiden varainhankintakeinojen kuin perinteisten talletusten merkitys kasvaa tulevaisuudessa.

Luottomarkkinoiden rakenne

Luotto- ja vakuutuslaitokset luotottavat Suomessa valtaosan kotitalouksien ja yritysten velasta. Suomessa kotitalouksien asuntorahoitus on keskittynyt edelleen valtaosaltaan suoraan talletuspankeille, vaikka kiinnitysluottolaki mahdollistaa kiinnitysluottopankin harjoittaman asuntoluototuksen samaan tapaan kuin monessa Euroopan maassa jo vuosikymmenet. Myös yritysluototus on Suomessa ollut perinteisesti suurelta osin epäsuoraa ja varsin keskittynyttä talletuspankkikonserneihin (kuvio 5).

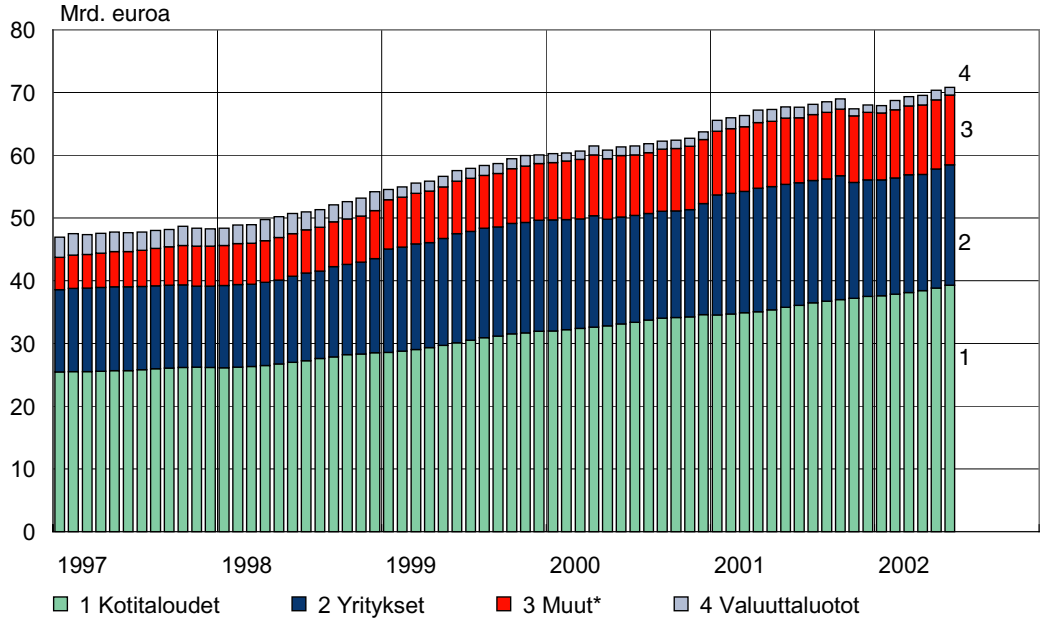
Kotitalouksien luottokannasta lähes kolme neljäsosaa muodostuu asuntoluotoista. Kesäkuun lopussa 2002 pankkien asuntoluottokanta oli 28,8 miljardia euroa, ja kanta on kasvanut viime vuosina nopeaa vauhtia, vuonna 2001 noin 11,5 %. Kotitalouksien luotonottohalukkuutta ovat pitäneet yllä aiempaa alempi ja vakaa korkotaso sekä usko oman kotitalouden tulojen vakauteen tulevaisuudessa. Lisäksi Suomen sisäinen voimakas muuttoliike pitää osaltaan yllä asuntoluottojen kysyntää. Asuntoluottokannan nopea kasvu viime vuosina kuvastaa myös keskimääräisen luottoajan pitenemistä. Loppuosa kotitalouksien luottokannasta muodostuu opintolainoista (noin 1,5 miljardia euroa), talletuspankkien kautta otetuista kulutusluotoista (noin 3,2 miljardia euroa) sekä elinkeinoa harjoittavien kotitalouksien luotoista (noin 5,8

miljardia euroa). Näiden luottojen määrä on ollut hyvin vakaa viime vuosina.

Yritysten luottotarpeita hoitavat talletuspankkien lisäksi monet muutkin luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt. Vuoden 2002 alkupuolella talletuspankkien yritysluottokanta oli noin 18,5 miljardia euroa, mikä vastaa arviolta kahta kolmasosaa kaikista yritysten ottamista luotoista Suomessa. Rahoitusyhtiöillä on myös merkittävää yritysluototusta. Monet rahoitusyhtiöt kuuluvat omana osanaan pankkikonserniin. Ulkomaiset Suomessa toimintaansa laajentaneet pankit ovat juuri yritysrahoituksessa kasvattaneet merkitystään viime vuosina (kuvio 6).

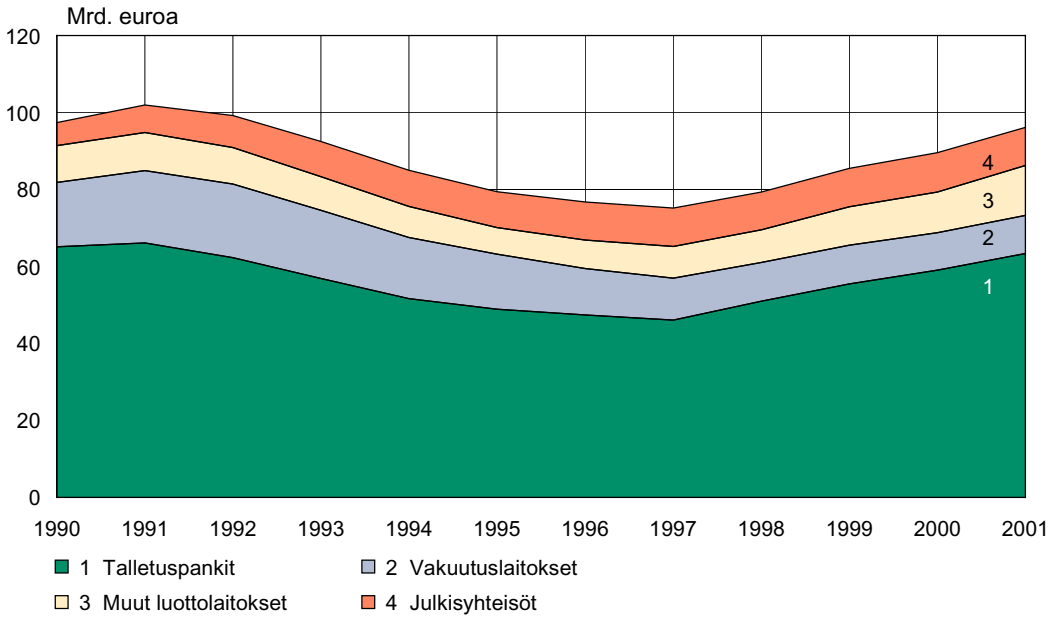
Yritysluottojen kysyntään vaikuttavat luonnollisesti eniten yritysten tulevaisuudennäkymät, tarvittavat investoinnit sekä oman tulorahoituksen määrä. Lisäksi kansainvälisen rahoituksen hankkiminen on varsinkin suurille yrityksille ollut arkipäivää jo pitkään. Pankit ja muut yritysrahoituksen välittäjät tarjoavat palveluitaan yritysrahoituksessa monipuolisen neuvonnan ja esimerkiksi monen pankin yhdessä järjestämän niin sanotun syndikoidun luoton muodossa.

Kuvio 5. **Pankkien euromääräinen antolainaus yleisölle sektoreittain vuosina 1997–2002**



*Rahoitus- ja vakuutuslaitokset (pl. pankit), julkisyhteisöt (pl. valtio), asuntoyhteisöt sekä voittoa tavoittelemattomat kotitalouksia palvelevat yhteisöt.
Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 6. **Kotimaiselle yleisölle myönnettyjen luottojen kanta vuosina 1990–2001**

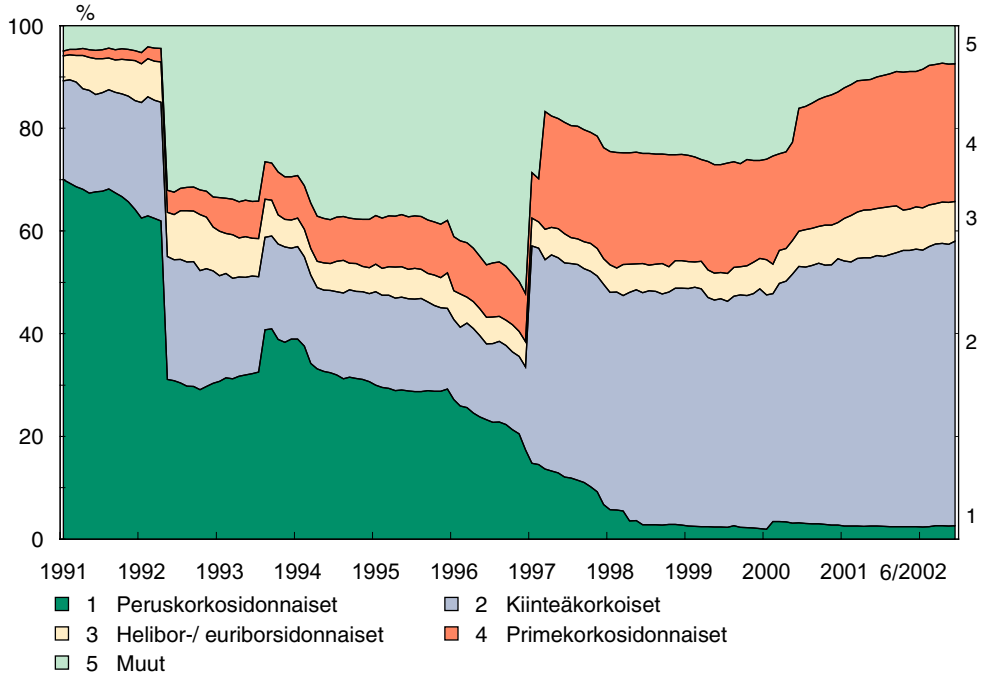


Lähde: Tilastokeskus.

Luotonannon ja talletusten korkosidonnaisuudet

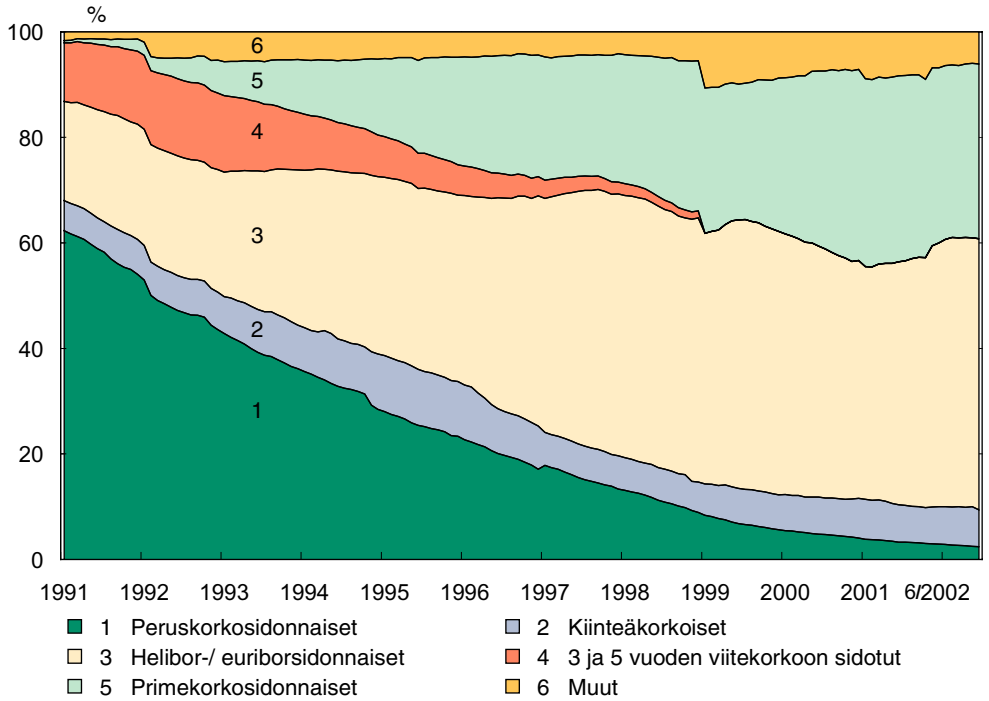
Talletuksille maksettavat ja luotoissa käytettävät korot ja korkojen muutokset sidotaan usein johonkin muuhun korkoon eli niin sanottuun viitekorkoon. Viitekorkoja voi olla nykyään hyvin erilaisia asiakkaan ja pankin välisen asiakassuhteen mukaan. Yleisesti käytetään euribor-korkoja viitekorkoina. Toinen yleinen viitekorko ovat pankkien omat primekorot. Talletuksia otetaan vastaan ja luottoja myönnetään myös suoraan kiinteillä koroilla, jolloin talletuksen tai luoton korko ei muutu ollenkaan ajan myötä.

Kuvio 7. **Talletuspankkien eurotalletuskannan korkosidonnaisuudet vuosina 1991–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 8. **Talletuspankkien euroluottokannan korkosidonnaisuudet vuosina 1991–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Viime vuosina kiinteät ja primesidonnaiset talletuskorot ovat olleet yleisimmät viitekorot. Suuri osa näistä talletuksista on tavallisia yleisön käyttelytilejä. Luottokoroista puolestaan valtaosa on sidottu euriborkorkoihin ja primekorkoihin (kuviot 7 ja 8).

Olennaista on, että integroituneilla rahoitusmarkkinoilla asiakkailla on paljon valinnanvaraa korkosidonnaisuuksien suhteen sekä talletus- että luottopalveluissa. Aikaisemmin anto- ja ottolainauksessa keskeinen peruskorko menetti 1990-luvun aikana merkityksensä luottojen ja talletusten viitekorkona. Peruskoron ongelma luottojen ja talletusten viitekorkona oli sen jäykkyys ja irrallisuus markkinakoroista ja niiden muutoksista.

Korot ja korkomarginaali

Korkomarginaalilla tarkoitetaan suppeasti määriteltynä pankin perimän luottokoron ja talletuksille maksaman koron välistä erotusta, ja se ilmaistaan prosenttiyksikköinä. Korkomarginaali voidaan käytännössä laskea monella eri tavalla: hieman laveammin käsitettynä korkomarginaali tarkoittaa esimerkiksi pankin koko varainhankinnan tuottoa pankin tekemistä sijoituksista yleisön luottoihin ja muihin kohteisiin rahoitusmarkkinoilla. Kolmas tapa määritellä korkomarginaali on määritellä se marginaaliksi, joka pankille jää, kun varainhankinnan hinta on suoraan markkinakorkotaso (esimerkiksi 3 kuukauden euribor) ja pankki myöntää luoton, johon on suoraan laskettu marginaali markkinakorkotason päälle. Asiakkaalle luoton hinta on silloin markkinakorko plus pankin marginaali (ilman toimitusmaksuja ja provisioita).

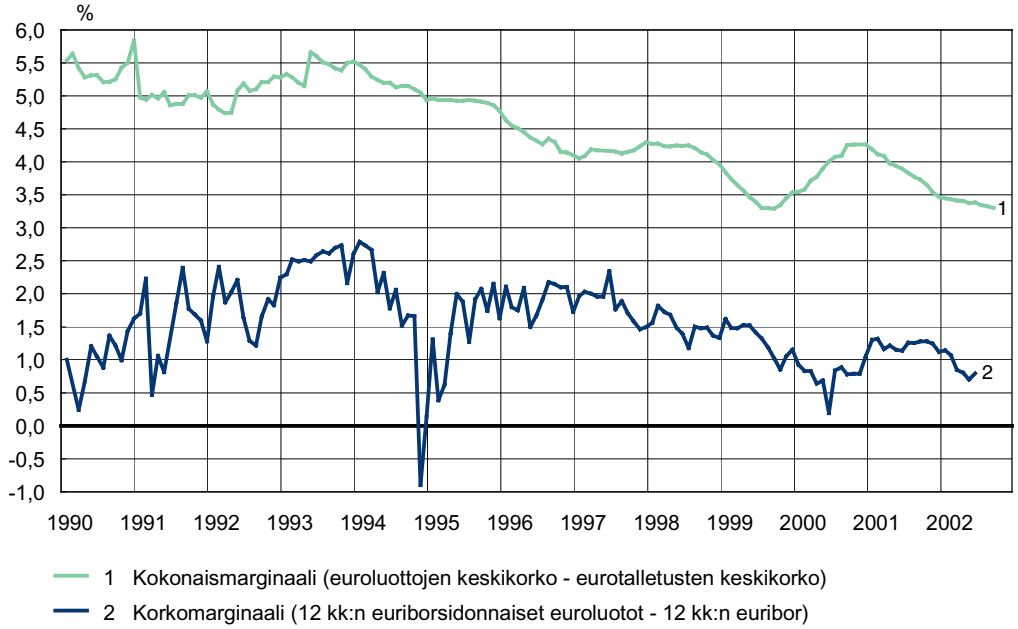
Talletuspankkien korkomarginaali muuttuu ajan myötä. Tärkeimpiä syitä muutokseen ovat markkinakorkojen, luottojen kysynnän ja korkosidonnaisuuksien muutokset sekä pankkien hintakilpailun luonteen muuttuminen.

Tavallisin tapa tarkastella korkomarginaalia on laskea se koko luotto- ja talletuskannan keskikorkojen erona. Euron käyttöönotosta eli vuoden 1999 alusta lähtien talletuspankkien korkomarginaali ensin kapeni, sitten leveni vuoden 1999 syksystä alkaen, kunnes korkomarginaali alkoi uudestaan kaventua vuoden 2001 alusta lukien. Vuonna 2002 korkomarginaali on ollut tasolla 3,4 %.

Kun korkomarginaalia tarkastellaan uusien euriboriin sidottujen luottojen ja vastaavan euriborkoron erotuksena, nähdään, että korkomarginaali on muuttunut hieman eri tahtiin. Korkomarginaali kapeni puolentoista vuoden ajan vuoden 2000 puoliväliin, mistä lähtien se

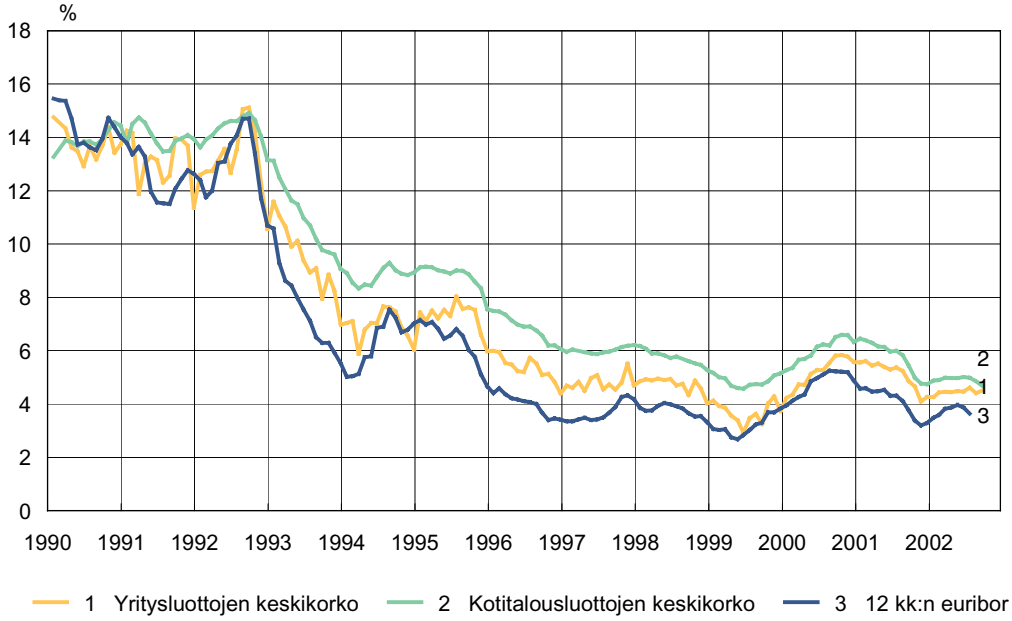
nopeasti uudestaan leveni vuoden 2001 alkuun saakka ja on ollut sen jälkeen suhteellisen vakaa (kuviot 9 ja 10).

Kuvio 9. **Korkomarginaaleja vuosina 1990–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 10. **Talletuspankkien uusien euroluottojen keskikorkoja ja 12 kuukauden euribor vuosina 1990–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Korkomarginaalit ovat muuttuneet pääosin markkinakorkojen laskun ja nousun tahdissa, koska uusien kotitalous- ja yritysluotojen korot seuraavat nopeasti markkinakorkotason muutoksia. Esimerkiksi kesän 1999 ja vuoden 2000 lopun välisenä aikana uusien luottojen keskikorko nousi noin 2,5 prosenttiyksikköä samoin kuin markkinakorkokin. Talvella 2002 uusien luottojen korot ovat kääntyneet taas nousuun markkinakorkojen nousun myötä. Talletuskantojen korkotaso on kehittynyt paljon vakaammin. Vuoden 1999 alussa koko euromääräisen talletuskannan keskikorko oli 1,31 %, kahta vuotta myöhemmin 1,95 % ja kesällä 2002 se oli 1,51 %.

Taulukko 6. **Korkosidonnaisuudet talletuspankeissa 30.6.2002**

	Talletuskanta, milj. euroa	Talletuskannan keskikorko, %	Luottokanta, milj. euroa	Luottokannan keskikorko, %	Erotus,* milj. euroa	Korkoero,** pros.yks.
Euriborsidonnaiset	4 533	2,42	35 757	4,72	31 224	2,30
Pankkikohtaisiin viite- ja primekorkoihin sidotut	15 629	1,27	23 070	5,26	7 441	3,99
Kiinteäkorkoiset	32 320	1,47	4 847	4,75	-27 473	3,28
Peruskorkoiset	1 520	0,84	1 684	4,84	165	4,00
Muut	4 324	1,96	4 240	4,63	-84	2,67
Yhteensä	**58 325**	**1,51**	**69 598**	**4,90**	**11 273**	**3,39**

* Erotus on laskettu vähentämällä luottojen määrästä talletusten määrä.
** Laskettu kunkin korkosidonnaisuuden luottojen ja talletusten keskikorkojen erotuksena.
Lähde: Rahoitusmarkkinat -tilastokatsaus.

Tarkasteltaessa pankkien luotto- ja talletuskantojen marginaalin koostumista korkosidonnaisuuksittain yhden kuukauden lopussa havaitaan, että suurimmat erot talletusten ja luottojen määrissä ovat euriborsidonnaisissa ja kiinteäkorkoisissa talletuksissa ja luotoissa. Korkosidonnaisuuksien hallinta sekä luotoissa ja talletuksissa että keskikoroissa muodostaa oleellisen osan kaikkien talletuspankkien riskienhallintaa nykypäivänä. Mitä enemmän luottoja on suhteessa talletuksiin, sitä enemmän pankit joutuvat muulla varainhankinnalla korvaamaan talletuksia luottojen rahoituksessa (taulukko 6).

3.1.3 Luottolaitoksien tuloksen muodostuminen

Pankit ja muut rahoituslaitokset toimivat Suomessa nyt paljon tehokkaammin kuin viisi tai kymmenen vuotta sitten. Luottotappiot ovat olleet viimeisen kahden kolmen vuoden aikana minimaalisen pieniä. Hyvästä tulos- ja kannattavuuskehityksestä huolimatta pankit joutuvat koko ajan tavoittelemaan entistä parempaa toiminnan tehokkuutta kil-

pailun vuoksi. Toiminnan tehostamistapoja, samoin kuin kilpailun keinojakin on monia.

Talletuspankkien tuloksenmuodostuksessa toiminnan jatkuvuuden ja vakauden kannalta tärkeintä on, että positiivinen tulos ja hyvä kannattavuus lisäävät pankin omia pääomia. Tätä kautta pankin vakavaraisuus yleensä parantuu. Tappiolliset tulokset ovat aina voimakas signaali pankkitoiminnassa, koska ne merkitsevät omien pääomien pienenemistä ja vakavaraisuuden heikkenemistä. Myös liian hyvä kannattavuus voi olla ongelmallista jatkuvuuden ja vakauden näkökulmasta. Erinomaisten pääoman tuottoprosenttien takana voi olla kasvanut riskinotto toiminnassa ja yksinkertaisesti euroissa mitaten pienet pääomat suhteessa toiminnan volyymiin ja alhainen vakavaraisuustaso.

Talletuspankkirakenteiden nopea ja suuri muutos Suomessa on merkinnyt kansallisten rahoitusmarkkinoiden lakkaamista siinäkin mielessä, että puhtaasti kotimaisia tuloslukuja ei voida enää luotettavasti laskea. Nordea-konserniin kuuluu alakonsernina pankki, jolla on merkittävää pankkitoimintaa neljässä Pohjoismaassa (kuten edellä luvussa 3.1.1 on kuvattu).

Tuotto- ja kulukehitys

Pankkien liiketoiminnastaan saamat tuotot voi jakaa kahteen osaan eli rahoituskatteeseen ja muihin tuottoihin. Rahoituskatteen muodostumiseen vaikuttaa oleellisesti liiketoiminnan laajuus: talletusten ja luottojen määrä sekä näissä käytettävät korot. Jos korkomarginaali on kapea, on rahoituskate pienempi kuin silloin kun samoilla luotto- ja talletuskannoilla korkomarginaali on leveä. Rahoituskate on nettosumma pankin luototuksesta ja muista sijoituksista saamien korkotuottojen sekä pankin talletuksista ja muusta varainhankinnasta maksamien korkokulujen välillä.

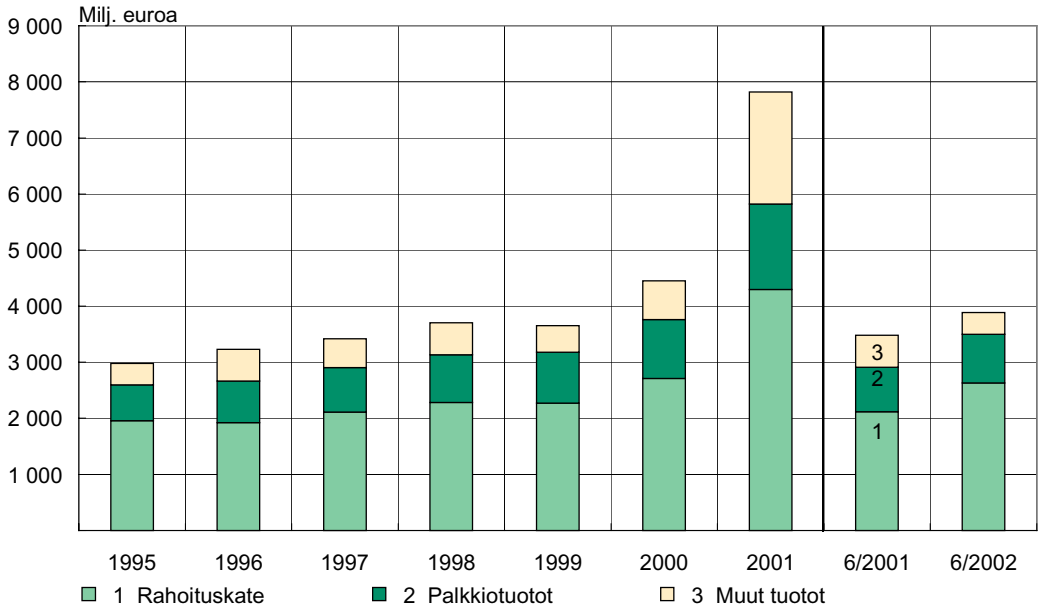
Talletuspankkien muut tuotot koostuvat monesta erästä. Eristä suurin on palkkiotuotot: pankkien perimät maksut palveluista, jotka liittyvät esimerkiksi antolainaukseen, maksuliikkeen hoitamiseen sekä sijoitusrahastojen myyntiin ja hallinnoimiseen. On huomattava, että sijoitusrahastoliiketoiminnassa itse sijoitusrahastot eivät ole varsinaisten pankkien taseissa, mutta pankit saavat tuottoja tästä toiminnasta. Pankkikonserneilla on tyypillisesti omat rahastojen hallintayhtiöt. Muita tuottoeriä ovat arvopaperi- ja valuuttatoiminnasta saatavat tuotot, osinkotuotot omistetuista osakkeista sekä loput tuottoerät, joista kiinteistöistä saatavat vuokra- ja muut tuotot ovat suurimmat.

Tuotoissa rahoituskatteen osuus on ollut jatkuvasti iso, eli pankkien tuottojen muodostuksen kannalta perinteinen talletuspankkitoiminta otto- ja antolainauksineen sekä korkomarginaaleineen on edelleen ratkaisevan tärkeää (kuvio 11). Tulevaisuudessa rahoituskatteen osuus tuotoista todennäköisesti pienenee neuvonta- ja varallisuudenhoitopalveluiden kasvun vuoksi. Jos ja kun nämä palvelut lisääntyvät pankeissa ja muissa rahoituslaitoksissa, ne lisäävät muita tuottoja.

Kuluista suurin erä ovat henkilöstöön liittyvät kulut eli palkat, palkkiot, sosiaaliturva- ja eläkemaksut. Ne muodostavat lähes puolet kaikista kuluista. Pankkien kulujen toinen puoli koostuu esimerkiksi ATK-, markkinointi-, toimisto-, tietoliikenne- ja kiinteistökuluista, palkkiokuluista sekä poistoista. Kulurakenne suurine henkilöstökuluineen kuvastaa, että pankkitoiminta on palvelutoimintaa. Lisäksi se merkitsee, että jos pankkien on tehostettava tai saneerattava toimintaansa, sitä ei merkittävästi voi tehdä puuttumatta henkilöstökuluihin.

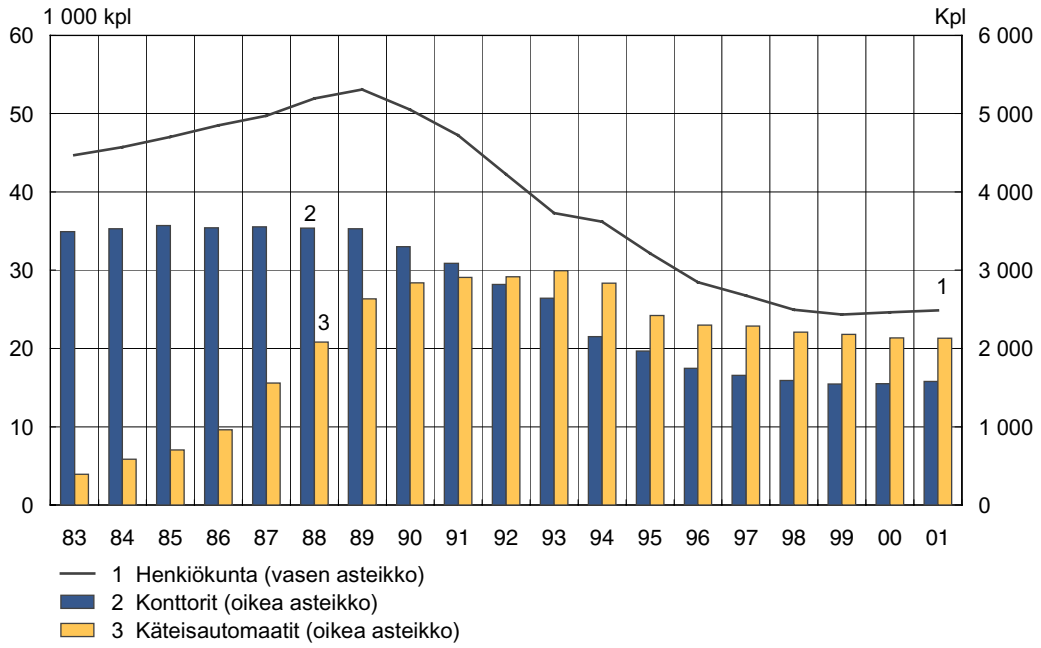
Suomessa konttoreiden ja henkilöstön lukumäärän kehitys on ollut hyvin rajua 1990-luvun alusta lähtien (kuvio 12). Missään muussa EU-maassa konttoreiden ja henkilöstön lukumäärällä mitattua rahoitustoiminnan fyysistä palvelukapasiteettia ei ole vähennetty niin voimallisesti kuin Suomessa 1990-luvun aikana. Tämä kertoo sekä kapasiteetin ylimitoituksesta 1980-luvulla että 1990-luvun alkupuolen pankkikriisin syvyydestä. Lisäksi fyysisen palvelukapasiteetin muutoksiin vaikuttavat luonnollisesti fuusiot ja asiakkaiden palveluiden käytön muutokset enenevässä määrin kohti itse- ja verkkopalveluita. Tätä asiakaskäyttäytymisen muutosta pankit ovat edistäneet hinnoittelun avulla. Viimeisen kahden vuoden aikana pankkien henkilöstön määrä on alkanut lievästi kasvaa Suomessa. Se kuvastaa osaltaan sitä, että rahoitustoimialalla on hyvien tuloksien myötä myös investoitu ja uudistettu toimintaa.

Kuvio 11. **Talletuspankkien tuottojen rakenne vuosina 1995–2002**



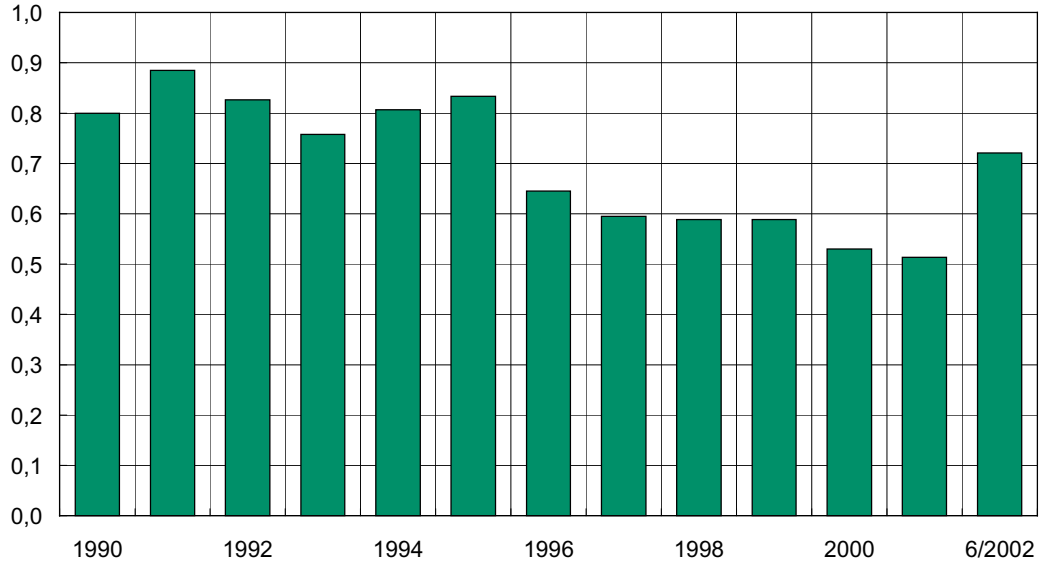
Vuosien 2001 ja 2002 luvut eivät ole vertailukelpoisia aikaisempien vuosien lukuihin.
Nordeasta mukana Nordea Suomi -konsernin tiedot.
Lähteet: Rahoitustarkastus ja Suomen Pankki.

Kuvio 12. **Pankkien henkilökunnan, konttoreiden ja käteisautomaattien lukumäärä vuosina 1983–2001**



Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

Kuvio 13. **Talletuspankkikonsernien kulujen ja tuottojen suhde vuosina 1990–2002**



Vuosien 2001 ja 2002 luvut eivät ole vertailukelpoisia aikaisempien vuosien lukuihin.
Lähteet: Rahoitustarkastus ja Suomen Pankki.

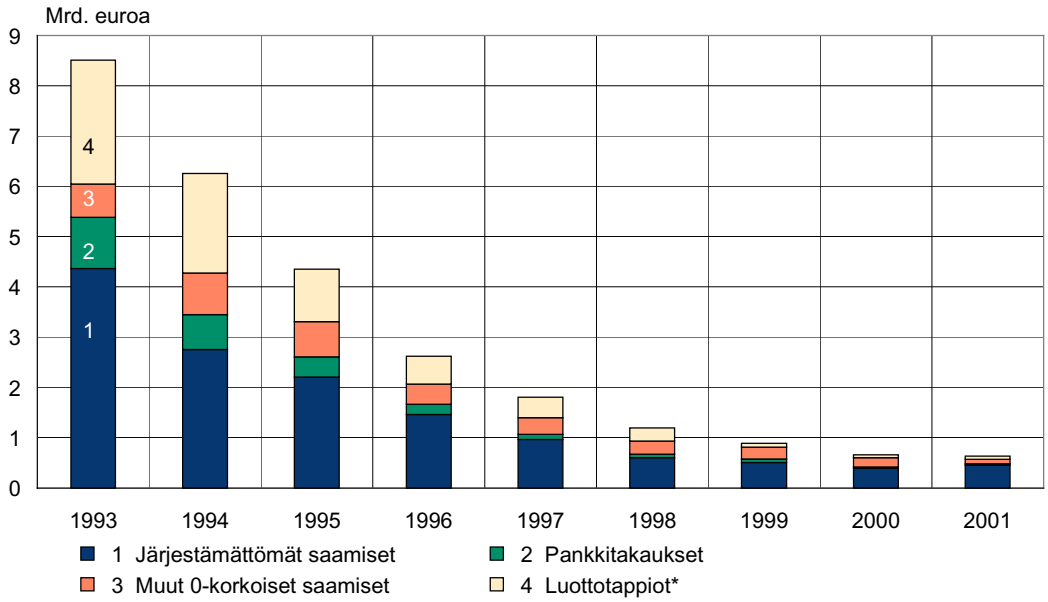
Yksi paljon käytetty tunnusluku pankkien kustannustehokkuuden kuvaamisessa on kulujen ja tuottojen keskinäinen suhde. Tunnuslukuun (kuten kaikkiin muihinkin tunnuslukuihin) liittyy paljon tulkinnallisia ongelmia, mutta kulujen ja tuottojen suhde on käytetty kustannustehokkuuden tason ja kehityksen kuvaaja. 1990-luku jakaantui Suomessa selkeästi kahteen jaksoon kustannustehokkuuden suhteen: vuosikymmenen alkupuolella pankkien kustannustehokkuus oli heikompi kuin vuosikymmenen loppupuolella. Vuonna 2000 pankkien kulujen ja tuottojen suhde oli hieman yli 50 %, eli jokaista kulujen euroa kohden pankit saivat lähes kaksi euroa tuottoja. Kehityksen takana on 1990-luvun loppupuolen vakaa tuottokehitys sekä pankkien tehostamistoimenpiteet. Tietotekniikan kehittyminen on osaltaan parantanut tehokkuutta. Osaksi vuosien 2000 ja 2001 hyvä kulujen ja tuottojen suhde selittyy poikkeuksellisen hyvällä tuottokehityksellä, johon vaikuttivat mm. saadut osingot ja osakkeiden myyntien luovutusvoitot. Vuoden 2002 alkupuolella kulujen ja tuottojen suhde pankeissa heikentyi (kuvio 13).

Järjestämättömät saamiset ja luottotappiot

Järjestämättömäksi saamiseksi määritellään luotto tai saaminen, jonka korot tai pääoman lyhennykset ovat olleet yli 90 päivää myöhässä. Lisäksi pankeilla on saamisia, joiden korko on nolla prosenttia. Nämä saamiset ovat asiakkailla, joilla on vaikeuksia hoitaa sitoumuksiaan pankkiin.

Järjestämättömien ja nollakorkoisten saamisten kehitys kertoo, onko pankin luottotappioriski kasvamassa vai vähenemässä. Luottotappioiksi kirjataan saamiset, joista pankki ei katso enää saavansa asiakkaalta suorituksia ja joissa luoton vakuutena ollut omaisuus ei riitä kattamaan alkuperäistä luottomäärää.

Kuvio 14. **Talletuspankkikonsernien järjestämättömät saamiset ja luottotappiot vuoden lopussa vuosina 1993–2001**



* Sisältää koko vuoden luottotappiokirjaukset.
Lähde: Rahoitustarkastus.

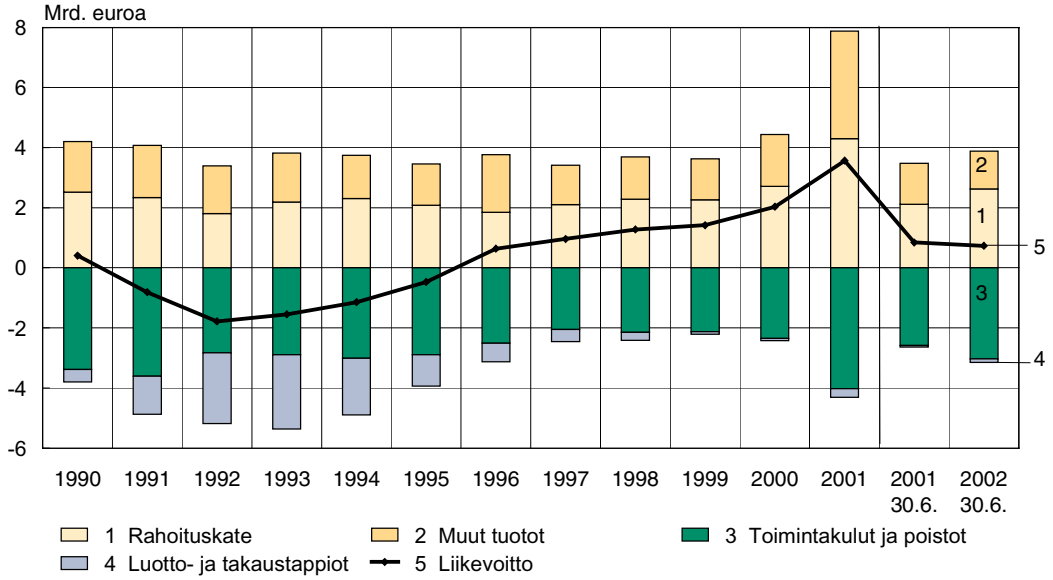
Järjestämättömien saamisten ja luottotappioiden kannalta 1990-luvun kehitys on kaksijakoista. 1990-luvun alun pankkikriisi merkitsi suurta järjestämättömien saamisten kantaa sekä suuria kirjattuja luottotappioita. Euroaikana vuodesta 1999 lähtien kehitys on ollut niin hyvää kuin se todennäköisesti voi vain olla (kuvio 14). Pankkien kirjaamat luottotappiot ovat olleet erittäin vähäisiä ja samoin järjestämättömien saamisten määrä on ollut hyvin pieni. Hyvä kehitys johtuu lähinnä

kahdesta asiasta: suotuisasta toimintaympäristöstä kansantaloudessa sekä pankkien oman luottoriskien hallinnan paranemisesta.

Liikevoitto ja kannattavuus

Talletuspankin liikevoitto muodostuu tuottojen sekä kulujen ja luottotappioiden erotuksen lopputuloksena. Liikevoiton suuruus tai pienuus rahassa mitaten ei kerro toiminnan kannattavuudesta vielä välttämättä mitään. Kannattavuuden mittauksessa liikevoitto tai jotenkin muuten määritelty pankin tulos suhteutetaan pankin liiketoiminnan määrään. Yksi käytetyimmistä kannattavuusmittareista on vähentää liikevoitosta verot sekä suhteuttaa tämä tulos pankin omiin pääomiin. Toinen tapa on suhteuttaa liikevoitto taseen loppusummaan.

Kuvio 15. **Talletuspankkikonsernien tulos vuosina 1990–2002**



Vuosien 2001 ja 2002 tiedot eivät ole vertailukelpoisia aikaisempien vuosien lukuihin.
Nordeasta mukana Nordea Suomi -konsernin tiedot.
Lähteet: Rahoitustarkastus ja Suomen Pankki.

Pankkien liikevoitot kasvoivat ja kannattavuus parantui vuosina 1996–2000 (kuvio 15). Vuonna 2001 liikevoitot ja kannattavuus heikkenivät. Pääsyynä tähän oli se, että vuoden 2000 tulokset olivat tavallaan liian hyviä, koska niihin sisältyi paljon kertaluonteisia tuottoja, jotka liittyivät osakekauppoihin ja arvopaperikaupan hyvään tulokseen.

Taulukko 7. **Pankkien liikevoitto ja vakavaraisuus vuosina 2000–2002**

	Liikevoitto, milj. euroa			Vakavaraisuus, % ensisijaisilla omilla varoilla		
	1–6/2002	2001	2000	6/2002	12/2001	6/2001
Nordea-konserni	686	1 928	2 435	7,4	7,3	7,0
*Nordea-konserni, pankkitoiminta	873	1 968	2 316			
*Nordea Pankki Suomi -konserni	669	2 573	1 718	6,1	6,2	5,6
*Nordean Suomen vähittäispankkitoiminta	288	612	669			
Sampo-konserni	425	1 104				
*Sampo-konsernin koko luottolaitos- ja sijoituspalvelutoiminta	151	296	430	16,7	15,6	15,3
*Sampo Pankki-konserni	109	263	219	7,9		9,9
Osuuspankkiryhmä	232	504	664	13,1	13,0	12,1
*OKO-konserni	47	111	167	7,2	7,4	7,2
säästöpankit yhteensä	42	103	104	16,4	14,3	16,2
*Aktia-konserni	12	32	42	9,6	9,7	10,4
paikallisosuuspankit yhteensä	16	36	39	20,7	22,2	21,5
ÅAB-konserni	7	17	21	8,8	9,0	8,9
Evli Pankki	-4	-3		79,1	67,7	122,7
eQ Pankki	-1	-10		130,0	138,4	164,5

Lähde: Pankkien tilinpäätöstiedot.

Vuonna 2001 pankkien tuotot ja liikevoitto vähenivät ja kannattavuus heikkeni. Vuoden 2000 tulokset olivat poikkeuksellisen hyviä (taulukko 7). Vuodet ovat huonosti vertailukelpoisia keskenään, mikä johtuu monista Nordean ja Sampo-konsernin rakennejärjestelyistä. Pankkien kannattavuutta voidaan pitää hyvänä koko vuoden 2001 tuloksien perusteella. Vuoden 2002 alkupuolella tulokset heikkenivät edelleen verrattuna vuoteen 2001.

Vakavaraisuus ja tappiopuskurit

Vakavaraisuusprosentti kuvaa pankin omien varojen suhdetta ns. riskipainotettuihin saamisiin ja sijoituksiin. Mitä suurempi prosentti, sitä vakavaraisempi pankki on. Riskipainotetut saamiset ja sijoitukset lasketaan pankeissa tiettyjen riskipainojen perusteella. Nämä painot liittyvät luottojen ja sijoitusten ajateltuun riskipitoisuuteen. Yritys- ja yhteisöluotoissa riskien on ajateltu olevan isompia kuin muissa luotonsaajasektoreissa, jolloin riskipaino on 100 % vakavaraisuuslaskennassa. Kotitalouksien asuntoluottoihin liittyvä riski on pienempi, ja niiden riskipainokin on vain 50 %. Valtion ja kuntien sijoituksiin ja luottoihin liittyy vielä vähäisempi riskillisyys ja riskipaino. Voimassa olevan lainsäädännön mukaan (sama kaikissa Länsi-Euroopan maissa) vakavaraisuusprosentti saa olla huonoimmillaan 8.

Vakavaraisuuteen pankki voi vaikuttaa kolmella tavalla. Jos tavoitteena on vakavaraisuuden parantaminen, käy se joko tekemällä hyviä tuloksia tai hankkimalla lisää omia varoja esimerkiksi osakeanneilla ja emissioilla. Tilivuoden tulokset liitetään pankin omiin varoihin. Kolmas keino on rajoittaa saamisten ja luottojen kannan kasvua tai jopa pienentää luottokantaa tietoisesti myymällä sitä taseesta pois.

Vakavaraisuus ilmoitetaan tyypillisesti kahdella eri prosentilla. Tärkeämmäksi on tullut seurata pankin vakavaraisuutta ensisijaisten omien varojen perusteella. Ensisijaisiin omiin varoihin lasketaan mukaan varsinainen osake-, osuus- ja säätiöpääoma sekä voittovarat ilman pääomaehtoista debentuurivarainhankintaa, jotka varat kuuluvat toissijaisiin omiin varoihin.

Vakavaraisuuteen liittyy käsitteenä läheisesti tappiopuskuri. Sillä ymmärretään sitä omien varojen määrää, joka pankilla on ennen kuin vakavaraisuusprosentti laskee alle kahdeksan. Näin määriteltynä tappiopuskuri on arvio siitä kuinka paljon pankki kestää tappiollista tulosta.

Suomessa toimivien pankkien vakavaraisuus on varsin hyvällä tasolla mm. siksi, että 1990-luvun loppupuolella pankkien tulokset ovat parantuneet niin paljon. Tosin riskipainotetut sitoumuksetkin ovat lisääntyneet pankeissa luotonannon kasvun myötä. Tappiopuskurit ovat suuruudeltaan monta miljardia euroa. Yksittäisten pankkien tasolla hyvät vakavaraisuusprosentit kuvaavat sitä, että tappiopuskuritkin ovat suuria. Suomessa toimivien pankkien kyky kestää tappioita ja ongelmia on vakavaraisuusprosenttien ja tappiopuskurien avulla arvioiden hyvä tällä hetkellä.

Kansainvälisen järjestelypankin BIS:n yhteydessä toimiva Baselin pankkivalvontakomitea on ehdottanut uudistusta vakavaraisuuden laskentatapaan. Ehdotus on hyvin tärkeä mm. siksi, että se muuttaisi pankin vakavaraisuuden laskentaa niin, että yksittäiseen luottopäätökseen liittyvä riski otettaisiin yksilöllisesti huomioon reittausten avulla vakavaraisuuslaskennassa. Baselin pankkivalvontakomitean ehdotus tulee näillä näkymin voimaan vuonna 2006. Ehdotus sisältää lukuisia uudistuksia, joilla pyritään parantamaan pankkien luotto- ja muiden riskien hallintaa sekä lisäämään rahoitusmarkkinoiden avoimuutta ja markkinakurin merkitystä.

Lähdeluettelo

Oheiseen listaan on koottu muutamia julkaisuja, joissa käsitellään pankkitoimintaa eri näkökohdista.

Suomen ja Pohjoismaiden pankkikriisi:

Koskenkylä, H. – Vesala, J. (1994) **The Finnish deposit banks 1980–1993: the years of rapid growth and crisis.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 16/1994. Helsinki.

Koskenkylä, H. (1994) **The Nordic banking crises.** Suomen Pankin Bulletin. Helsinki.

Pesola, J. (2001) **The role of macroeconomic shocks in banking crises.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 6/2001. Helsinki.

Suomen rahoitusmarkkinat 1996 (1996). Kokoomateos. Suomen Pankki A:99. Helsinki.

Euroalueen pankkitoiminnan tulevaisuudennäkymät, riskitilanne ja toiminnan tehokkuus

Euroopan keskuspankki (2002) **Developments in banks' liquidity profile and management.** Toukokuu.

Euroopan keskuspankki (2002) **Euroalueen pankkisektorin viimeaikainen kehitys ja riskit.** Kuukausikatsaus. Elokuu.

Koskenkylä, H. (2001) **Opportunities and Threats of European Banks.** SUERF Colloqium paper.

Koskenkylä, H. (2002) **Efficiency and Competition in European banking.** Irish Banking Review.

Mörttinen, L. (2002) **Banking sector output and labour procudtivity in six European countries.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 12/2002. Helsinki.

Suomen Pankin, Euroopan keskuspankin, Rahoitustarkastuksen ja Suomen Pankkiyhdistyksen julkaisut ja Internet-sivut tarjoavat monipuolista informaatiota rahoitustoimialan kehityksestä ja kysymyksistä.

Internet-osoitteet: www.bof.fi, www.ecb.int, www.rata.fi ja www.pankkiyhdistys.fi. Pankki- ja rahoitustoiminnan rakennemuutoksista, liiketoiminnasta ja tuloksista Suomessa saa lisäksi informaatiota suoraan pankkien omista julkaisuista ja Internet-sivuilta.

Liite 1.

Talletuspankkisektorin muutokset pääpiirteittäin 1990-luvun puolivälin jälkeen

1995	Maaliskuu	– KOPin ja SYPin yhtiökokoukset vahvistivat helmikuussa ilmoitetun päätöksen fuusioitua.
	Kesäkuu	– KOPin ja SYPin fuusion pohjalta syntynyt Merita Pankki aloitti toimintansa.
		– Skopin luottokannan ja takausvastuiden terveet osat sekä merkittävimmät tytäryhtiöt (Teollistamisrahasto, Skop-rahoitus, SKIP ja Aktiiviraha myytiin Svenska Handelsbankenille.
	Marraskuu	– Suomen Säästöpankki – SSP ja Siltapankki muuttuivat omaisuudenhoitoyhtiöiksi ja Siltapankki siirrettiin Arsenal-konserniin.
1996	Helmikuu	– Skopin toiminta säästöpankkien keskuspankkina päättyi. Säästöpankit valitsivat uudeksi keskusrahalaitokseksi Aktia Säästöpankin.
	Toukokuu	– Valtio osti Suomen Pankilta Spondan koko osakekannan 1,2 mrd. markalla.
	Heinäkuu	– Laki kuntien takauskeskuksesta tuli voimaan.
	Syksy	– Okopankki aloitti toimintansa pääkaupunkiseudulla.
1997	Tammikuu	– Laki julkisesti tuettujen vientiluottojen korontasauksesta tuli voimaan. Sen myötä nämä luotot avautuivat Suomen Vientiluoton ohella myös muiden EU-maiden luottolaitosten tarjottavaksi. Valtion korontasausyhtiö Fide perustettiin hoitamaan korontasausjärjestelyitä.
	Helmikuu ja kesäkuu	– Tanskalaiset Den Danske Bank ja Unibank avasivat sivukonttorit Suomeen.
	Heinäkuu	– Osuuspankkikeskus-OPK osuuskunta aloitti toimintansa. Se toimii osuuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisönä. Siihen liittyi 251 osuuspankkia mukaan lukien Osuuspankkien Keskuspankki (OKO). Osuuspankkikeskus ja jäsenpankit vastaavat viime kädessä toistensa veloista ja sitoumuksista.
		– Yhteenliittymästä irtaantui 44 paikallista osuuspankkia. Ne perustivat Paikallisosuuspankki-ryhmän (POP). Nämä hankkivat keskuspankkipalvelut Aktia Säästöpankista ja Samlinkista.
	Joulukuu	– MeritaNordbanken-holdingyhtiö perustettiin. Yhtiön kotipaikka on Suomi, ja sitä valvoo Suomen Rahoitustarkastus. MeritaNordbankenin suomalaisena omistusyhtiönä on Merita, joka omistaa 40 % osakkeista. Nordbanken omistaa 60 % osakkeista. Molempien äänivaltaosuus on 50 %.
		– Postipankki ja Suomen Vientiluotto päätettiin yhdistää PV-yhtymäksi.

1998	Tammikuu	– MeritaNordbanken-konserni aloitti toimintansa. Emoyhtiö MeritaNordbankenin omistavat Merita (40 % osakkeista) ja Nordbanken Holding (60 % osakkeista). Emoyhtiö puolestaan omistaa Merita Pankin ja muut Meritan tytäryhtiöt sekä Nordbankenin.
		– Postipankki ja Suomen Vientiluotto yhdistyivät PV-yhtymäksi liittymällä yhteiseen holdingyhtiöön.
		– Investointipankki Mandatum ja liikepankki Interbank päättivät fuusioitua Mandatum Pankiksi.
	Huhtikuu	– PV-yhtymä muutti nimensä Leoniaksi ja alettiin puhua Leonia-konsernista. Kesäkuussa Postipankin nimi muuttui Leonia Pankiksi ja Vientiluotto muuttui Leonia Yrityspankiksi (vuoden lopulla: Leonia Corporate Bank).
		– Valtion erityisrahoitus perustettiin. Nimi muutettiin lokakuussa Finnveraksi.
	Syksy	– Keran ja Valtiontakuukeskuksen toiminnot sulautettiin Finnveraan.
	Joulukuu	– MeritaNordbanken perusti kiinteistöyhtiö Aleksian.
		– Valtio perusti kiinteistösijoitusyhtiön Kapitaali Kiinteistöt.
1999	Tammikuu	– Yrityspankki Skop asetettiin vapaaehtoiseen selvitystilaan marraskuussa 1998 tehdyn päätöksen mukaisesti.
	Syyskuu	– Arsenal-Sillan toiminta päätettiin lopettaa.
		– MeritaNordbanken alkoi selkeyttää omistusrakennettaan. Omistusyhteisöksi tuli Tukholmaan rekisteröity Holdingyhtiö Nordic Baltic Holding, joka omistaa Helsinkiin rekisteröidyn pankkikonsernien emoyhtiön MeritaNordbankenin. Merita Pankki ja Nordbanken säilyivät MeritaNordbankenin tytäryhtiöinä. Nordbankenin ylimääräinen yhtiökokous marraskuussa hyväksyi järjestelyn.
	Lokakuu	– Leonia ja vakuutusyhtiö Sampo sopivat muodostavansa finanssitavaratalo Sampo-Leonian.
		– MeritaNordbanken yhdisti corporate finance- ja structured finance -toimintonsa Maizels, Westerberg & Co -nimiseen investointipankkiin. Uuden investointipankin nimeksi tuli Maizels, MeritaNordbanken Investment Banking.
	Marraskuu	– Leonia Pankki alkoi rajoitetusti tarjota pankkipalveluita R-kioskeista.
		– Unibank-konserniin kuuluva Trevise Bank aloitti toimintansa Suomessa tarjoamalla lähinnä omaisuudenhoitopalveluja.

2000	Helmikuu	–	Sammon ja Leonian hallitukset hyväksyivät sulautumissuunnitelman Sampo-Leoniaksi. Eduskunta hyväksyi sen maaliskuussa ja Vakuutusvalvontavirasto toukokuussa.
	Huhtikuu	–	MeritaNordbanken ja Unidanmark yhdistyivät maaliskuussa tehdyn sopimuksen mukaisesti, kun Unidanmarkin osakkeenomistajat hyväksyvät Nordic Baltic Holdingin osakkeiden vaihtotarjouksen ja Tanskan viranomaiset fuusion.
		–	Suomen Asuntoluottopankki (Leonia Pankin tytäryhtiö) sai toimiluvan.
	Heinäkuu	–	OP-Asuntoluottopankki sai toimiluvan.
	Marraskuu	–	Leonia Corporate Bank fuusioitiin Leonia Pankkiin.
	Joulukuu	–	Christiania Bank og Kreditkassen yhdistyi Nordic Baltic Holdingiin, kun Norjan hallitus myönsi siihen luvan. Ryhmittymän uudeksi nimeksi otettiin Nordea.
		–	Henki-Sampo ja Leonian Henkivakuutus sulautuivat maaliskuussa tehdyn päätöksen mukaisesti. Uusi yhtiö jatkaa Henki-Sampona.
		–	OKO-Investointipankki sulautui Osuuspankkien keskuspankkiin.
		–	Leonia Kuntapankki sulautettiin Leonia Pankkiin.
		–	Lehtimäen Osuuspankki palasi valtakunnalliseen osuuspankkiryhmään.

2001	Tammikuu	–	Yrityspankki Skopin toimilupa peruutettiin pankin omasta pyynnöstä.
		–	Leonia Pankin palveluiden tarjoaminen postikonttoreista päättyi marraskuussa 1999 ilmoitetun päätöksen mukaisesti.
		–	Sampo-Leonian hallitus hyväksyi Mandatun Pankin omistajille suunnatun osakevaihtotarjouksen, ja Rata hyväksyi joulukuussa ilmoitetun Sampo-Leonian Mandatum-kaupan.
	Helmikuu	–	Leonia Pankin nimi muutettiin Sampo Pankiksi.
	Huhtikuu	–	Sampo-Leonia-konsernin emoyhtiön nimi muutetaan muotoon Sampo.
		–	Merita-Kiinteistöt fuusioitiin Merita Pankkiin.
	Toukokuu	–	Yhdistynyt Kuntien Asuntoluotto ja Kuntarahoitus aloittivat toimintansa Kuntarahoitus-nimisenä.
	Kesäkuu	–	Valtiovarainministeriö myönsi pankkitoimiluvan NCF Pankille (aiemmin holdingyhtiö Nordea Companies Finland tytäryhtiöinään Merita Pankki, Nordbanken ja Christiania Bank og Kreditkassen.
	Heinäkuu	–	Nordea osti ruotsalaisen Postgirot Bankin.
	Elokuu	–	Pankkiiriliike Evli sai pankkitoimiluvan Evli Pankki -nimisenä.
	Syyskuu	–	Merita Pankki fuusioitiin emoyhtiöönsä NCF Pankkiin. Pankin nimeksi tuli Merita Pankki.
	Lokakuu	–	Sammon toiminta jatkui kolmen yhtiön: Sampo Pankki, Sampo Luotot ja Sampo Liikekiinteistöt.
	Marraskuu	–	Unibank siirrettiin tanskalaisen holdingyhtiön omistuksesta Merita Pankin tytäryritykseksi ja Unibankin nimeksi vaihdettiin Nordea Bank Danmark.
		–	Sammon vahinkovakuutusyhtiöt yhdistettiin osaksi If-yhtiötä. Sampo, Varma-Sampo, Skandia ja Storebrand sopivat If-yhtiön uusista järjestelyistä, minkä jälkeen Sampo omistaa runsaat 38 % If-yhtiöstä. Sammon ja Varma-Sammon yhteenlaskettu ääniosuus äänivallasta on 50 %. Sopimus täytäntöön tammikuussa 2002.
		–	Euroopan komissio hyväksyi Nordean Postgirot Bankin ostamisen.
		–	Aktia Hypoteksbank sai toimiluvan.
	Joulukuu	–	Unibankin aiemman nimenmuutoksen lisäksi myös Nordea-konsernin muut pankit muuttivat nimensä: Nordea Bank Sverige, Nordea Pankki Suomi ja Nordea Bank Norge.
		–	Mandatum Pankki fuusioitiin Sampo Pankkiin.

2002	Tammikuu	–	Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale rekisteröi Suomen yritysrekisteriin edellisenä vuonna perustamansa Suomen sivukonttorin. EU:n toisen pankkidirektiivin nojalla pankki ei tarvitse tähän erillistä toimilupaa (luottolaitostoimilupa yhdessä jäsenvaltiossa oikeuttaa perustamaan sivukonttorin mihin tahansa toiseen jäsenmaahan).
	Huhtikuu	–	Suomen Hypoteekkiyhdistys ilmoitti hakevansa lupaa oman talletuspankin perustamiseksi. Tarkoituksena on yhdistyksen perusliiketoiminnan – asunto- ja remonttilainoituksen – tukeminen.
		–	Vakuutusalalla toimiva Tapiola-ryhmä ilmoitti päättäneensä perustaa oman pankin. Tavoitteena on finanssitavaratalo, jolla olisi vahva vakuutusprofiili.
		–	OP-Rahoituksen, OPR, ilmoitettiin yhdistyvän vuoden lopulla emoyhtiöönsä OKO Osuuspankkien Keskuspankkiin. OP-Rahoituksen toiminnan on määrä jatkua omana osastonaan OKOn yrityspankkiliiketoiminnassa.
	Toukokuu	–	eQ Pankkiiriliike sai luvan toimia talletuspankkina ja aloitti toimintansa. Kaupparekisteriin hyväksytty eQ Pankki kuuluu pörssiyhtiö eQ Online -konserniin.
		–	Pankit sopivat valtion suostuttelemana pyrkivänsä ratkaisemaan laman aikana ylivelkaantuneiden velkaongelmia pankin ja velallisen vapaaehtoisin sopimuksin.
		–	Nordea ilmoitti ostavansa 54,5 % puolalaisen LG Petro Bankin osakkeista.

Liite 2.

Ulkomaisten luottolaitosten sivukonttorit Suomessa elokuussa 2002

BMW Financial Services Scandinavia

Caterpillar Financial Nordic Services

Citibank International

Credit Agricole Indosuez

D. Carnegie

Danske Bank

Deutsche Bank Aktiengesellschaft

eCredit

FCE Bank

Handelsbanken Finans Aktiebolag

KontoTjänst i Sverige Aktiebolag

Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale

Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Scania Finans Aktiebolag

SEB Finans

SEB Kort

Skandinaviska Enskilda Banken

Svenska Handelsbanken

Telia Finans Finland

Lähde: Rahoitustarkastus.

3.2 Sijoituspalveluyritykset ja sijoitusrahastot

3.2.1 Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastojen toiminta käynnistyi Suomessa verrattain myöhään. Näiden rahastojen toimintaa säätelevä erityislainsäädäntö tuli voimaan syyskuussa 1987. Suomi oli Euroopan yhteisön nykyisistä jäsenmaista viimeinen, jossa sijoitusrahastot tulivat markkinoille. Sijoitusrahastotoiminnan juuret ovat Yhdysvalloissa, jossa näitä rahastoja ryhdyttiin markkinoimaan sijoittajille jo 1920-luvun alkupuolella. Euroopassa sijoitusrahastot tulivat markkinoille ensimmäisenä Isossa-Britanniassa 1930-luvun alussa. Manner-Eurooppaan sijoitusrahastoja ryhdyttiin markkinoimaan laajemmin 1950-luvulla. Ruotsissa sijoitusrahastotoiminta käynnistyi runsaat 30 vuotta sitten.

Suomessa sijoitusrahastojen toimintaa yritettiin käynnistää ensimmäisen kerran jo 1970-luvulla. Vuosikymmenen alussa valmistui Suomen Pankin aloitteesta lakiehdotus avoimista sijoitusyhtiöistä, ja hallituksen esitys sijoitusyhtiölaista annettiin eduskunnalle maaliskuussa 1977. Lakiesitys ei kuitenkaan saanut poliittista kannatusta, vaan esitys raukesi. Seuraavan vuosikymmenen alussa ryhdyttiin valmistelemaan sijoitusyhtiölainsäädännön asemesta uutta sijoitusrahastoihin perustuvaa mallia, joka sittemmin tuli vuonna 1987 voimaan tulleen lain perustaksi. Suomen mallin kaltainen sijoitusrahastomalli, jossa rahastoyhtiö hallinnoi varsinaisia sijoitusrahastoja, on käytössä mm. Ruotsissa, Saksassa ja Itävallassa. Useimmissa muissa EU-maissa on käytössä sijoitusyhtiötyyppinen sijoitusrahastomalli.

Vuoden 1987 sijoitusrahastolain yhtenä keskeisenä tavoitteena oli rahoitusmarkkinoiden kehittämisen ohella vahva sijoittajansuoja. Tämän vuoksi rahastojen sijoitustoimintaa säädeltiin laissa hyvinkin tiukasti. Esimerkiksi johdannaisia ei saanut käyttää edes suojaustarkoituksiin, ja myös muulle sijoitustoiminnalle asetettiin tiukat rajoitteet. Sijoitusrahastolakia muutettiin vuonna 1994 EU:n yhteissijoitusyhtiöitä säätelevän ns. UCITS-direktiivin edellyttämällä tavalla. Sijoitusrajoituksia väljennettiin siinä mm. siten, että sijoitusrahastojen varoja voitiin sijoittaa sekä kotimaisiin että myös ulkomaisiin julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin. Lisäksi sijoitusrahastot saivat nyt luvan sijoittaa myös vakioituihin johdannaisiin ja valvontaviranomaisen luvalla myös muihin johdannaisiin. Lain muutoksen jälkeen Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa toimiluvan saa-

neet sijoitusrahastot saivat luvan markkinoida rahasto-osuuksiaan myös Suomessa. Alkuperäiseen sijoitusrahastolakiin tehtiin edelleen muutoksia vuonna 1996, kun sitä täsmennettiin sijoitusrahastodirektiivin säännösten mukaisesti erityisesti sijoitusrahaston sijoitustoiminnan ja lainanoton osalta. Pian tämän jälkeen sijoitusrahastolakia ryhdyttiin uudistamaan laajemmin. Uusi ehdotus sijoitusrahastolaiksi annettiin eduskunnalle syksyllä 1998, ja uusittu laki tuli voimaan seuraavan vuoden alussa. Useaan otteeseen muutettua lakia täsmennettiin ja lain soveltamisalaa ja rakennetta selkeytettiin. Uusi laki täsmensi myös viranomaisten välistä toimivallan jakoa. Muutosten taustalla olivat sekä rahoitusmarkkinoiden että sijoitusrahastotoiminnan nopea kehittyminen ja kansainvälistyminen sekä niistä johtuva muutostarve tuotekehittelyn ja kilpailukyvyn turvaamiseksi myös kotimaisten sijoitusrahastojen osalta[1].

Sijoitusrahastojen toiminnasta

Sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiassa laissa määriteltyihin sijoituskohteisiin sekä sijoitusrahaston hallintoa. Sijoitusrahaston varoja voidaan nykyisin sijoittaa arvopaperien ohella myös muihin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahastot voivat olla joko sijoitusrahastodirektiivin (UCITS) mukaisia, ns. common fund -tyyppisiä rahastoja tai erikoissijoitusrahastoja. Direktiivin mukaisia sijoitusrahastoja voidaan markkinoida koko Euroopan talousalueella, mutta sen sijaan suomalaisia erikoissijoitusrahastoja ei voi markkinoida muissa Euroopan talousalueen maissa.

Sijoitusrahastoa ja sen varoja hallinnoi sitä varten perustettu rahastoyhtiö. Rahastoyhtiö voi hallinnoida yhden tai useamman sijoitusrahaston varoja. Suomalaisten sijoitusrahastojen periaatteena on se, että ne ovat ns. avoimia sijoitusrahastoja, jolloin sijoittaja voin jatkuvasti ostaa tai myydä rahaston osuuksia. Suljettuja sijoitusrahastoja Suomessa ei kotimaisen lainsäädännön mukaan voida perustaa. Muutamissa erikoissijoitusrahastoina toimivissa riskirahastoissa eli ns. hedge fundeissa rahasto-osuuksien osto- tai myyntiajat on kuitenkin rahaston säännöissä rajattu vain tiettyihin ennalta määrättyihin ajanjaksoihin.

Suomessa oli maaliskuun 2002 lopussa rekisteröity lähes 300 erilaista sijoitusrahastoa, joista runsaat 70 toimi erikoissijoitusrahastona.

[1] Sijoitusrahastolainsäädännöstä tarkemmin ks. Harju, I. ja Syyrilä, J. 2001.

Aiempaa joustavamman lainsäädännön tultua voimaan vuonna 1999 sijoitusrahastojen kirjo on laajentunut huomattavasti (taulukko 1). Myös sijoitusrahastojen hallinnoimien rahastoyhtiöiden lukumäärä on kasvanut tasaisesti.

Taulukko 1. **Kotimaiset sijoitusrahastot**

	1995	2000	31.3.2002
Rahastoyhtiöiden lukumäärä	14	25	23
Sijoitusrahastojen lukumäärä	44	230	278
Osuudenomistajien lukumäärä	153 896	935 250	921 605
Rahastopääoma, mrd. euroa	0,9	14,3	15,9

Lähteet: HEX ja Tilastokeskus.

Uusien rahastojen sijoituspolitiikka on aikaisempaa selvemmin täsmentynyt esimerkiksi tiettyyn toimialaan tai tiettyihin markkinoihin tai maantieteelliseen alueeseen. Tällä hetkellä huomattava osa sijoitusrahastoista on osakerahastoja, jotka sijoittavat varansa ensisijaisesti osakkeisiin. Myös korkorahastojen lukumäärä on ollut kasvussa. Osa korkorahastoista on ns. lyhyen koron rahastoja, jotka keskittyvät sijoituksissaan rahamarkkinavälineisiin. Euron käyttöönotto paransi selvästi korkorahastojen mahdollisuuksia sijoittaa Suomen ohuilta korkomarkkinoilta koko euroalueelle. Sijoitusmarkkinoiden laajentuminen loi myös mahdollisuuden perustaa esimerkiksi sellaisia sijoitusrahastoja, jotka keskittyvät johonkin tiettyyn markkinalohkoon, kuten esimerkiksi yritysten liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjalainoihin.

Lainsäädännön muutosten myötä Suomeen on vuoden 1999 jälkeen perustettu useita erikoissijoitusrahastoja, joilla on lupa poiketa sijoitusrahastolain asettamista sijoitusrajoituksista. Erikoisrahastoja ovat esimerkiksi osake- tai korkoindekseihin sijoittavat rahastot. Myös muihin rahastoihin sijoittavat rahasto-osuusrahastot kuuluvat erikoisrahastoihin. Mikäli rahasto-osuusrahasto sijoittaa varoja vain yhteen sijoitusrahastoon, on kyseessä ns. hallinnointi- ja markkinointirahasto (master-feeder-rahasto), jossa syöttäjä- eli feeder-rahasto sijoittaa varansa kokonaan yhteen pää- eli master-rahastoon. Tällöin päärahastolla ei ole muita osuudenomistajia kuin syöttäjärahastot.

Toiminnassaan aktiivisesti johdannaisia käyttävät ns. vipurahastot luetaan erikoissijoitusrahastoihin. Myös riski- eli hedge fund -rahastot luetaan erikoissijoitusrahastoihin. Riskirahastoja kutsutaan usein myös absoluuttisen tuoton rahastoiksi. Riskirahastojen sijoituspolitiikka voi poiketa huomattavasti perinteisimpien sijoitusrahastojen politiikasta. Riskirahastojen tavoitteena on yltää mahdollisimman tuottaviin sijoi-

tuksiin yleisestä markkinakehityksestä riippumatta. Riskirahastot tavoittelevat ns. absoluuttista tuottoa. Ne eivät vertaa tuottoaan esimerkiksi johonkin ennalta määrättyyn osakeindeksiin tai korkoon. Riskirahastojen sijoitustoiminnalle on tyypillistä mm. tavallisia rahastoja vähäisempi riskien hajautus, voimakkaampi johdannaisten käyttö sekä arvopaperien ns. lyhyeksimyynti. Suomalaisille riskirahastoille ei ole kansainvälisillä markkinoilla toimivien hedgerahastojen tapaan sallittu luotonoton käyttöä sijoittamisessa.

Uutuutena Suomen sijoitusrahastomarkkinoille ovat tulleet pörssikaupan kohteena olevat sijoitusrahastot. Myös nämä pörssissä noteeratut sijoitusrahastot ovat indeksirahastoina erikoissijoitusrahastoja. Suomessa ensimmäiset sijoitusrahasto-osuudet otettiin pörssikaupan kohteeksi talvella 2002. Helsingin Pörssissä listatun indeksiosuusrahaston varat sijoitetaan Helsingin Pörssin laskeman 25 vaihdetuimman osakkeen muodostamaan (HEX 25 -osakeindeksi) osakesalkkuun.

Sijoitusrahastomarkkinoiden kehityksestä

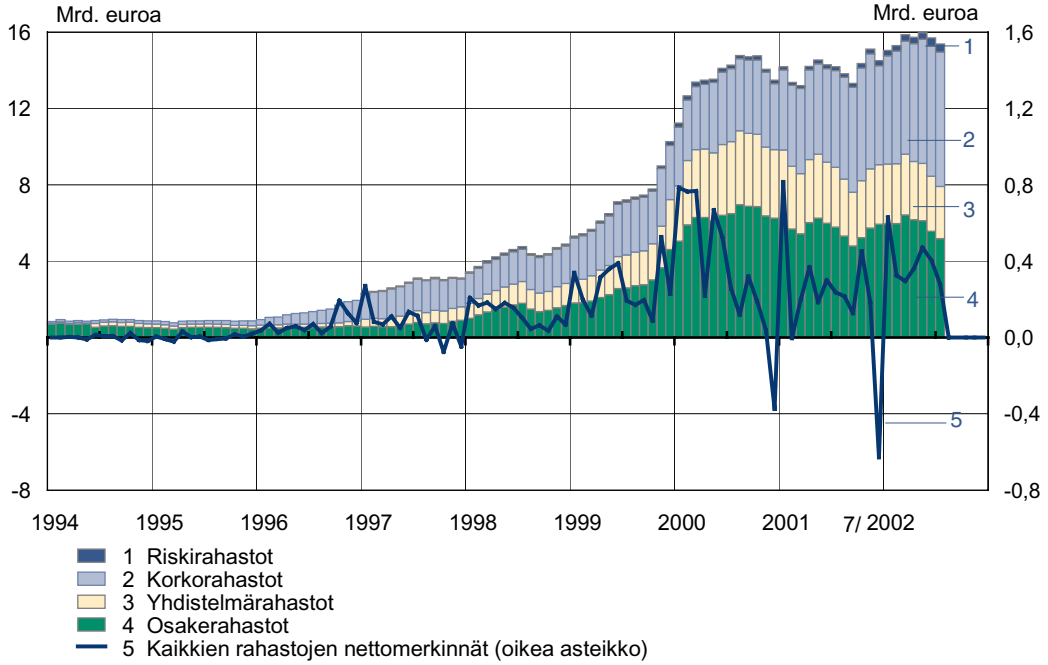
Sijoitusrahastotoiminnan käynnistyminen Suomessa ajoittui juuri ennen lokakuun 1987 pörssiromahdusta. Muutamat jo markkinoille ehtineet sijoitusrahastot olivat pääasiallisesti kotimaisia osakerahastoja, joiden arvo putosi rajusti osakekurssien laskun myötä. Tämä epäonniseen ajankohtaan osunut aloitus näkyi sijoitusrahastojen toiminnassa vuosia. Osakekurssien voimakas lasku hillitsi sijoittajien mielenkiintoa arvopaperisijoituksia kohtaan. Rahastosijoituksia ehti ennen osakekurssien laskua kertyä vain vajaan 100 miljoonan euron arvosta, eikä uusia sijoituksia lokakuun 1987 jälkeen juuri tehty. Sijoitusrahastopääomien kasvu pysyikin verkkaisena usean vuoden ajan.

Rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyys ja talletusten verottomuus pitivät kotitalouksien säästöt pankeissa. Pankkitalletukset olivat talletusvakuusjärjestelmän piirissä koko määrältään, ja 1990-luvun alun voimakkaan taantuman aikana oli luonnollista, että kotitaloudet eivät innostuneet sijoitusrahastosäästämisestä. Rahastojen kasvua hillitsi myös se, että ensimmäisinä vuosina rahastoja hallinnoivat valtaosin pankkien perustamat rahastoyhtiöt, eivätkä pankit markkinoineet sijoitusrahastoja aktiivisesti.

Kotitalouksien, yritysten sekä muiden yhteisöjen rahoitusvarallisuuden lisääntyminen johti vähitellen kuitenkin siihen, että kiinnostus rahastosijoittamista kohtaan alkoi lisääntyä 1990-luvun puolivälissä (kuvio 1). Talletuskorkojen lasku, talletusten verokohtelun muutos sekä vapaaehtoisen vakuutussäästämisen lisääntyminen alkoivat vähitellen siirtää kotitalouksien sijoitusvarallisuutta myös Suomessa si-

joitusrahastoihin, kuten muissakin maissa. Esimerkiksi vapaaehtoisesta henki- ja eläkevakuutussäästämisestä huomattava osa sijoitetaan markkinoille sijoitusrahastojen kautta. Lainmuutoksen myötä myös vakuutusyhtiöt saivat luvan omistaa rahastoyhtiöitä, ja useat vakuutusyhtiöt ovat käyttäneet tätä mahdollisuutta hyväkseen ja perustaneet omia rahastoyhtiöitä, jotka hallinnoivat vakuutusyhtiön asiakkaille markkinoituja sijoitusrahastoja.

Kuvio 1. **Suomessa rekisteröidyt sijoitusrahastot vuosina 1994–2002, koko ja nettomerkinnät**



Lähteet: HEX ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys.

Sijoittajat

Suurin yksittäinen sijoittajaryhmä Suomen rahastomarkkinoilla ovat kotitaloudet. Kotitalouksien hyvä tulokehitys sekä varallisuushintojen nousu ovat viime vuosina lisänneet kotitalouksien rahoitusvarallisuutta ja samalla parantaneet kotitalouksien mahdollisuuksia sijoittaa myös muualle kuin pankkitalletuksiin. Kotitalouksien sijoitusrahastosijoitukset ovat viime vuosina kasvaneet sekä suorien rahastosijoitusten että myös vapaaehtoisen vakuutussäästämisen ripeän kasvun myötä. Vaikka kotitalouksien rahastosijoitukset ovatkin lisääntyneet, yksityishenkilöiden suhteellinen merkitys rahastomarkkinoilla on sijoitusten kasvusta huolimatta vähentynyt 1990-luvun puolivälin jälkeen. 1990-luvun ensimmäisellä puoliskolla kotitalouksien osuus ko-

timaisista rahastosijoituksista pysyi vakaana ja oli noin 60 % sijoitetuista pääomista. Yritysten ja muiden yhteisöjen rahastosijoittamisen kasvaessa kotitalouksien suhteellinen osuus sijoituksista pieneni nopeasti ja on sittemmin pysytellyt jo useita vuosia noin 40 prosentissa kotimaisista sijoitusrahastosijoituksista. Käytännössä kotitalouksien osuuden supistuminen on kuitenkin ollut vähäistä, koska kotitalouksien vapaaehtoiset henki- ja eläkevakuutussäästöt sijoitetaan usein viime kädessä sijoitusrahastoihin. Vakuutusyhtiöiden osuus sijoitusrahastojen rahasto-osuuksien omistajana on muutamassa vuodessa kasvanut. Vuoden 2001 lopussa se oli jo noin 15 %.

Kotitalouksien suhteellinen osuus on vähentynyt erityisesti osakerahastoissa. Osuuden supistuminen alkoi 1990-luvun lopulla osakekurssien nopean nousun aikana, kun muut institutionaaliset sijoittajat ryhtyivät sijoittamaan osakemarkkinoille sijoitusrahastojen kautta. Selkeimmin muutos on näkynyt vakuutussektorin sijoitusten lisääntymisenä. Useat pienet vakuutusyhtiöt sijoittavat rahastoihin, koska sijoitettavat varat eivät ole kuitenkaan niin suuria, että yhtiöiden kannattaisi perustaa oma sijoitustoimintaa harjoittavia yksiköitään. Vakuutusyhtiöiden osuus osakerahastoista onkin kasvanut jo runsaaseen viidennekseen. Myös erilaiset julkisyhteisöt sijoittavat osakemarkkinoille rahastojen kautta. Näissä sijoituksissa ovat mukana myös työeläkelaitosten osakerahastosijoitukset.

Osakerahastojen ohella kotitaloudet ovat keskeisin sijoittajaryhmä myös yhdistelmärahastoissa, joissa niiden osuus on runsas puolet. Muuten rahasto-osuuksien omistajien jakauma on yhdistelmärahastoissa varsin tasainen. Ulkomaiset sijoittajat eivät juuri sijoita suomalaisiin yhdistelmärahastoihin.

Korkorahastoissa sijoittajakunnan jakauma poikkeaa huomattavasti osakerahastojen vastaavasta jakaumasta. Rahamarkkinarahastoissa yritysten osuus sijoituksista on noin 40 %, kotitalouksien osuus jää neljännekseen. Julkisyhteisöjen osuus on vaihdellut; mm. kuntasektorin rahoitustilanne on näkynyt lyhyiden korkorahastojen sijoittajakunnan koostumuksessa. Yritysten sijoitukset rahastoihin ovat pääasiassa likvidien varojen sijoittamista, ja tämä on näkynyt siinä, että pitkän koron rahastoissa yritysten merkitys sijoittajana jää huomattavasti vähäisemmäksi kuin rahamarkkinarahastoissa. Pitkän koron rahastoissa keskeisin sijoittajaryhmä ovat erilaiset voittoa tavoittelemattomat yhteisöt ja säätiöt, joilla oli vuoden 2001 lopussa hallussaan noin kolmannes näiden rahastojen rahasto-osuuksista. Ulkomaisten sijoittajien osuus erilaisissa korkorahastoissa on ollut lievässä kasvussa.

Sijoitustoiminta

Sijoitusrahaston sijoittamisen sääntelyn yhtenä keskeisenä perusperiaatteena on, että rahaston varat pyritään hajauttamaan riittävästi. Tämän vuoksi sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa säädellään lain tasolla varsin yksityiskohtaisesti. Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta onkin tällä hetkellä yksi rahoitusmarkkinoiden tiukimmin säädelty osa-alue.

Suomessa toimivien sijoitusrahastojen varat voidaan pääasiassa sijoittaa arvopapereihin, joilla käydään julkisesti kauppaa arvopaperipörssissä tai muussa säännellyssä, tunnustetussa ja yleisölle avoimessa kauppapaikassa. Muun säännellyn kauppapaikan käsite kattaa Suomessa tällä hetkellä käytännössä lyhyet rahamarkkinat. Tämä merkitsee, että esimerkiksi suomalaiset rahamarkkinarahastot ovat direktiivin mukaisia sijoitusrahastoja.

Rahaston varoja voidaan sijoittaa myös sellaisiin saataviin, jotka eivät ole noteerattuja arvopapereita, mutta kuitenkin enintään määrä, joka vastaa 10:tä prosenttia sijoitusrahaston arvosta. Perussääntönä sijoittamisessa on, että sijoitusrahaston varoista korkeintaan 10 % saa olla yhden liikkeeseenlaskijan arvopapereissa. Lisäksi enintään 40 % rahaston varoista saa olla sellaisia sijoituksia saman liikkeeseen laskijanarvopapereihin, jotka ylittävät 5 % rahaston varoista. Rajoitukset, jotka koskevat julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemiin arvopapereihin sijoittamista, ovat lievempiä. Esimerkiksi Suomen valtion, kunnan tai jonkin muun Euroopan talousalueeseen kuuluvan yksittäisen valtion liikkeeseen laskemien arvopaperien määrä saa olla enintään 35 % rahaston varoista. Valtioneuvoston luvalla sijoitusrahasto voi sijoittaa kaikki varansa yksittäisen laissa hyväksytyn julkisyhteisön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin, esimerkiksi Suomen valtion obligaatioihin.

Sijoitusrahaston varoista enintään 25 % voidaan sijoittaa saman liikkeeseenlaskijan joukkovelkakirjalainoihin silloin kun joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskija on julkisen tarkastuksen alainen ETA-valtiossa kotipaikkaa pitävä luottolaitos. Käytännössä tämä tarkoittaa kiinnitysluottopankkien liikkeeseen laskemia vakuudellisia joukkovelkakirjalainoja. Suomessa säännös tarkoittaa vuonna 1999 säädetyn kiinnitysluottopankkilain mukaisia kiinnitysluottopankkeja ja niiden liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja. Tunnetuimpia tämän sijoitussääntelyn piiriin kuuluvia joukkovelkakirjalainoja ovat saksalaiset vakuudelliset Pfandbriefe-lainat ja tanskalaisten kiinnitysluottopankkien liikkeeseen laskemat kiinteistövakuudelliset joukkovelkakirjalainat (pantebreve).

Sijoitusrahaston varoja sijoittaa ja hallinnoi toimiluvan saanut rahastoyhtiö. Sen toimiluvan edellytyksenä on, että yhtiöllä on vähin-

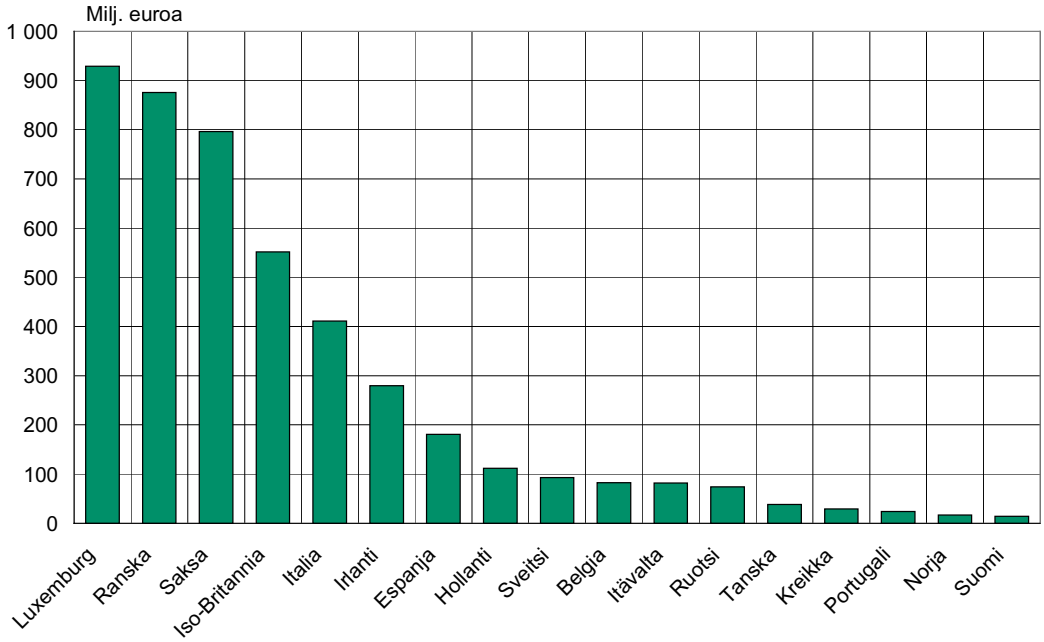
tään 168 000 euron (miljoonan markan) osakepääoma. Osakepääoman määrä on sidottu hallinnoitavien varojen määrään, mutta käytännössä ylärajana on kuitenkin 840 000 euroa (5 milj. mk). Rahastoyhtiön vakavaraisuutta pidetään tärkeänä mm. sen vuoksi, että sijoitusrahastotoiminta ei kuulu sijoittajan korvausrahaston piiriin toisin kuin esimerkiksi sijoituspalveluyritysten toiminta. Rahastoyhtiö ei saa harjoittaa muuta kuin sijoitusrahastotoimintaa tai siihen liittyvää toimintaa. Rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston varat on pidettävä erillään toisistaan, eivätkä rahastosijoittajat ole vastuussa rahastoyhtiön vastuista.

Rahastoyhtiöt keräävät sijoitusrahasto-osuuksien omistajilta erilaisia maksuja ja palkkioita kustannustensa peittämiseksi ja toimintansa rahoittamiseksi. Nopeasti lisääntyneen kilpailun vuoksi suomalaisten sijoitusrahastojen hallinnointi-, merkintä- ym. kulut ovat pienentyneet muutamassa vuodessa selvästi. Merkintäpalkkiot ovat keskimäärin noin 1 prosentin merkintähinnasta. Internetin kautta tehdyissä rahastosijoituksissa merkintäpalkkiot ovat yleensä jonkin verran pienemmät. Korkorahastoissa, erityisesti lyhyen koron rahastoissa, merkintäpalkkio on yleensä pienempi kuin osakerahastoissa. Markkinoilla on myös rahastoja, jotka eivät ota merkintävaiheessa palkkiota lainkaan. Tällaisissa rahastoissa on puolestaan suurempi lunastuspalkkio, joskaan se ei kuitenkaan yleensä nouse yli 1 prosentin. Rahaston vuosittainen hallinnointi- ja säilytyspalkkio voi vaihdella huomattavasti. Esimerkiksi osakerahastoissa palkkioiden vaihteluväli on 0,5–3 % rahaston arvosta. Korkorahastoissa myös nämä palkkiot ovat selvästi pienempiä kuin osakerahastoissa. Joissakin rahastoissa, kuten esimerkiksi riskirahastoissa, palkkio voi olla tuottosidonnainen.

Sijoitusrahastot kansainvälisessä vertailussa

Suomen pienet markkinat ja sijoitusrahastojen myöhäinen käynnistyminen näkyvät sijoitusrahastomarkkinoilla edelleen siten, että Suomessa sijoitusrahastoihin sijoitettujen varojen nimellismäärä oli vielä vuoden 2001 lopussa Länsi-Euroopan pienin (kuvio 2). Myöhäisen käynnistymisen ja epäonnisen käynnistysajankohdan ohella Suomessa on ollut useita muitakin tekijöitä, jotka hidastivat pitkään rahastosijoitusten kasvua. 1990-luvun alun syvä lama, pitkään jatkuneet talletusten verottomuus sekä sijoitusrahastosijoitusten verotukseen liittynyt, lähinnä suoria arvopaperisijoituksia tiukempi verokohtelu varallisuusverotuksessa, hidastivat myös osaltaan rahastosijoitusten kasvua 1990-luvulla. Useassa muussa Euroopan maassa sijoitusrahastosijoituksia on tuettu verottamalla niitä lievemmin kuin suoria arvopaperisijoituksia.

Kuvio 2. **Sijoitusrahastopääomat Euroopassa maittain vuonna 2001**

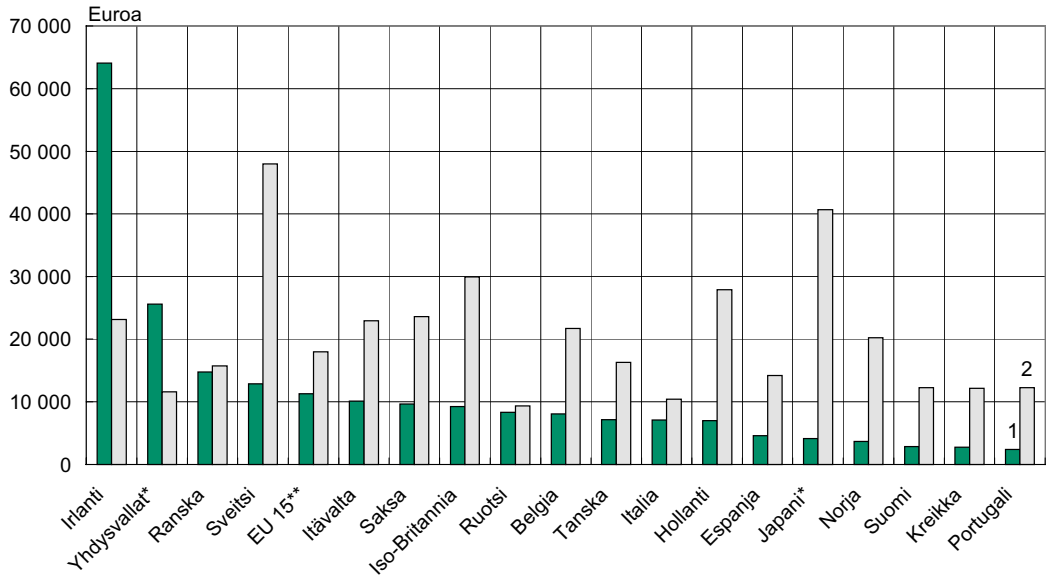


Lähde: FEFSI.

Suomessa rahastomarkkinoiden kasvua on osaltaan hidastanut myös lakisääteinen työeläkejärjestelmä, jonka piirissä on valtaosa väestöstä. Vapaaehtoista eläkesäästämistä ei aikaisemmin koettu tarpeelliseksi, joten eläketurvan vapaaehtoinen täydentäminen käynnistyi Suomessa vasta viime vuosikymmenen lopulla. Tämä on näkynyt myös sijoitusrahastojen kasvun vauhdittumisena. Suomalaisten sijoitusrahastojen kokoa tarkasteltaessa on otettava huomioon myös, että ulkomaisten sijoittajien merkitys on Suomeen rekisteröidyissä rahastoissa vähäinen. Lisäksi osa suomalaisten rahastosijoituksista menee ulkomaisiin, usein Luxemburgissa rekisteröityihin, rahastoihin.

Kotitalouksien rahoitusvarallisuus suuntautui Suomessa pitkään ensisijaisesti verottomiin pankkitalletuksiin sekä aikanaan myös verottomiin obligaatiosijoituksiin. Sijoituskäyttäytyminen muuttui vasta 1990-luvulla osakekurssien voimakkaan nousun ja talletuskorkojen laskun myötä. Tarkasteltaessa talletusten ja sijoitusrahastosijoitusten määrää henkeä kohden eri maissa havaitaan, että talletusten määrä asukasta kohden ei Suomessa eroa merkittävästi useimpien muiden maiden vastaavasta. Sen sijaan rahastosijoitukset asukasta kohden olivat Suomessa edelleen Euroopan pienimmät vuoden 2001 lopussa (kuvio 3).

Kuvio 3. **Sijoitusrahastosijoitukset ja talletukset henkeä kohden eräissä maissa vuonna 2001**



*Syyskuu 2001. **Pl. Luxemburg.
Lähteet: FEFSI ja IMF/IFS.

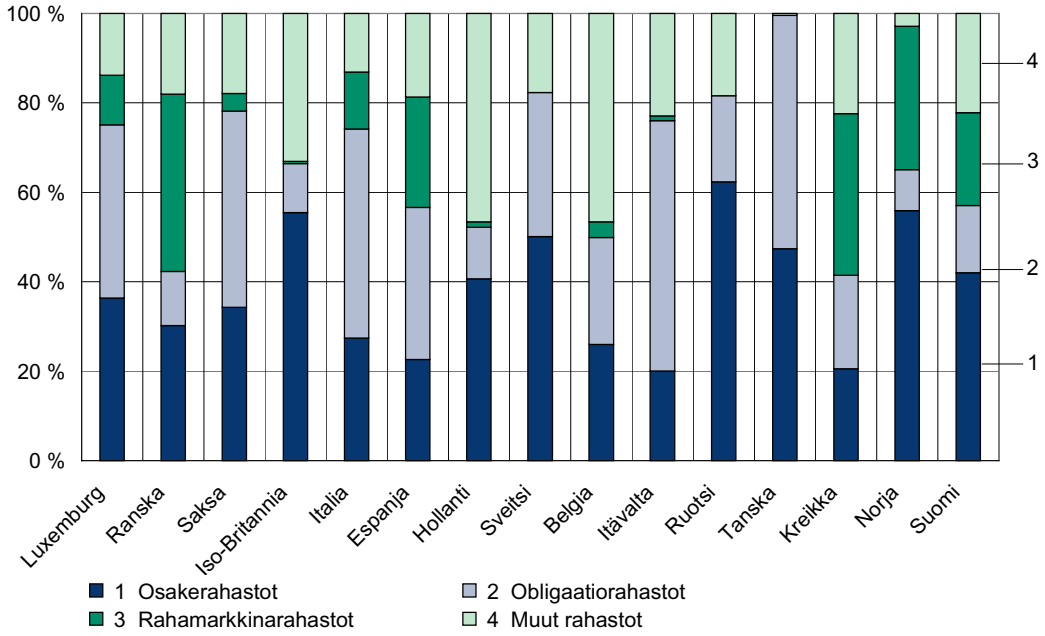
Kotitalouksien varallisuuden allokoitumista ohjaavat myös asunto- ja kiinteistösijoitukset. Varallisuuden kasvaessa yhä suurempi osa sijoituksista suuntautuu arvopaperimarkkinoille ja sijoitusrahastoihin. Tämä kehitys on nähtävissä myös Suomessa. Rahastosijoituksissa tilanne on kuitenkin Suomessa muuttunut muutaman viime vuoden aikana erittäin nopeasti. Suomalaisten sijoitusrahastojen keskimääräinen kasvuvauhti vuodesta 1995 vuoden 2001 loppuun on ollut nopeinta Euroopan yhteisön jäsenmaista. Ainoa maa, jossa sijoitusrahastojen kasvuvauhti on yltänyt lähelle Suomea, on Irlanti, jossa rahastomarkkinoita on pyritty kehittämään liberaalilla lainsäädännöllä ja verotuksella. Irlannissa kasvavat nopeasti erikoissijoitusrahastot, jotka eivät kuulu EU:n yhteissijoitusyrityksiä sääntelevän direktiivin piiriin. Vaikka näitä rahastoja ei voi markkinoida muissa Euroopan talousalueen maissa, rahastojen verottomuus on houkuttelut ulkomaisia rahastosijoittajia runsaasti Irlannin rahastomarkkinoille.

Suomalaiset sijoitusrahastot ovat vuoden 1999 jälkeen integroituneet tiiviisti kansainvälisille – ensisijaisesti euroalueen – sijoitusmarkkinoille. Suomalaisten rahastojen sijoituksista huomattava osa suuntautuu nykyisin euroalueen osake- ja korkomarkkinoille. Rahastojen sijoitussalkkujen rakenne on sijoitusten alueellisen jaon lisäksi muuttunut myös entistä osakepainotteisemmaksi ja samankaltaiseksi kuin pitempään toiminnassa olleilla rahastomarkkinoilla. Selkeimmät

erot eri maiden rahastosijoitusten välillä ovat rahamarkkinarahastoissa. Lyhytaikaisten korkojen aleneminen on jossain määrin vähentänyt rahamarkkinarahastojen sijoitusten kiinnostavuutta koko euroalueella, mutta Euroopassa on useita maita, kuten Saksa, Iso-Britannia, Itävalta ja Hollantia, joissa rahamarkkinarahastojen osuus rahastomarkkinoista on pieni. Suomessa rahamarkkinarahastojen eli lyhyiden korkorahastojen osuus on supistunut 1990-luvun puolivälistä, mutta on edelleen viidennes rahastomarkkinoista.

Useimmissa Euroopan maissa sijoitusrahastot ovat pääasiassa direktiivin mukaisia yhteissijoitusyrityksiä eli ns. UCITS-rahastoja. Selkein poikkeus on Saksa, jossa UCITS-rahastojen osuus on vain kolmannes sijoitusrahastomarkkinoista. Irlannissa UCITS-rahastojen osuus on runsas puolet markkinoista ja nopeimmin kasvava alue ovat erilaiset erikoissijoitusrahastot. Myös Suomessa erikoissijoitusrahastojen kasvu on ollut parin viime vuoden aikana varsin ripeää, ja niiden osuus markkinoista oli maaliskuun 2002 lopussa vajaat 10 % kaikista rahastoista (kuvio 4).

Kuvio 4. **Sijoitusrahastosijoitusten jakautuminen eräissä maissa vuonna 2001**



Lähde: FEFSI.

3.2.2 Sijoituspalveluyritykset

Sijoituspalvelulla tarkoitetaan a) omissa nimissä toisen lukuun harjoitettavaa erilaisten sijoituskohteiden ostoa, myyntiä, vaihtoa ja merkintää sekä sijoituskohteita koskevien toimeksiantojen välittämistä, b) markkinatakausta, c) emissiotakausta, d) emissioiden järjestämistä sekä e) omaisuudenhoitoa. Sijoituspalveluyritys voi näiden tehtävien ohella pitää esimerkiksi arvo-osuusrekisteriä ja toimia selvitysosapuolena sekä hoitaa säilytysyhteisön tehtäviä. Sijoituspalveluyritysten toimintaa Suomessa säätelevät laki sijoituspalveluyrityksistä sekä laki ulkomaisten sijoituspalveluyritysten oikeudesta tarjota sijoituspalveluja Suomessa. Molemmat lait tulivat voimaan vuonna 1996. Sijoituspalveluja saavat Suomessa tarjota yleisölle vain Euroopan talousalueella toimiluvan saaneet luotto- tai rahoituslaitokset sekä sijoituspalveluyritykset.

Kotimaahan rekisteröityneitä ja kotimaisen valvonnan alaisia sijoituspalveluyrityksiä toimii Suomessa noin 50. Näiden ohella Suomessa toimii kolme ulkomaisten sijoituspalveluyritysten sivuliikettä. Euroopan talousalueella toimiluvan saaneita ulkomaisia, maasta toiseen sijoituspalveluja tarjoavia sijoituspalveluyrityksiä on valvojalle, eli Rahoitustarkastukselle, ilmoittautunut noin 180.

Sijoituspalveluyritysten kannattavuus jatkui hyvänä aina vuoteen 2001 saakka, jolloin niiden se heikkeni huomattavasti: useiden sijoituspalveluyritysten tulokset olivat jopa tappiollisia vuonna 2001. Kotimaiset emissiot, erityisesti osakemarkkinoilla hiipuivat lähes olemattomiin. Myös yksityisen sektorin velkakirjamarkkinoiden emissiot olivat vähäistä kuten useina edellisinäkin vuosina. Kotimaiset välittäjät menettivät markkinaosuuksiaan Helsingin Pörssissä etävälittäjien tullessa voimallisesti Suomen osakemarkkinoille. Kansainväliset investointipankit ovat ottaneet Helsingin Pörssin osakevaihdosta huomattavan markkinaosuuden. HEXissä toimi huhtikuun 2002 lopussa 24 etävälittäjää. Niiden markkinaosuus tammi-huhtikuun 2002 koko osakevaihdosta oli jo 45 %. Lisäksi myös monet muut investointipankkitoiminnasta tulevat tuotot, kuten esimerkiksi yrityskaupoista tulevat tuotot ovat vähentyneet voimakkaasti.

Sijoituspalveluyritysten varsinaisia kasvualueita ovat viime vuosina olleet sijoitusrahastomarkkinat sekä omaisuudenhoitopalvelut. Vaikka pankkien ulkopuolisten sijoitusrahastoyhtiöiden markkinaosuus on supistunut, rahastosijoitusten kasvu on taannut rahastotoiminnan kasvun myös sijoituspalveluyritysten hallinnoimien rahastojen osalta. Sijoituspalveluyritykset tarjoavat pankkien tapaan laajoja omaisuudenhoitopalveluja sekä yksityishenkilöille että erilaisille ins-

tituutioille, kuten esimerkiksi pienemmille eläkelaitoksille, kunnille ja säätiöille.

3.2.3 Tulevaisuudennäkymiä

Erittäin ripeästä kasvusta huolimatta sijoitusrahastojen merkitys Suomen rahoitus- ja sijoitusmarkkinoilla on kansainvälisesti vertailtuna vähäinen. Rahastosijoitukset henkeä kohden olivat vuoden 2001 lopussa vain vajaat 3 000 euroa, joten kotitalouksien rahastosijoitusten kasvupotentiaali on tulevaisuudessakin edelleen huomattava, mikäli kotitalouksien arvopaperisijoitukset jatkavat kasvuaan. Lisäksi sijoitusrahastojen osuus kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta kasvanee esimerkiksi suorien joukkovelkakirjasijoitusten kustannuksella. Vuoden 2001 lopussa sijoitusrahastojen osuus kotitalouksien koko rahoitusvarallisuudesta oli noin 7 %. Markkinoille myytävät rahamarkkinapaperit tai joukkovelkakirjalainat on pääasiassa tarkoitettu tukkumarkkinoille, joten korkorahastot ovat käytännössä ainoa sijoituskanava, jos kotitaloudet haluavat sijoittaa varojaan muille korkomarkkinoille kuin talletuksiin.

Rahastojen kasvua tukee lähivuosina myös se, että lakisääteiseen työeläkejärjestelmään kuuluvat rahastot kasvavat vielä usean vuoden ajan. Erityisesti pienet eläkekassat ja -säätiöt sijoittavat varojaan arvopaperimarkkinoille myös sijoitusrahastojen kautta. Vapaaehtoinen henki- ja eläkevakuutussäästäminen kasvanee edelleen jatkossa, mikä myös tukee sijoitusrahastojen kasvua.

Usean vuoden ajan valmistellut yhteissijoitusyrityksiä koskevan ns. UCITS-direktiivin muutokset hyväksyttiin vuoden 2001 lopussa. Sijoitusrahastodirektiivin muutokset ovat osa Euroopan yhteisön rahoituspalvelumarkkinoiden toimintasuunnitelmaa, joka ensimmäisen kerran hyväksyttiin vuonna 1999. Tämä merkitsee muutosta myös suomalaisten sijoitusrahastojen toimintaympäristöön. Esimerkiksi sijoitustoimintaa koskevaa sääntelyä liberalisoidaan eurooppalaisten sijoitusrahastojen kilpailukyvyn säilyttämiseksi. Uudistusten myötä moni nykyisin erikoisijoitusrahastona toimiva kotimainen sijoitusrahasto muuttuu direktiivinen mukaiseksi yhteissijoitusyritykseksi eli sijoitusrahastoksi. Esimerkiksi toisiin sijoitusrahastoihin sijoittavat rahasto-osuusrahastot voivat halutessaan muuttua direktiivin mukaisiksi sijoitusrahastoksi. Lisäksi markkinoille tullee myös sellaisia käteisrahastojen nimikkeellä toimivia sijoitusrahastoja, joiden varat sijoitetaan luottolaitosten talletuksiin. Rahastoyhtiöiden toimiala on tällä hetkellä rajattu sijoitusrahastojen hallinnointiin. Tulevaisuudessa rahastoyhtiöt voivat tarjota asiakkailleen myös omaisuudenhoitopal-

veluja. Lisäksi rahastoyhtiöt voivat tarjota palveluita ja perustaa sivukonttoreita kaikkialla ETA-maissa. Uusien direktiivien edellyttämät muutokset Euroopan yhteisön jäsenvaltioiden kansallisessa lainsäädännössä on toteutettava elokuunhun 2003 mennessä, ja uudet säännökset tulevat sovellettaviksi viimeistään helmikuussa 2004.

Lähdeluettelo

Harju, I. – Syyrilä, J. (2001) **Sijoitusrahastolainsäädäntö.** Helsinki.

FEFSI (2002) **Quarterly Statistical Release.**

IMF (2002) **International Financial Statistics.**

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys (2002) **Rahastoraportti.**

Tilastokeskus (1995) **Sijoitusrahastot.**

Tilastokeskus (2000) **Sijoitusrahastot.**

Raoul Berglund
Timo Laakso
Hely Salomaa
Vakuutusvalvontavirasto

3.3 Vakuutusyhtiöt

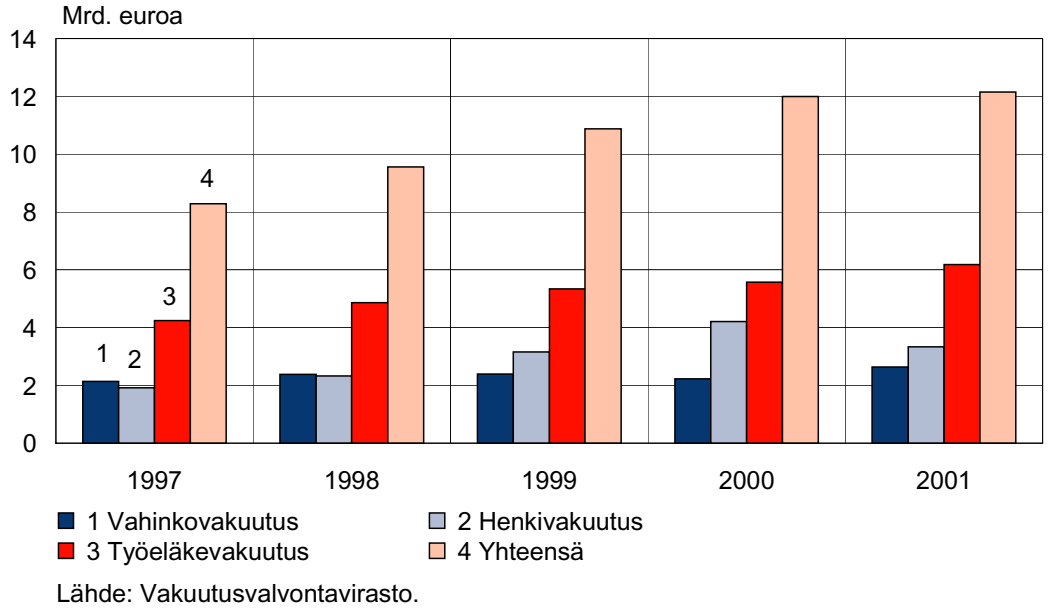
Suomen vakuutusmarkkinat ovat pohjoismaiseen tapaan pysyneet keskittyneinä. Vuoden 2001 lopulla vakuutustoiminnan harjoittamiseen tarvittava toimilupa oli Suomessa 54 vakuutusyhtiöllä, joista 33 oli vahinko- ja jälleenvakuutusyhtiöitä, 15 henkiyhtiöitä ja 6 työeläkevakuutusyhtiöitä. Tämän lisäksi vakuutuspalveluja tarjoaa 340 ulkomaista vakuutusyhtiötä. Niistä 17 toimii Suomeen perustetun edustuston kautta ja 323 on ETA-maiden yhtiöitä, jotka toimivat vapaan tarjonnan periaatteen mukaan. Vain muutama ulkomainen vakuutusyhtiö on ollut Suomessa aktiivinen. Koska ulkomaisten vakuutusyhtiöiden osuutta Suomen vakuutusmarkkinoista ei riittävän luotettavasti tiedetä, jäljempänä esitettävät tilastotiedot koskevat vain Suomessa toimiluvan saaneita vahinko-, henki- ja työeläkevakuutusyhtiöitä, vakuutusyhdistyksiä ja ns. kolmansien maiden vakuutusyhtiöiden[1] edustustoja. Tarkastelun ulkopuolelle jääviä muita vakuutustoimintaan liittyviä laitoksia ovat eläkesäätiöt, eläkekassat, lailla perustetut eläkelaitokset, Kuntien eläkevakuutus ja Valtion eläkerahasto.

Vakuutustoiminta on Suomessa kehittynyt viime vuosina suotuisasti. Vakuutusmaksutulot ovat kasvaneet, ja sijoitustoiminnan kirjanpidollinen tulos on lähinnä kirjanpitokäytännön takia muodostunut sijoitusmarkkinoiden laskukausina paremmaksi ja sijoitusmarkkinoiden nousukausina huonommaksi kuin sijoitusten käypien arvojen muutoksista voisi olettaa. Tuloslaskelman tulokset ovat olleet hyviä, ja vakuutusyhtiöiden vakavaraisuus on kehittynyt myönteisesti. Vakuutusmaksutulon keskimääräinen vuotuinen kasvuprosentti on vuosina 1997–2001 ollut noin 7,9 % (kuvio 1). Vahinkovakuutuksen maksutulo on perinteiseen tyyliin kasvanut maltillisesti. Erilaiset sijoitusvakuutustuotteet ovat viime vuosina olleet suuressa suosiossa, mikä on merkittävästi kasvattanut henkivakuutusyhtiöiden saamaa vakuutusmaksutuloa. Työeläkevakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulo seuraa kehitykseltään melko hyvin palkkasummaa, joka onkin viime vuosina

[1] Kolmannen maan vakuutusyhtiöllä tarkoitetaan ulkomaista vakuutusyhtiötä, jonka kotivaltio ei kuulu Euroopan talousalueeseen. Vaikka Sveitsi kuuluu myös kolmansiin maihin, sveitsiläisten vahinkovakuutusyhtiöiden toiminnalle on säädetty erillinen laki.

ollut kasvussa. Vuonna 2001 vahinkovakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulo oli noin 2,6 miljardia, henkivakuutusyhtiöiden noin 3,3 miljardia ja työeläkevakuutusyhtiöiden noin 6,2 miljardia euroa.

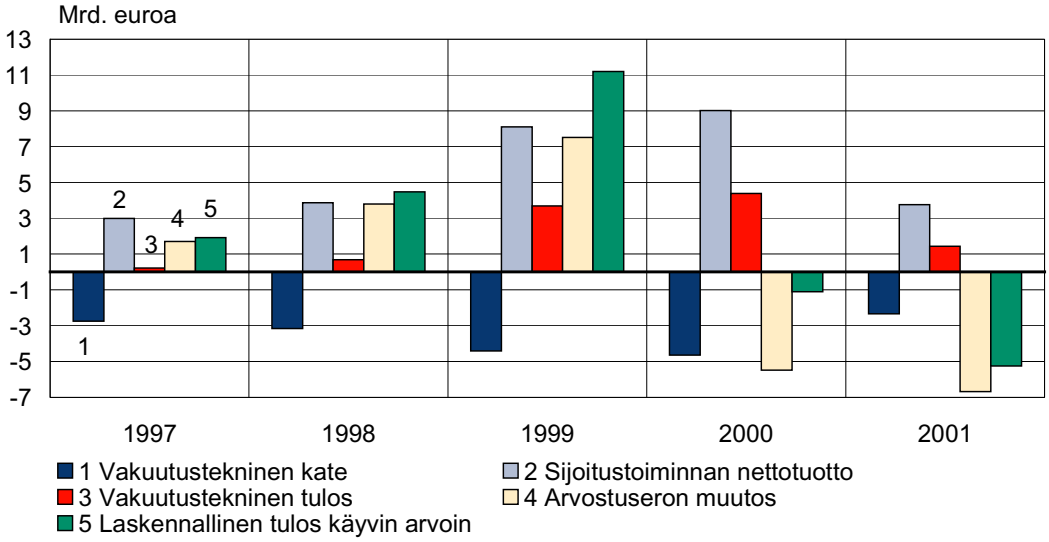
Kuvio 1. **Vakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulot vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Sijoitusomaisuus arvostetaan vakuutusyhtiön taseessa yleensä ns. alimman arvon periaatteella, eli se arvostetaan hankintahetkellä alkuperäisen hankintamenon mukaisesti, ja myöhemmin siitä vähennetään arvonalennus, jos sijoituksen käypä arvo laskee alle hankintamenon. Tehty arvonalennus on kuitenkin palautettava hankintamenon mukaiseksi, jos käypä arvo uudelleen nousee. Jos käypä arvo on pysyvästi ja olennaisesti suurempi kuin hankintameno, voidaan tehdä arvonkorotus. Käyvän arvon ja kirjapitoarvon erotuksena muodostuu arvostusero, joka ilmoitetaan tilinpäätöksen liitetiedoissa. Arvostusero sisältyy vakuutusyhtiön toimintapääomaan, ja näin ollen sijoitusomaisuuden markkina-arvonheilahtelut joko lisäävät tai vähentävät vakuutusyhtiön vakavaraisuutta täydellä painollaan.

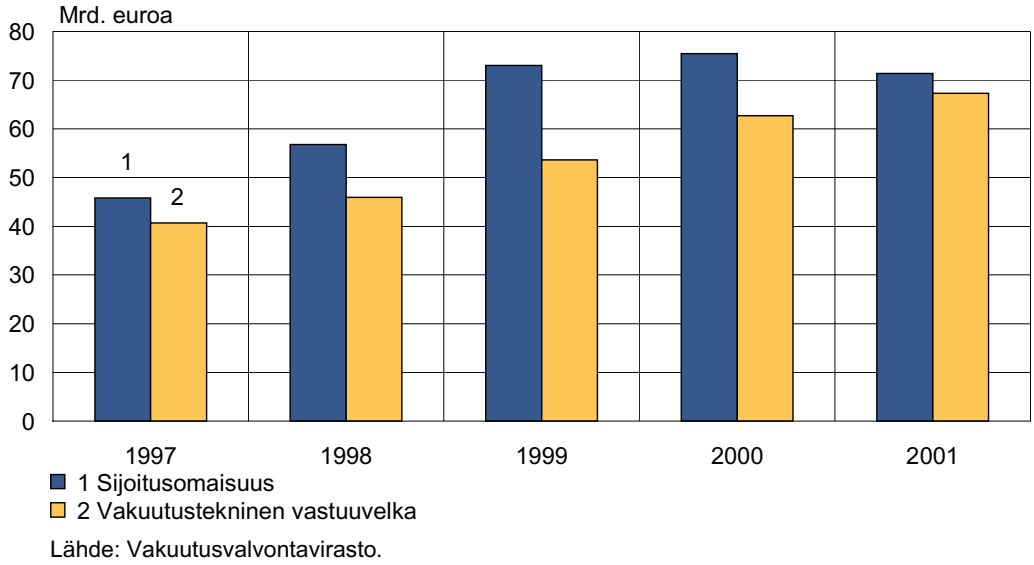
Kuvio 2. **Vakuutusyhtiöiden tulokset vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Vakuutusyhtiöiden liiketuloksen laskentaperiaatteet poikkeavat toisistaan sen mukaan, onko kysymyksessä vahinko-, henki- tai työeläkevakuutusyhtiö. Jotta olisi mahdollista verrata vahinko-, henki- ja työeläkevakuutustoimintaa keskenään, vakuutustekninen tulos on tässä yksinkertaisesti määritelty tuloslaskelman vakuutusteknisen katteen ja sijoitustoiminnan nettotuoton summaksi. Laskentaperiaatteen voidaan nähdä vastaavan vakuutusyhtiölaissa vakuutusyhtiön toiminnalle asetettuja rajoituksia. Vakuutusyhtiö ei saa omissa nimissään harjoittaa muuta kuin vakuutustoimintaa ja siihen liittyvää toimintaa, kuten sijoitustoimintaa (kuvio 2). Lisäämällä vakuutustekniseen tulokseen arvostuseron muutos saadaan käsitys laskennallisesta tuloksesta, jossa sijoitusomaisuus on arvioitu käyvin arvoin.

Kuvio 3. **Vakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuus ja vakuutustekninen vastuuvelka vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Vakuutusyhtiön vakuutussopimuksista aiheutuva vastuu kirjataan vakuutustekniseksi vastuuvelaksi. Velkaerä on laskettava turvaavasti, ja se on aina katettava yhtiön omaisuuserillä. Vakuutusyhtiön sijoitustoiminnan yleissääntö on, että vakuutusteknisen vastuuvelan katteena olevat varat on sijoitettava siten, että vakuutusyhtiön harjoittama vakuutustoiminta tulee otetuksi huomioon ja että varojen varmuus, tuotto ja rahaksi muutettavuus sekä niiden monipuolisuus ja hajauttaminen on asianmukaisesti otettu huomioon. Vakuutustoiminnalle on ominaista vastaanotettujen riskien satunnaisheilahtelu. Vakuutusyhtiön vakavaraisuus on terveellä pohjalla, jos yhtiöllä on varoja selviytyä ajanjaksoista, joina vakuutustekninen tulos on heikko tai sijoitusten markkina-arvot ovat huonot. Vakavaraisuudeltaan hyvällä vakuutusyhtiöllä on sen vuoksi vakuutusteknisen vastuuvelan katteena olevien sijoitusten lisäksi muita sijoitusvaroja. Nämä varat otetaan huomioon vakuutusyhtiön toimintapääomassa, ja sen vuoksi vakuutusyhtiön koko sijoitusomaisuus onkin yleensä suurempi kuin vakuutustekninen vastuuvelka (kuvio 3). Vakuutusteknisen vastuuvelan luonne ja vakavaraisuusvaatimukset vaihtelevat sen mukaan, onko kysymyksessä vahinko-, henki- vai työeläkevakuutusyhtiö.

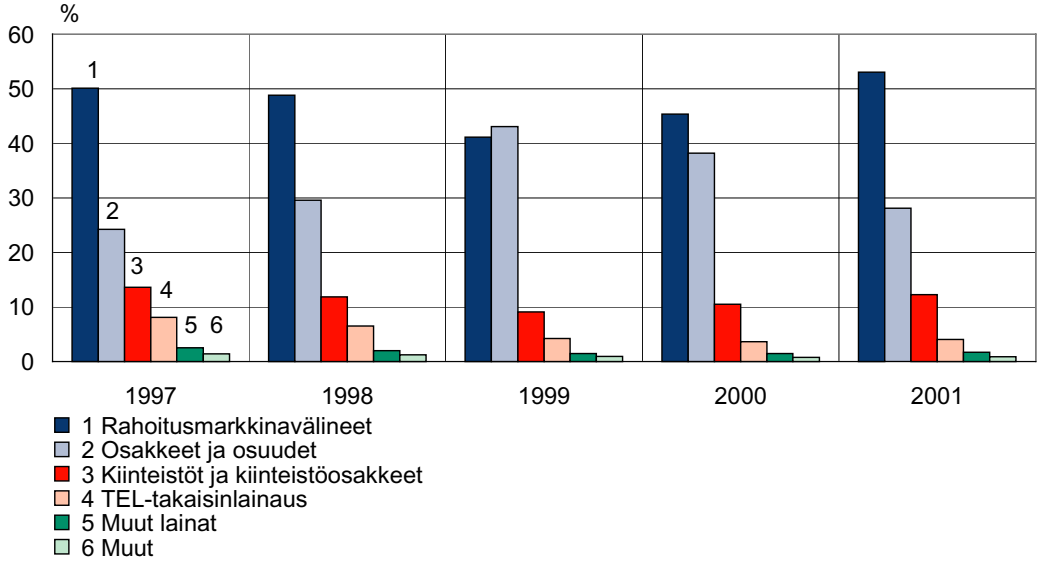
Vakuutusyhtiö- ja työeläkevakuutusyhtiölaissa säädetään, millaista omaisuutta vastuuvelan katteessa tulee olla. Tärkeimmät omistuslajit ovat seuraavat:

- joukkovelkakirjalainat ja muut rahoitusmarkkinavälineet
- velkasitoumuksiin perustuvat laina- ja muut saamiset
- osakkeet ja muut tuotoltaan vaihtelevat omistusosuudet
- kiinteistöt, rakennukset ja kiinteään omaisuuteen kohdistuvat oikeudet
- rahat ja pankkisaamiset.

Laissa säädetään tarkemmin katteeseen kuuluvien varojen varmuudesta, tuotosta ja rahaksi muutettavuudesta sekä varojen asianmukaisesta monipuolisuudesta ja hajauttamisesta. Asetuksessa säädetään eri omaisuuslajeihin kuuluvien varojen enimmäismäärästä eli siitä, kuinka paljon vastuuvelan katteesta voi olla esimerkiksi osakkeissa tai kiinteistöissä. Riittävää ei ole hajauttaa katteeseen kuuluvia varoja vain eri omaisuuslajeihin. Tämän takia säädetään myös enimmäismäärät yksittäisille riskikeskittymille eli se, kuinka paljon esimerkiksi yhden yrityksen osakkeilla voidaan enintään kattaa vastuuvelkaa. Maksuvalmiusriski on otettu huomioon säätämällä enimmäismäärä vaikeasti realisoitaville eli epälikvideille sijoituksille. Vakuutusyhtiön sijoitusomaisuus koostuu suurimmilta osin joukkovelkakirjalaina-, osake- ja kiinteistösijoituksista.

Vakuutusyhtiön hallituksen on laadittava yhtiön varojen sijoittamista koskeva sijoitussuunnitelma ja pidettävä se ajan tasalla. Sijoitussuunnitelmaa laadittaessa on otettava huomioon vakuutusyhtiön toimintaympäristön tila ja kehitysnäkymät, yhtiön sijoituksiin sisältyvät riskit tuoton, turvaavuuden ja valuuttakurssien muutoksen suhteen, vakuutusyhtiön vastuuvelan luonteen asettamat vaatimukset sijoitusten tuoton ja maksuvalmiuden suhteen ja vakuutusyhtiön riskinkantokyvyn sijoitustoiminalle asettamat rajoitukset sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Sijoitussuunnitelman on osoitettava, että yhtiön vastuuvelkaa kattavat varat sijoitetaan lakien ja määräysten vaatimusten mukaisesti.

Kuvio 4. **Vakuutusyhtiöiden sijoitusjakauma käyvin arvoin vuosina 1997–2001**



Lähteet: Vakuutusvalvontavirasto ja Vakuutusyhtiöiden keskusliitto.

Viime vuosina osakesijoitusten lisääntyminen ja pörssikurssien kohoaminen ovat kasvattaneet osakkeiden suhteellista ja absoluuttista osuutta vakuutusyhtiöiden sijoituskannasta (kuvio 4). Osakkeiden määrä vaihtelee vakuutusyhtiötyypeittäin. Vakavaraisuutta ja vastuuvelan luonnetta kuvastaen suhteellisesti kaikkein eniten osakkeisiin ovat sijoittaneet vahinkovakuutusyhtiöt ja kaikkein vähiten työeläkevakuutusyhtiöt. Vakuutusyhtiöt ovat viime vuosina lisänneet voimakkaasti ulkomaisia sijoituksia. Ulkomaisten sijoitusten osuus kaikista sijoituksista oli vuoden 1997 lopulla noin 8 %, vuoden 1998 lopussa noin 12 %, vuoden 1999 lopussa noin 22 %, vuoden 2000 lopussa noin 41 prosenttia ja vuoden 2001 lopussa hieman yli 50 %.

Taulukko 1. **Vakuutusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Joukkovelkakirjalainat					
Ostot	7 355	14 306	12 209	26 394	35 253
Myynnit ja kuoletukset	–4 702	–10 816	–9 600	–21 367	–33 356
Netto	2 653	3 490	2 609	5 027	1 897
TEL-takaisinlainaus					
Ostot	281	969	1 083	204	375
Kuoletukset	–1 533	–1 533	–1 642	–490	–525
Netto	–1 252	–564	–559	–286	–150
Osakkeet ja osuudet					
Ostot	2 573	5 536	5 804	10 349	7 967
Myynnit	–1 375	–3 259	–5 864	–11 630	–6 767
Netto	1 198	2 277	–59	–1 281	1 200
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet					
Ostot	395	810	378	1 937	709
Myynnit	–302	–670	–249	–366	–260
Netto	93	140	130	1 571	449

Lähde: Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto.

Vakuutusyhtiöiden nettosijoitukset ovat vuosina 1997–2000 seuranneet suhteellisen tarkasti rahoitusmarkkinoiden yleistä kehitystä (taulukko 1). Osakkeiden arvojen ollessa kasvussa vakuutusyhtiöt ovat aktiivisesti lisänneet osakkeiden painoa sijoitussalkussa, ja vastaavasti osakkeiden arvojen ollessa laskussa nettosijoitukset ovat kohdistuneet joukkovelkakirjalainoihin ja kiinteistöihin. Vaikka osakkeiden arvonkehitystä vuonna 2001 voidaan luonnehtia heikoksi, niin nettomääräisesti osakkeita ostettiin enemmän kuin myytiin.

Vakuutusyhtiön sijoitustoiminnan tuotot tuloslaskelmassa muodostuvat osinkotuotoista (osingot, takuupääoman korot ym. voittoosuudet), korkotuotoista (lainasaamiset, joukkovelkakirjalainat ym. rahoitusmarkkinavälineet ja vakuutusmaksu- ym. saamiset), muista tuotoista (kiinteistöjen vuokratuotot, kurssivoitot ym.), palautuneista arvonalennuksista ja myyntivoitoista. Vakuutusyhtiön sijoitustoiminnan kuluja tuloslaskelmassa ovat puolestaan kulut kiinteistösijoituksista, kurssitappiot, sijoitustoiminnan hoitokulut, korkokulut (veloista, jälleenvakuutustoiminnasta ym.), arvonalennukset, rakennusten suunnitelmapoistot ja myyntitappiot. Sijoitustoiminnan nettotuotto tuloslaskelmassa on sijoitustoiminnan tuottojen ja kulujen erotus lisättynä arvonkorotuksilla ja arvonkorotuksien oikaisuilla.

Taulukko 2. **Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuottojen erittely vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Sijoitustoiminnan tuotot					
Osinkotuotot	280	447	831	3 076	1 315
Korkotuotot	1 835	1 926	1 858	2 258	2 423
Muut tuotot	514	605	671	855	1 092
Palautuneet arvonalennukset	136	57	270	81	297
Myyntivoitot	752	2 054	3 680	5 722	2 437
Tuotot yhteensä	3 517	5 089	7 310	11 992	7 565
Sijoitustoiminnan kulut					
Kiinteistösijoitukset	–297	–301	–304	–327	–384
Kulut muista sijoituksista	–66	–184	–273	–352	–442
Korkokulut ja muut vieraan pääoman kulut	–39	–36	–25	–31	–47
Arvonalennukset	–177	–603	–391	–1 498	–1 986
Rakennusten suunnitelmapoistot	–39	–48	–42	–36	–36
Myyntitappiot	–42	–84	–219	–548	–714
Kulut yhteensä	–660	–1 255	–1 253	–2 791	–3 608
Sijoitustoiminnan nettotuotto ennen arvonkorotuksia	2 857	3 834	6 057	9 201	3 957
Arvonkorotukset	131	25	2 052	68	31
Arvonkorotuksen oikaisu	–6	–3	–8	–250	–227
Sijoitustoiminnan nettotuotto tuloslaskelmassa	2 981	3 855	8 101	9 019	3 761

Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

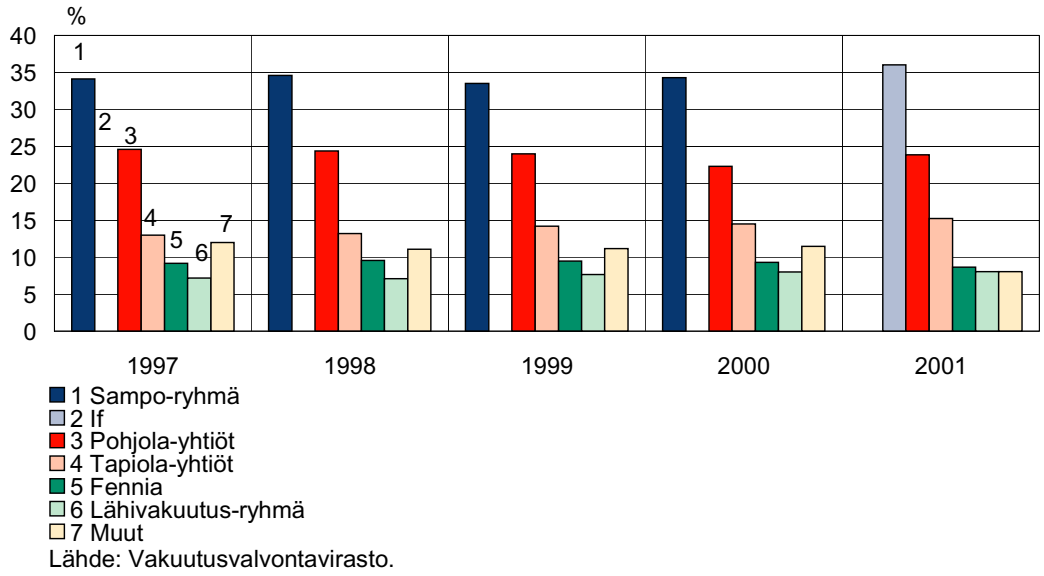
Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan kirjanpidolliset nettotuotot ovat viime vuosina, lähinnä osakesijoitusten oikea-aikaisten realisointien (myyntivoitot) ja niiden tuottamien hyvien osinkojen ansiosta olleet erittäin hyvät (taulukko 2). Toinen selitys erinomaisiin tuloksiin liittyy Pohjola-yhtiöiden ja Sampo-ryhmän yritysjärjestelyihin ja näiden yhtiöiden maksamiin poikkeuksellisen suuriin osinkoihin.

3.3.1 Vahinkovakuutus

Vahinkovakuutusyhtiöt tarjoavat tuotteissaan turvaa sellaisten riskien varalta, joita erityisesti leimaa sattumanvaraisuus eli se, toteutuuko esimerkiksi tulipalo, työtapaturma tai liikennevahinko. Useimmiten vakuutussopimukset ovat vuosisopimuksia, joihin liittyy ns. omavastuu. Vahinkovakuutusyhtiön vakuutustekninen kannattavuus perustuu vastaanotettujen vakuutusriskien oikeaan hinnoitteluun eli siihen, ylittävätkö vakuutusmaksu ja sijoitustoiminnan tuotto vakuutussopi-

muksesta aiheutuneet kulut siinä aikavälinä, kun vakuutusmaksut on vastaanotettu ja kulut maksettu.

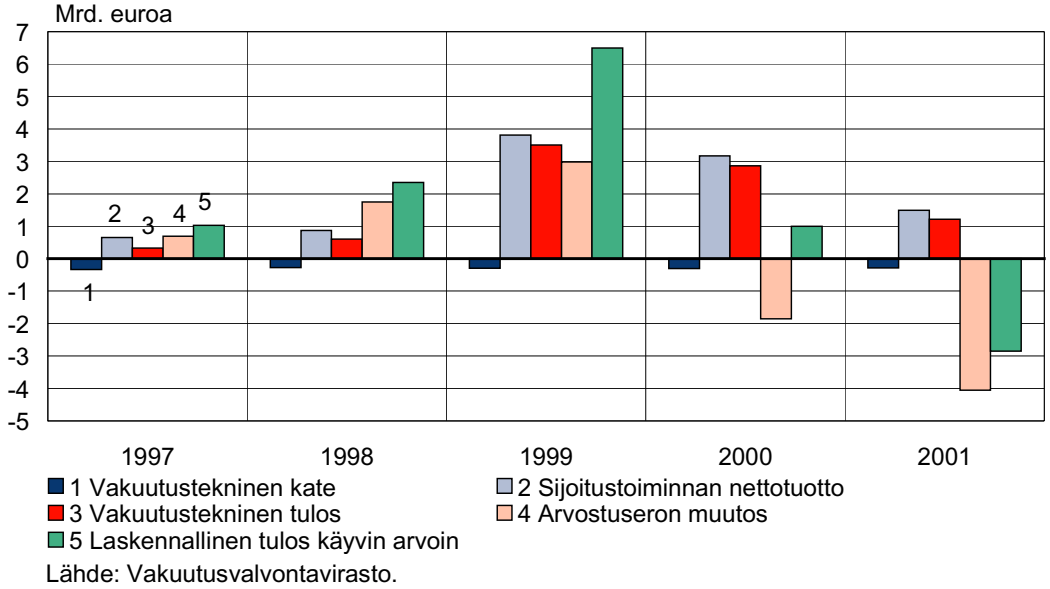
Kuvio 5. **Vahinkovakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulon mukainen markkinaosuus vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Suomen vahinkovakuutusmarkkinat ovat suhteellisen keskittyneet: 5 suurinta ryhmittymää hallitsee noin 92:ta prosenttia markkinoista (kuvio 5). Vahinkovakuutusmarkkinat ovat tunnetusti melko vakaat, eikä suuria markkinaosuuksien- tai volyymienmuutoksia liene tulevaisuudessakaan odotettavissa. Vakuutusmaksutulolla mitattuna vuosien 1997–2001 keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli noin 4,4 %. Karkeana yleissääntönä voidaan pitää, että vahinkovakuutusmarkkinat kasvavat keskimäärin bruttokansantuotteen kasvua vastaavasti.

Kuvio 6. **Vahinkovakuutusyhtiöiden tulokset vuosina 1997–2001**



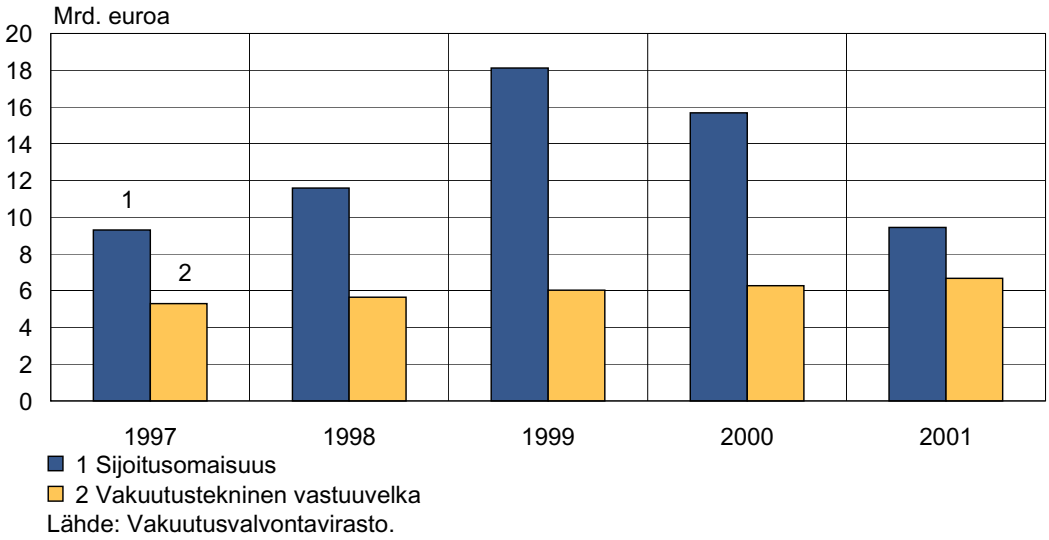
Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Viime vuosina vahinkovakuutusyhtiöiden vakuutustekninen kate on ollut negatiivinen (kuvio 6). Vakuutustuotteiden hinnoittelu asettaa siis sijoitustoiminnalle tuottovaatimuksia. Vahinkovakuutusyhtiöt ovat viime vuosina pyrkineet hinnankorotuksilla parantamaan vakuutusteknistä kannattavuuttaan ja onnistuneet siinä osittain, kun otetaan huomioon tasoitusmäärän puskuroiva vaikutus vakuutustekniseen katteeseen. Tarkastelujakson aikana tuloslaskelman mukainen sijoitustoiminnan nettotuotto on ollut vakuutusteknistä tappiota suurempi. Vakuutusmarkkinoiden yritysjärjestelyiden vuoksi vuosien 1999 ja 2000 vakuutusteknisiä tuloksia voidaan pitää poikkeuksellisina.

Tärkeimmän osan vahinkovakuutusyhtiön vakuutusteknisestä vastuuvelasta muodostavat vakuutussopimuksista vielä maksamatta olevat korvaukset, vahingonselvittelykuluvaraukset ja runsasvahinkoisiksi vuosiksi varattu tasoitusmäärä. Perinteisesti vahinkovakuutuslajien vakuutusteknisen vastuuvelan aikajänne mielletään lyhyeksi. Merkittävä poikkeus ovat sellaiset lajit (esimerkiksi lakisääteinen tapaturmavakuutus, liikennevakuutus, vastuuvakuutus ja vastaanotettu jälleenvakuutus), joissa sattuneet vahingot ilmenevät vasta vuosien kuluessa ja joissa vakuutusyhtiö voi olla velvollinen korvaamaan vahingot eläkemuotoisina korvauksina. Merkittävä osuus lakisääteistä tapaturmavakuutusta tai liikennevakuutusta harjoittavien vahinkovakuutusyhtiöiden vakuutusteknisestä vastuuvelasta onkin eläkemuotoista vastuuta. Mitä pidempi vakuutusteknisen vastuuvelan aikajänne on ja mitä suurempi osuus vakuutusteknisestä vastuuvelasta on eläkemuo-

toisina korvauksina, sitä suurempia tuottovaatimuksia vastuuvelan luonne asettaa sijoitustoiminnalle.

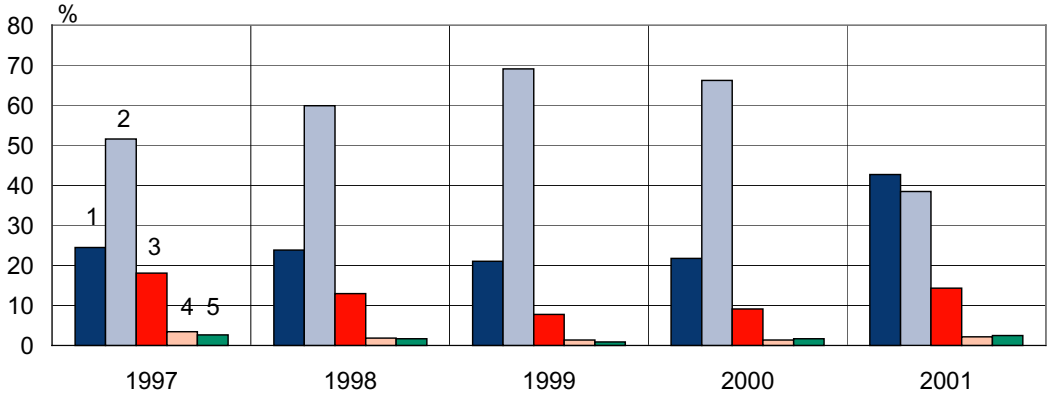
Kuvio 7. **Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuus ja vakuutustekninen vastuuvelka vuosina 1997–2001**



EU-maiden vähimmäispääomavaatimukset vahinkovakuutusyhtiöille ovat yleensä pienemmät kuin Suomen lainsäädännön edellyttämät. Suomessa toimiluvan saaneille vahinkovakuutusyhtiöille on asetettu tiukemmat pääomavaatimukset. Tämän takia sijoitusomaisuuden tulisikin olla merkittävästi suurempi kuin vakuutustekninen vastuuvelka (kuvio 7). Suomen vakavaraisuusvaatimuksissa otetaan huomioon yksittäisen vahinkovakuutusyhtiön olosuhteet ja riskit siten, että mitä suurempi riski on, sitä suuremmat ovat vaatimukset. Kokemus on osoittanut, että erityisesti vakuutusriskeihin sovellettu järjestelmä on jo pitkään toiminut hyvin.

Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitukset kohdistuvat noin 95-prosenttisesti rahoitusmarkkinavälineisiin, osakkeisiin ja osuuksiin sekä kiinteistöihin (kuvio 8). Suomalaisilla vahinkovakuutusyhtiöillä on useimpien muiden maiden vastaaviin yhtiöihin verrattuna enemmän osakesijoituksia. Riskipitoisempaa sijoitustoimintaa puoltaa vahinkovakuutusyhtiöiden hyvä riskinkantokyky ja se, että suomalaisten vahinkovakuutusyhtiöiden vastuuvelka on huomattavasti pidempiaikaista ja suhteellisen suuren eläkevastuun takia helpommin ennakoitavissa.

Kuvio 8. **Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitusjakauma käyvin arvoin vuosina 1997–2001**



1 Rahoitusmarkkinavälineet
2 Osakkeet ja osuudet
3 Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet
4 Muut lainat
5 Muut
Lähde: Vakuutusvaltontavirasto.

Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan painopiste siirtyi vuodesta 1998 alkaen selvästi joukkovelkakirjalainoihin (taulukko 3). Osakekurssien vahvan nousun siivittämänä vahinkovakuutusyhtiöt myivät merkittävästi osakkeita sijoitussalkun tasapainottamiseksi. Kysymyksessä olivat merkittäviltä osin Nokian osakkeet. Huomiota herättävää on myös, että vuotta 2000 lukuun ottamatta nettosijoitukset kiinteistöihin ovat olleet negatiivisia.

Taulukko 3. **Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Joukkovelkakirjalainat					
Ostot	463	1 290	1 633	1 384	2 470
Myynnit ja kuoletukset	–452	–1 053	–843	–1 329	–2 157
Netto	11	237	790	55	313
Osakkeet ja osuudet					
Ostot	673	867	1 076	1 583	999
Myynnit	–423	–790	–2 420	–3 813	–2 279
Netto	250	77	–1 344	–2 231	–1 280
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet					
Ostot	20	26	50	97	55
Myynnit	–83	–63	–105	–75	–119
Netto	–64	–37	–54	21	–64

Lähde: Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto.

Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuotot vuosina 1999 ja 2000 olivat ennätykselliset (taulukko 4). Vuoden 1999 myyntivoitoista suurin osa liittyy Nokian osakkeiden realisointiin. Erityisesti Pohjola-Yhtymä möi merkittävän määrän Nokian osakkeita. Saman vuoden poikkeuksellisen suuri arvonkorotus liittyy Pohjola-Yhtymän uudelleenorganisointiin. Vuoden 1999 loppupuolella Pohjola-Yhtymä kirjasi arvonkorotuksia Nokian osakkeistaan, jotka myytiin vuoden 2000 alkupuolella ja jaettiin osakkeenomistajille osinkoina. Merkittäviä Pohjola-Yhtymän omistajia olivat tuolloin mm. Sampo-ryhmän vahinkovakuutusyhtiöt, jotka kirjasivatkin tuntuvat osinkotuotot vuodelle 2000.

Taulukko 4. **Vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuottojen erittely vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Sijoitustoiminnan tuotot					
Osinkotuotot	143	244	455	1 847	523
Korkotuotot	224	211	215	288	283
Muut tuotot	173	158	170	176	203
Palautuneet arvonalennukset	58	16	75	28	59
Myyntivoitot	253	573	1 663	1 349	941
Tuotot yhteensä	851	1 201	2 578	3 687	2 009
Sijoitustoiminnan kulut					
Kiinteistösijoitukset	–87	–83	–78	–73	–74
Kulut muista sijoituksista	–21	–50	–61	–62	–96
Korkokulut ja muut vieraan pääoman kulut	–15	–14	–6	–8	–12
Arvonalennukset	–44	–126	–123	–250	–213
Rakennusten suunnitelmapoistot	–19	–21	–17	–13	–12
Myyntitappiot	–5	–33	–53	–113	–110
Kulut yhteensä	–191	–327	–339	–520	–517
Sijoitustoiminnan nettotuotto ennen arvonkorotuksia	661	874	2 239	3 168	1 492
Arvonkorotukset	0	0	1 567	1	0
Arvonkorotuksen oikaisu	0	0	–2	–1	0
Sijoitustoiminnan nettotuotto tuloslaskelmassa	660	873	3 804	3 168	1 492

Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

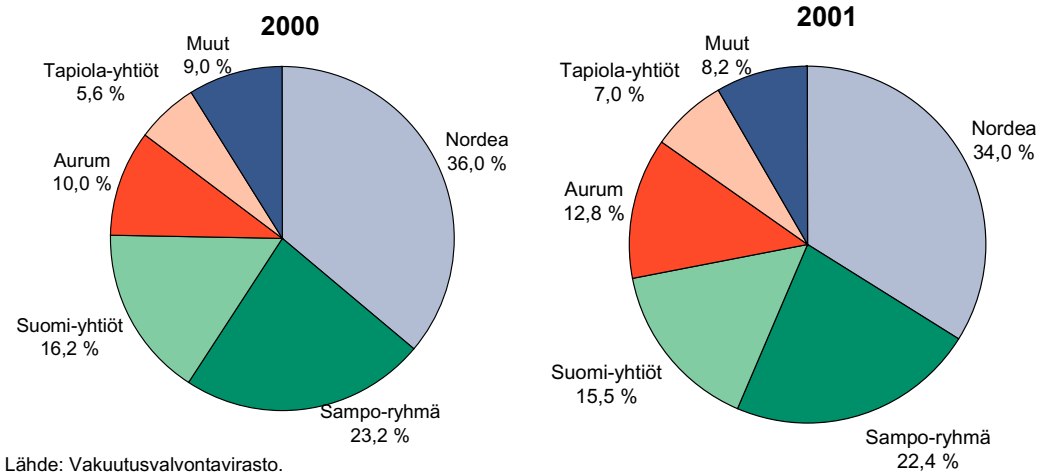
Kaikkiaan vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ovat viime vuosina leimanneet Pohjola-konsernin ja Sampo-ryhmän erilaiset yritysjärjestelyt, joissa sijoitusomaisuutta on joko myyty ja maksettu osinkoina osakkeenomistajille tai varoja on jätetty omistusyhteisöille siirtämällä vakuutuskannat uusiin perustettuihin vakuutusyhtiöihin.

Tämän takia ohessa esitetyt taulukot eivät välttämättä anna täysin oikeaa kuvaa vahinkovakuutusyhtiöiden varsinaisesta sijoitustoiminnasta.

3.3.2 Henkivakuutus

Henkivakuutusyhtiöt myöntävät turvaa kuoleman, sairauden tai tapaturman varalta. Vakuutuksiin liitetään myös yleensä pitkäjaksoinen säästötekijä eli ns. elämänvaravakuutus. Tuotteista keskeisimmät ovat vakuutussäästötuotteet eli ns. eläke- ja sijoitusvakuutukset. Puhdasoppisissa sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa vakuutuksenottaja kantaa sijoitusriskin, mutta toistaiseksi suurimman suosion saaneissa perinteisissä laskuperustekorkoisissa säästövakuutuksissa henkivakuutusyhtiö myöntää pääomalle kiinteän laskuperustekoron lisäksi myös useimmiten erilaisia lisäetuja, joiden perustana on vakuutusten tuottama ylijäämä. Sen perustekijät ovat laskuperusteen mukainen teoreettinen riskimeno, josta on vähennetty todellinen riskimeno (riskiliike), vakuutusyhtiön sijoitustoiminnan realisoitunut nettotulos, josta on vähennetty laskuperustekoron aiheuttama tuottovaade (korkoliike), sekä vakuutusten tilivuodelle kohdistuvien liikekustannuserien ja todellisten liikekustannusten välinen erotus (kustannusliike).

Kuvio 9. **Henkivakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulon mukainen markkinaosuus vuosina 2000–2001**

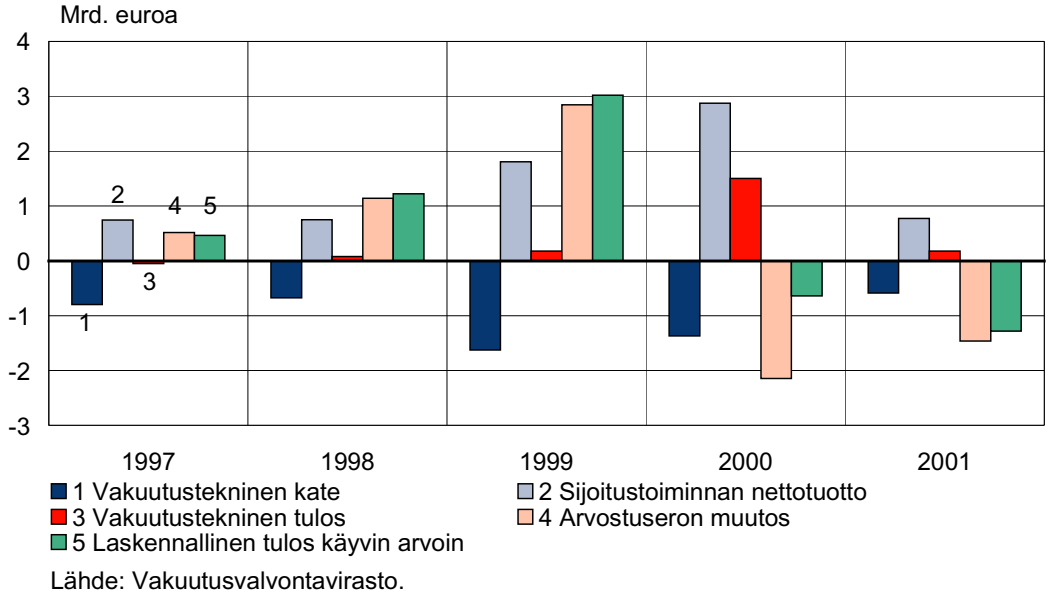


Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Suomen henkivakuutusmarkkinat ovat vahinkovakuutusmarkkinoiden tavoin suhteellisen keskittyneet, ja 5 suurinta ryhmää hallitsee noin

92:ta prosenttia markkinoista (kuvio 9). Toisin kuin vahinkovakuutusmarkkinat, henkivakuutusmarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet voimakkaasti. Vakuutusmaksutulolla mitattuna vuosien 1997–2001 keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli 11,7 %. Viime vuosina sijoitusvakuutukset ja erityisesti sijoitussidonnaiset sijoitusvakuutukset ovat kasvaneet voimakkaasti ja niistä on tullut merkittävä säästämisen ja varojen sijoittamisen muoto perinteisen pankki-, obligaatio-, rahasto- ja osakesäästämisen rinnalle. Viime aikoina on myös entistä enemmän ruvettu varautumaan eläkkeellejääntiin, mikä on niin ikään lisännyt vapaaehtoisten eläkevakuutusten myyntiä.

Kuvio 10. **Henkivakuutusyhtiöiden tulokset vuosina 1997–2001**

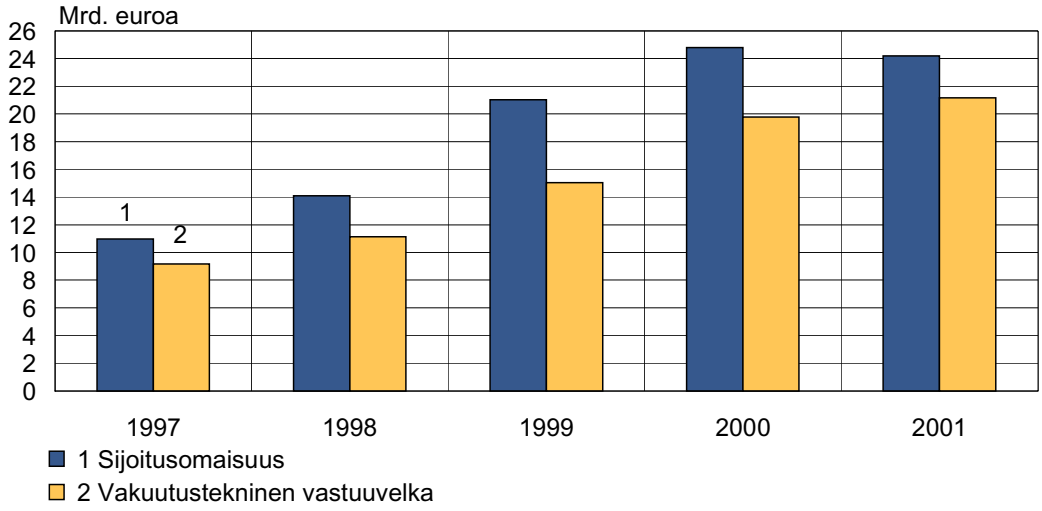


Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Vakuutusyhtiölain mukaan henkivakuuttamisessa on noudatettava ns. turvaavuus- ja kohtuullisuusperiaatetta. Turvaavuusperiaatteen mukaan henkivakuutuksen maksujen laskuperusteet on laadittava ottaen huomioon vakuutettujen etujen turvaaminen siten, että vakuutusyhtiö pystyy selviytymään kaikista henkivakuutusten sille aiheuttamista velvoitteista joutumatta käyttämään muita varoja kuin henkivakuutusten vakuutusmaksuja ja niiden sijoittamisesta saatavia tuottoja tavalla, joka saattaisi vaarantaa vakavaraisuusvaatimusten täyttämisen. Kohtuullisuusperiaatteen mukaan ylijäämään osallistuvilla vakuutuksilla on oikeus ylijäämän perusteella annettaviin lisäetuihin. Lisäetuja määritettäessä on kohtuullisessa määrin otettava huomioon sekä näille vakuutuksille annettavien lisäetujen kokonaismäärä että niiden jakautumisen kannalta näiden vakuutusten tuottaman ylijäämän määrä ja

muodostumistapa. Lisäedut eivät kuitenkaan saa vaarantaa yhtiön vakavaraisuusvaatimusten täyttämistä tai lisäetujen jatkuvuutta. Kohtuullisuusperiaatteen mukaisesti lisäetuja annettaessa on myös pyrittävä tasaisuuteen eli asiakashyvityksien vuositasoissa tulisi välttää suuria vaihteluja. Vuotta 2000 lukuun ottamatta henkivakuutusyhtiöt ovatkin jakaneet suurimman osan tuloksistaan asiakkaille asiakashyvityksinä, mikä näkyy pienehköinä vakuutusteknisinä tuloksina (kuvio 10).

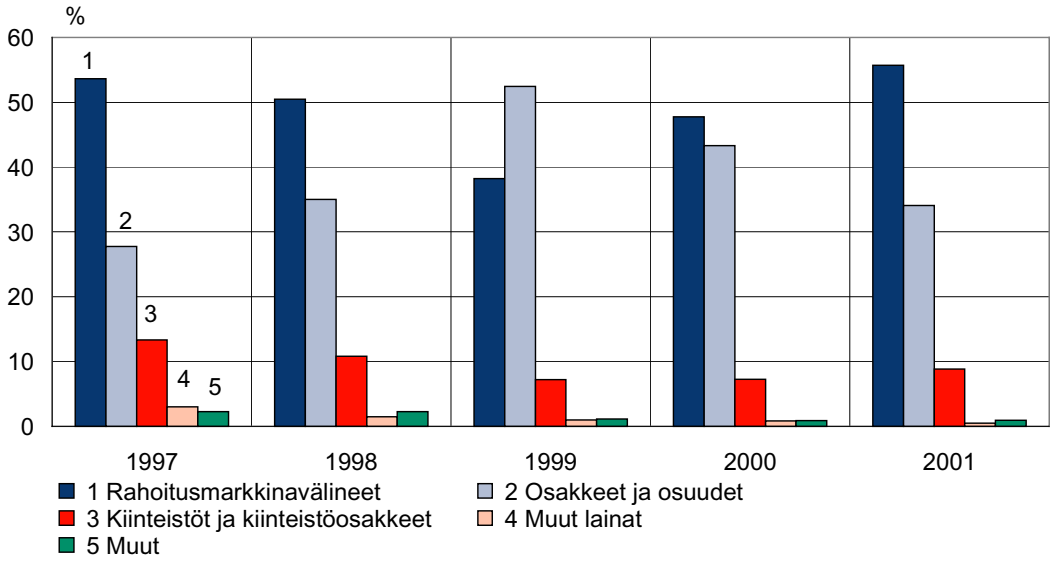
Kuvio 11. **Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuus ja vakuutustekninen vastuuvelka vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Koska erilaiset säästövakuutukset muodostavat merkittävän osuuden myynnistä (noin 90 % vuosittaisista vakuutusmaksuista), henkivakuutusyhtiön vastuuvelan ylittävä sijoitusomaisuus on yleensä pienempi kuin vahinkovakuutusyhtiön (kuvio 11). Puhdasoppisissa sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa sijoitusomaisuuden tulee aina olla vähintään vastuuvelan suuruinen ja kohtuullisuusperiaatetta noudattaen ylijäämään osallistuville vakuutuksille on vuosittaisista tuotoista siirrettävä kohtuullinen määrä asiakkaille lisäetuina. Jäljelle jäävällä osalla vahvistetaan joko henkivakuutusyhtiön vakavaraisuutta tai osa siitä maksetaan osakkeenomistajille osinkoina.

Kuvio 12. **Henkivakuutusyhtiöiden sijoitusjakauma käyvin arvoin vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Kuten jo todettiin, henkivakuutusyhtiöiden tuotteissa on useimmiten jonkinlainen säästötekijä, jonka takia vastuuvelka on luonteeltaan suhteellisen pitkäaikainen. Säästövakuutuksien vakuutusaika on yleensä 5–10 vuotta ja vakuutuskorvaukset ovat yleensä kertaluonteisia, kuten esimerkiksi päättymiskorvaus, takaisinosto tai kuolemantapauskorvaus. Eläkevakuutukset taas voivat kestää jopa 40 vuotta, ja vakuutuskorvaukset maksetaan tavallisesti joko eläkkeinä tai kuolemantapauksen johdosta kertakorvauksina. Tämän takia sijoitusvarojen asianmukainen yhteensopivuus vastuuvelan kanssa on henkivakuutusyhtiöille erityisen tärkeä (kuvio 12). Periaatteessa olisi mahdollista yhteensovittaa vastuuvelan korvauksina maksettavat rahavirrat rahoitusmarkkinaväline- ja kiinteistösijoitusten kanssa, mutta vakuutusyhtiöiden välinen kilpailu ohjaa sijoitusomaisuutta myös osakkeisiin. Erityisesti ylijäämään osallistuvissa sijoitusvakuutuksissa sijoitustoiminnan nettotuotto ja sitä kautta myönnetyt asiakashyvitykset ovat keskeisiä kilpailutekijöitä.

Taulukko 5. **Henkivakuutusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Joukkovelkakirjalainat					
Ostot	2 605	3 468	4 240	5 390	8 300
Myynnit ja kuoletukset	–1 788	–2 149	–3 356	–3 626	–7 021
Netto	818	1 319	883	1 764	1 279
Osakkeet ja osuudet					
Ostot	1 013	1 836	2 880	3 738	2 326
Myynnit	–604	–747	–1 558	–3 736	–1 576
Netto	408	1 090	1 322	2	750
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet					
Ostot	175	40	65	324	214
Myynnit	–155	–66	–62	–43	–93
Netto	20	–26	3	281	121

Lähde: Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto.

Henkivakuutusyhtiöiden sijoitukset ohjautuivat vuosina 1998 ja 1999 suhteellisen tasapuolisesti sekä joukkovelkakirjalainoihin että osakkeisiin (taulukko 5). Vuoden 1999 lopussa alkanut pörssiosakkeiden aktiivinen myynti jatkui seuraavana vuonna, jolloin sijoitusomaisuus virtasi lähinnä joukkovelkakirjalainoihin. Vuonna 2000 ja 2001 henkivakuutusyhtiöt ohjasivat sijoituksia myös tavanomaista enemmän kiinteistöihin.

Taulukko 6. **Henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuottojen erittely vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Sijoitustoiminnan tuotot					
Osinkotuotot	62	92	209	701	297
Korkotuotot	371	432	447	617	697
Muut tuotot	138	208	224	352	469
Palautuneet arvonalennukset	27	16	94	40	103
Myyntivoitot	234	355	833	2 255	555
Tuotot yhteensä	832	1 104	1 807	3 965	2 120
Sijoitustoiminnan kulut					
Kiinteistösijoitukset	–75	–79	–83	–95	–103
Kulut muista sijoituksista	–25	–98	–184	–224	–250
Korkokulut ja muut vieraan pääoman kulut	–15	–12	–8	–16	–28
Arvonalennukset	–46	–148	–115	–450	–573
Rakennusten suunnitelmapoistot	–6	–6	–7	–6	–6
Myyntitappiot	–31	–30	–86	–116	–191
Kulut yhteensä	–199	–373	–483	–907	–1 151
Sijoitustoiminnan nettotuotto ennen arvonkorotuksia	634	731	1 324	3 058	969
Arvonkorotukset	114	25	485	67	28
Arvonkorotuksen oikaisu	–3	–2	–6	–250	–227
Sijoitustoiminnan nettotuotto tuloslaskelmassa	745	753	1 803	2 875	771

Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuotot kasvoivat voimakkaasti vuosina 1999 ja 2000 (taulukko 6). Vuoden 1998 vaatimaton nettokasvuprosentti johtuu lähinnä kulujen merkittävästä kasvusta. Vuosien 1999 ja 2000 raju nettotuoton kasvu selittyy aiempaa suuremmilla myyntivoitoilla ja osinkotuotoilla. Vuoden 2000 ja 2001 kuluissa osakkeiden arvonalennuksien osuus oli merkittävä. Huomiota herättävät myös vuoden 2000 ja 2001 suurehkot arvonkorotusten oikaisut edellisvuotisista arvonkorotuksista. Nämä johtuivat merkittäviltä osin siitä, että sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuuvelan arvonmuutokset merkitään täysmääräisesti suoraan tuloslaskelmaan. Jos sijoitussidonnaisen vakuutuksen katteena olevan sijoituksen arvo nousee, kirjataan joko arvonkorotus tai arvonalentumisen palautus. Jos arvo vastaavasti laskee, kirjataan joko arvonkorotuksen oikaisu tai arvonalennus.

Vakuutussopimuslaki säätää, että sijoitusvakuutusten on aina oltava ostettavissa suhteellisen vapaasti takaisin. Tämän takia on erityisen tärkeää, että henkivakuutusyhtiö pystyy myöntämään rahoitusmarkkinaehtoiset asiakashyvitykset. Toisaalta vakuutusyhtiön tulisi sijoittaa

tuottoisammin ja siten suririskisempiin instrumentteihin, jotta se pystyisi myöntämään kilpailukykyiset asiakashyvitykset, mutta toisaalta takaisinostoriskin takia sen tulisi sijoittaa turvaavasti vakavaraisuutensa huomioon ottaen. Vakuutusmaksujen verovähennyskelpoisuuden takia vapaaehtoisten eläkevakuutusten takaisinostomahdollisuus on rajoitettu tiettyihin olosuhteisiin, kuten esimerkiksi työttömyyteen ja avioeroon. Koska eläkevakuutuksen sijoitusaikajänne on pidempi ja riskit pienemmät, eläkevarat voidaan henkivakuutusyhtiön vakavaraisuuden salliessa sijoittaa suririskisempiin sijoitusinstrumentteihin. Vaikka sijoittamisen nettotuotosta on muodostunut tärkein kilpailutekijä, lienee selvä, että vakavaraisuusasemalla on myös keskeinen merkitys henkivakuutusyhtiön tehdessä sijoituspäätöksiä.

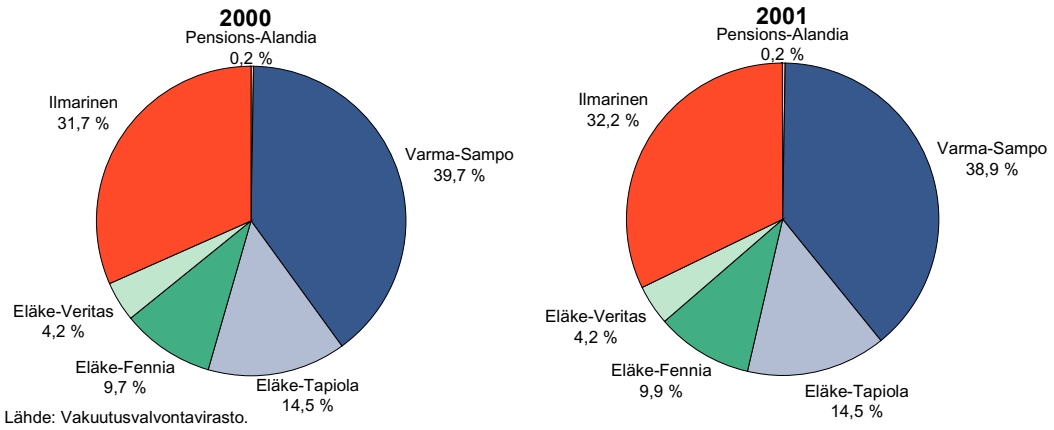
3.3.3 Työeläkevakuutus

Työeläkkeen tehtävä sosiaaliturvajärjestelmän osana on turvata ja säilyttää se kohtuullinen kulutustaso, jonka palkansaaja (TEL-järjestelmä) tai yrittäjä (YEL-järjestelmä) on työssäoloaikanaan työtulojensa perusteella saavuttanut, sosiaalisten riskien, kuten vanhuuden, työkyvyttömyyden ja pitkäaikaisen työttömyyden varalta. Peruslähtökohdiltaan työeläkevakuutus perustuu yksityiselle vakuutusjärjestelmälle delegoituun julkisen vallan käyttöön. TEL-järjestelmän rahoitus on rahastoivan ja jakojärjestelmän yhdistelmä. Siksi perittävät maksut riittävät vain osaksi täyteen rahastoimiseen. Loppuosa jää saatavaksi eläkejärjestelmältä ja kerätään viime kädessä työnantajilta. Vuoteen 1993 saakka työnantaja kustansi eläketurvan yksin suorittamalla koko vakuutusmaksun. Vuodesta 1994 alkaen vakuutusmaksu on jaettu siten, että myös työntekijä suorittaa osan, ja maksunkorotukset jaetaan työnantajan ja työntekijän kesken. YEL-järjestelmässä yrittäjälle vahvistetaan hänen yrittäjätoiminnastaan vuotuinen työtulo, joka on karttuvan eläkkeen perusteena. Vakuutusmaksuprosentti seuraa likimäärin TEL-vakuutusmaksua. Toisin kuin TEL-järjestelmä, YEL-järjestelmä on jakojärjestelmä. Jos YEL-vakuutusmaksut eivät riitä menojen peittämiseen, valtio kustantaa erotuksen.

Työeläkevakuutuksen vakuutustekniset riskit ovat luonteeltaan jossain määrin erilaisia kuin henkivakuutustoiminnassa. Lakisääteisyyden vuoksi vakuutusmaksujen ja vastuuvelan laskuperusteille on yhteisesti haettava sosiaali- ja terveysministeriön ennakkovahvistus. Työeläkevakuutukseen liittyviä riskejä esimerkiksi henkivakuutukseen verrattuna pienentää olennaisesti se, että vakuutusmaksuja voidaan tarkistaa vuosittain. Tämän takia koko työeläkejärjestelmälle yhteisiä vakuutusteknisiä riskejä voidaan hoitaa järjestelmän yhteisin toimen-

pitein, kun taas yksittäisen eläkelaitoksen on itse pystyttävä kantamaan sijoitustoiminnan riskit. Toimilupa harjoittaa työeläkevakuutustoimintaa on kuudella vakuutusyhtiöllä. Kolmen suurimman yhtiön yhteenlaskettu markkinaosuus on noin 86 % (kuvio 13). Perinteisenä karkeana sääntönä on pidetty, että työeläkevakuutusyhtiöiden vakuutusmaksut kehittyvät palkkasumman mukaisesti. Vakuutusmaksutulolla mitattuna vuosien 1997–2001 keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli noin 7,8 %.

Kuvio 13. **Työeläkevakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulon mukainen markkinaosuus vuosina 2000–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Työeläkevakuutusyhtiön sijoitustoiminnan perinteiset tavoitteet ovat olleet eläkkeiden rahoituksen ja sijoitettujen varojen turvaaminen ja samalla myös mahdollisimman hyvän sijoitustuoton saavuttaminen. Suomen valtion huomattava velkaantuminen loi ison sijoituskohteen, valtion joukkovelkakirjat, joihin työeläkelaitosten uudet sijoitukset aikaisemmin miltei yksinomaan kohdistettiin. Tämä ei kuitenkaan työeläkejärjestelmän alkuperäisen päämäärän mukaisesti edistänyt kotimaisen elinkeinoelämän toimintaedellytyksiä, mutta toisaalta vaihtoehtoiset sijoitusinstrumentit eivät olleet yhtä riskittömiä kuin valtion joukkovelkakirjalainat ja lainat, joilta edellytettiin varmoja vakuuksia.

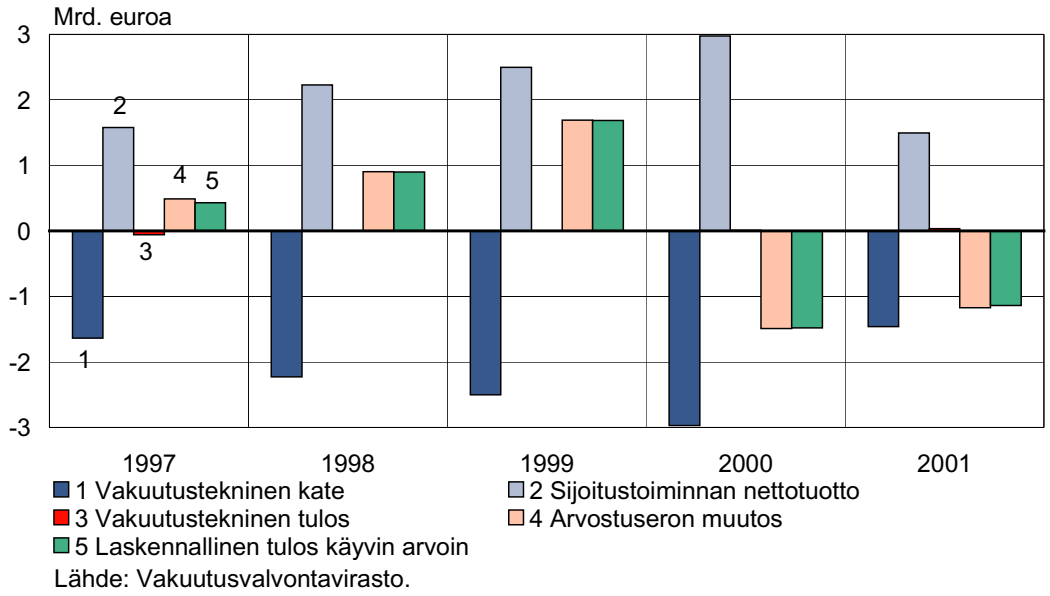
Hallituksen esityksessä eduskunnalle eläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistamisesta (HE 1996/241) tavoite oli muuttaa työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan rajoituksia siten, että yhtiöt kykenisivät toimimaan muuttuneissa oloissa työeläkejärjestelmän tavoitteiden mukaisella tavalla. Tämä edellytti muun muassa, että työeläkeyhtiöt voisivat entistä suuremmassa määrin sijoittaa esimerkiksi osakkeisiin ja muihin suririskisempiin kohteisiin. Silloiset vakavaraisuuspuskurit

olivat kuitenkin niin pienet, että ne rajoittivat merkittävästi sijoituskohteiden valintaa. Esityksen seurauksena työeläkevakuutusta harjoittavien vakuutusyhtiöiden toimintapääomasäännöksiä muutettiin siten, että toimintapääoman vähimmäismäärää korotettiin ja se saatettiin riippuvaiseksi eläkeyhtiön sijoitusjakaumasta.

Jotta toimintapääomien kasvattaminen olisi mahdollista, vastuuvelkaan sisällytettiin uusi erä, osittamaton lisävakuutusvastuu. Osittamaton lisävakuutusvastuu on vakuutuksenottajille annettavia lisäetuja varten muodostettava vastuun osa, jota tietyissä tilanteissa voidaan käyttää yhtiön sijoitustoiminnasta aiheutuneiden tappioiden kattamiseen. Näin ollen osittamatonta lisävakuutusvastuuta vastaavat varat luetaankin toimintapääomaan. Vuosien 1997–1999 aikana osa sijoitustoiminnan tuotoista (vaihtelevan laskuperustekoron ja kiinteän 3 prosentin rahastokoron erotusta vastaava osa) ohjattiin osittamattomaan lisävakuutusvastuuseen eikä käytetty välittömään eläkemenojen rahoittamiseen. Vuodesta 2000 alkaen on vastaava erä osittamattoman lisävakuutusvastuun kartuttamisen sijasta ohjattu varsinaisen vakuutusteknisen vastuuvelan täydentämiseen.

Koska työeläkevakuutusyhtiöiden toimintapääomia on viime vuosina kasvatettu voimakkaasti, varojen omistuksen jakautumisen merkitys korostuu vastaavasti. Työeläkeyhtiön velat ylittävistä varoista kuuluu yhtiön osakkeen tai takuuosuuden omistajalle osakkeita tai takuuosuuksia vastaava osuus yhtiön omaan pääomaan tehdystä sijoituksesta sekä sijoituksille laskettu kohtuullinen tuotto. Muu osa varoista (kuten sijoitusten arvostuserot) kuuluu vakuutuksenottajille osana vakuutuskantaa. Osakkeenomistajien tuotto osoitetaan tilinpäätöksessä ylijäämän kautta omaan pääomaan, josta osinko tai korko voidaan maksaa. Osakkeenomistajien osuus yhtiön koko varallisuudesta näkyy taseessa omana pääomana. Arvonkorotusrahastoa ei kuitenkaan lueta osakkeenomistajille kuuluvaan osuuteen. Jos yhtiön osakepääomaa jouduttaisiin alentamaan, alennus pienentäisi vastaavasti osakkeenomistajien osuutta yhtiön varoista. Osakkeen- ja takuuosuudenomistajien rajoitettu omistus työeläkevakuutusyhtiöstä ja rajoitettu tuottomahdollisuus näkyvät myös työeläkevakuutusyhtiöiden vakuutusteknisissä tuloksissa (kuvio 14). Huomattavaa on myös, että osittamatonta lisävakuutusvastuuta purettiin vuonna 2001 sijoitustoiminnan tappioiden kattamiseen noin 0,3 miljardia euroa.

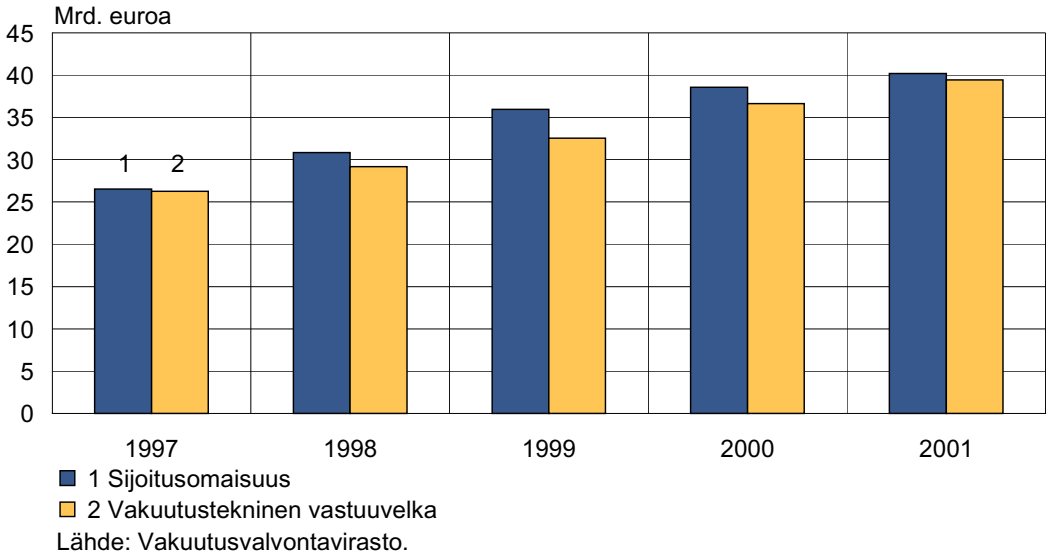
Kuvio 14. **Työeläkevakuutusyhtiöiden tulokset vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Koska työeläkevakuutusyhtiöiden voitot siirretään suurimmilta osin täydentämään joko osittamatonta lisävakuutusvastuuta tai varsinaista vastuuvelkaa, jotka molemmat kuuluvat vakuutustekniseen vastuuvelkaan, lienee selvä, että sijoitusomaisuuden ja vakuutusteknisen vastuuvelan välinen ero on pieni (kuvio 15). Osittamattoman lisävakuutusvastuun eli sijoitustoiminnalle tarkoitetun puskurirahaston osuus vakuutusteknisestä vastuuvelasta oli vuonna 1997 noin 3,7 %, vuonna 1998 noin 8,1 %, vuonna 1999 noin 11,9 %, vuonna 2000 noin 14,3 % ja vuonna 2001 noin 12,5 %.

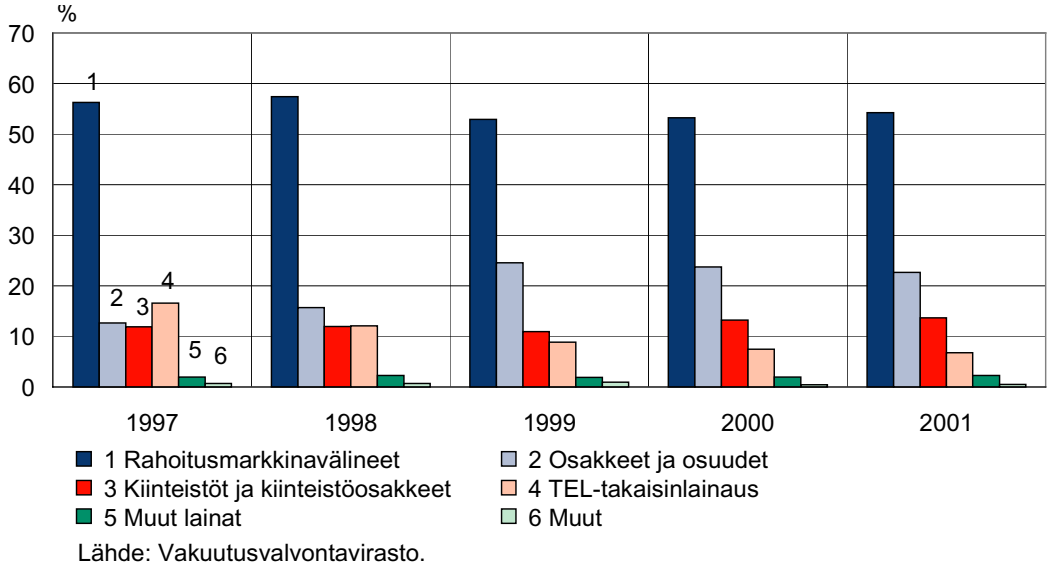
Kuvio 15. **Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusomaisuus ja vakuutustekninen vastuuvelka vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Sijoitusomaisuuden jakauma on viime vuosina muuttunut merkittävästi (kuvio 16). TEL-takaisinlainojen kysyntä on oleellisesti vähentynyt, ja kiinteistösijoittaminen on pysynyt suhteellisen vakaana. Toimintapääomien kasvattaminen on mahdollistanut työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kohdentamisen vähitellen aiempaa markkinaehtoisempaan suuntaan. Suurempiriskisten sijoitusten (kuten osakesijoitusten) lisäksi tämä helpottaa sijoitusten hajauttamista ulkomaille.

Kuvio 16. **Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitus-jakauma käyvin arvoin vuosina 1997–2001**



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitusten painopiste on edelleenkin joukkovelkakirjalainoissa (taulukko 7). Osakesijoitukset ovat myös merkittävästi lisääntyneet vuoden 1996 lakimuutoksen jälkeen. Vuoden 2000 kiinteistösijoitukset olivat edellisvuosiin verrattuna merkittäviä. Nettomääräinen kiinteistösijoitusten lisäys oli 1,3 miljardia euroa, ja sijoitukset kohdistuivat lähinnä liikerakennuksiin.

Taulukko 7. **Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Joukkovelkakirjalainat					
Ostot	4 286	9 549	6 336	19 620	24 483
Myynnit ja kuoletukset	–2 462	–7 615	–5 400	–16 412	–24 178
Netto	1 824	1 934	936	3 208	305
TEL-takaisinlainaus					
Ostot	281	969	1 083	204	375
Kuoletukset	–1 533	–1 533	–1 642	–490	–525
Netto	–1 252	–564	–559	–286	–150
Osakkeet ja osuudet					
Ostot	887	2 833	1 848	5 028	4 643
Myynnit	–348	–1 723	–1 885	–4 081	–2 913
Netto	539	1 110	–37	947	1 730
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet					
Ostot	200	744	263	1 516	440
Myynnit	–63	–541	–82	–248	–48
Netto	137	204	181	1 268	392

Lähde: Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto.

Lakimuutoksen yhteydessä uudistettiin myös TEL-takaisinlainausjärjestelmä siten, että takaisinlainauksesta tuli aiempaa monimuotoisempaa ja sen korosta markkinaehtoisempi. Tehdyistä uudistuksista huolimatta yritykset eivät ole olleet järin kiinnostuneita lainauksesta. Yritys lisätä TEL-takaisinlainauksen suosiota sai kuitenkin kysynnän nousuun vuosien 1998 ja 1999 aikana. Siitä huolimatta viime vuosien kuoletukset ovat olleet uusmyyntiä suurempia. Viime vuosien nettomääräistä kehitystä kuvaa, että TEL-takaisinlainakanta on vuodesta 1992 supistunut noin 6 miljardia euroa.

Taulukko 8. **Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuottojen erittely vuosina 1997–2001**

Milj. euroa	1997	1998	1999	2000	2001
Sijoitustoiminnan tuotot					
Osinkotuotot	75	111	166	529	496
Korkotuotot	1 240	1 283	1 196	1 353	1 443
Muut tuotot	203	239	278	328	421
Palautuneet arvonalennukset	51	25	100	13	135
Myyntivoitot	265	1 126	1 184	2 118	941
Tuotot yhteensä	1 833	2 784	2 924	4 341	3 435
Sijoitustoiminnan kulut					
Kiinteistösijoitukset	–135	–138	–144	–159	–207
Kulut muista sijoituksista	–20	–36	–28	–65	–95
Korkokulut ja muut vieraan pääoman kulut	–10	–10	–10	–7	–7
Arvonalennukset	–87	–329	–153	–797	–1 200
Rakennusten suunnitelmapoistot	–14	–21	–17	–17	–18
Myyntitappiot	–6	–21	–79	–319	–413
Kulut yhteensä	–271	–555	–431	–1 365	–1 940
Sijoitustoiminnan nettotuotto ennen arvonkorotuksia	1 562	2 229	2 493	2 976	1 495
Arvonkorotukset	17	0	0	0	3
Arvonkorotuksen oikaisu	–3	–1	0	0	0
Sijoitustoiminnan nettotuotto tuloslaskelmassa	1 576	2 228	2 493	2 976	1 498

Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Yhtiöiden sijoitustoiminta on tuottanut lähinnä pörssikurssien suotuisan kehityksen myötä erinomaisia tuloksia, mikä on vahvistanut yhtiöiden toimintapääomia ja siirtoja asiakashyvityksiin eli vakuutusmaksunalennuksiin (taulukko 8). Vuodesta 1998 alkaen työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan nettotuottoihin on kirjattu merkittävä osuus myyntivoittoja. Kuten muutkin vakuutusyhtiöt, myös työeläkevakuutusyhtiöt kirjasivat vuonna 2000 ja 2001 suurehkoja arvonalennuksia. Viime vuosina työeläkevakuutusyhtiöt eivät kuitenkaan ole kirjanneet arvonkorotuksia, joita vuonna 2001 olisi ehkä jouduttu palauttamaan arvonkorotusten oikaisuina.

Kaikkiaan työeläkevakuutusyhtiöiden nykyiset riskinottomahdollisuudet ovat suuremmat kuin ennen. Sijoitusomaisuuden rakenneerojen ja lisääntymisen vakavaraisuuden vuoksi työeläkevakuutusyhtiöiden tuloksentekokyvyssä ja asiakashyvityksissä on eroja, mikä on edistänyt näiden yhtiöiden välistä kilpailua.

3.3.4 Keskeiset vakuutusryhmittymät

Suomen vakuutusmarkkinoilla on tapahtunut viime vuosina useita yritysjärjestelyjä, joiden seurauksena vakuutusryhmittymien rakenteet ovat muuttuneet merkittävästi. Samanaikaisesti vakuutus- ja pankkiryhmittymät ovat etsineet keskinäisiä yhteistyömuotoja. Omistuksellisin järjestelyin, yhteistyösopimuksin sekä uusia toimintoja perustamalla on suuntauduttu täyden palvelun finanssitalon tyyppisiin palveluntarjoajiin, jotka perinteisten vakuutuspalvelujen lisäksi tarjoavat myös sijoitus- sekä pankkipalveluja.

Vakuutusryhmittymällä tarkoitetaan yhteistyöryhmää, jonka tarjoamat vakuutuspalvelut sisältävät vahinko-, henki- ja lakisääteisen työeläkevakuutuksen. Vahinko-, henki- ja työeläkevakuutusyhtiöt voivat kuulua samaan konserniin, mutta lakisääteistä työeläkevakuutusta harjoittavia yhtiötä ei yhdistellä vahinko- ja henkiyhtiöiden konsernitilinpäätökseen. Työeläkeyhtiöitä koskevat omat lainsäännökset niiden toiminnan erillisyydestä ja erityisesti tämä koskee sijoitustoimintaa. Ryhmittymän yhteistyö on lähinnä myynti- ja markkinointiyhteistyötä, jossa ryhmittymän tuotteita tarjotaan saman konttoriverkoston kautta. Seuraavassa Suomen vakuutusmarkkinoiden keskeisten vakuutusryhmittymien kuvauksessa otetaan esille ainoastaan ryhmittymien keskeisimmät yhtiöt ja yhtiöomistukset. Ryhmittymien ulkomaisia toimintoja ei kuvata.

Sampo-ryhmä

Sampo-ryhmän rakenne on muuttunut merkittävästi erityisesti vuosina 2000–2002. Vakuutusosakeyhtiö Sampo ja Leonia sulautuivat vuoden 2000 lopussa ja fuusiossa syntyi ensimmäinen suomalainen täyden palvelun finanssikonserni. Helmikuussa 2001 Mandatum Pankki yhdistettiin konserniin. Sampo-konsernin vakuutustoiminnot ovat myös olleet merkittävien järjestelyjen kohteena. Leonian henkivakuutustoiminnot (Leonia Henkivakuutus) sulautettiin Vakuutusosakeyhtiö Henki-Sampoon (Henki-Sampo) vuonna 2001. Sampo-konsernin siirtyessä 31.3.2001 omistusyhtiörakenteeseen siirryttiin vahinkovakuutustoiminnassa samanaikaisesti kahden vahinkovakuutusyhtiön malliin, jotka uusi holdingyhtiö Sampo omisti kokonaan. Näistä yhtiöistä Vakuutusyhtiö Sammolla oli yksityis- ja yritysvakuutusasiakkaat ja Sampo Teollisuusvakuutuksella suuryritysasiakkaat. Sampo osti keväällä 2001 Keskinäiseltä eläkevakuutusyhtiöltä Varma-Sammolta (Varma-Sampo) sen 20,1 prosentin omistusosuuden Henki-Sammosta, minkä jälkeen siitä tuli konsernin täysin omistama tytäryhtiö. Sampo-

ryhmään kuuluu myös Keskinäinen vakuutusyhtiö Kaleva, jonka takuupääomasta puolet omistaa Sampo-konserni ja puolet Varma-Sammon konserni. Vuoden 2001 aikana Sampo ilmoitti yhdistymishankkeesta norjalaisen Storebrandin kanssa. Tässä yhteydessä tuli ensimmäisen kerran esille hanke siirtää Sammon vahinkovakuutustoiminnot ruotsalaiselle If-vahinkovakuutuskonsernille. Huolimatta Storebrand-hankkeen kaatumisesta Sampo toteutti vahinkovakuutusliiketoimintansa myynnin Ifille 2.1.2002. Kaupan vastineeksi Sampo sai merkittävän noin 38 prosentin omistusosuuden If-konsernin emoyhtiöstä If Holdingista. Vahinkovakuutusyhtiöt, joiden kotivaltio on edelleen Suomi, muuttivat nimensä kaupan yhteydessä If Vahinkovakuutusyhtiöksi (ent. Vakuutusyhtiö Sampo) ja If Teollisuusvakuutukseksi (ent. Sampo Teollisuusvakuutus). Näiden yritysjärjestelyjen yhteydessä Ifin pääomapohjaa vahvistettiin. Lisäpääomituksen yhteydessä Varma-Sampo hankki 10 prosentin omistuksen If Holdingista. If Holdingin äänivallasta Sampo ja Varma-Sampo hallitsevat yhteensä 50 %.

Sampo-ryhmä (myös Ifin Suomen vahinkovakuutustoiminnot) on vakuutusmaksutulolla mitatuilla markkinaosuuksillaan johtava suomalainen vakuutusryhmittymä. Ifiin siirtyneiden vahinkovakuutustoimintojen markkinaosuus oli vuonna 2001 noin 36 %, Sampo-ryhmän henkivakuutustoimintojen (Henki-Sampo ja Kaleva) noin 27 % ja Varma-Sammon markkinaosuus Suomen työeläkeyhtiöiden eläkevakuutusmarkkinoista noin 39 %. Sammosta Ifiin siirtyneiden vahinkovakuutustoimintojen taseen loppusumma oli vuoden 2001 lopussa arviolta noin 2,3 mrd. euroa, Henki-Sammon taseen loppusumma noin 5,1 mrd. euroa ja Varma-Sammon taseen loppusumma noin 16,9 mrd. euroa. Kun arvioidaan vakuutusyhtiöiden merkitystä sijoitusmarkkinoilla, on otettava huomioon, että yhtiöiden sijoitukset arvostetaan taseessa pääosin hankintamenoon tai tätä alempaan käypään arvoon lukuun ottamatta henkivakuutuksessa sijoitussidonnaisten vakuutusten katteena olevia varoja, jotka arvostetaan taseessa käypään arvoon. Tällöin sijoitusten käyvän arvon ja kirjanpitoarvon välinen erotus (arvostusero) ei näy taseessa, vaan luetaan yhtiöiden vakavaraisuuteen toimintapääoman eränä.

Ilmarinen–Suomi–Pohjola-ryhmä

Pohjola-konsernissa toteutettiin vuosina 1997–2002 merkittäviä yritysjärjestelyjä. Vuonna 1997 Vakuutusosakeyhtiö Pohjola (Pohjola) osti silloisen Henkivakuutusosakeyhtiö Salaman osakekannan ja muutti yhtiön nimen Henkivakuutusosakeyhtiö Pohjolaksi. Vuonna

1998 Pohjola yhtiöitti merkittävän osan liiketoiminnoistaan omiin yhtiöihinsä. Näin syntyivät Vahinkovakuutusosakeyhtiö Pohjola (Vahinko-Pohjola), Pohjolan Asiakaspalvelu (Palvelu-Pohjola) ja Pohjolan Systeemi-palvelu. Vahinko-Pohjolaan siirtyivät koko Pohjolan ensivakuutuskanta sekä tähän kantaan liittyvä jälleenvakuutusliike. Lisäksi Vakuutusosakeyhtiö Eurooppalaisesta (Eurooppalainen) tuli järjestelyssä Vahinko-Pohjolan täysin omistama tytäryhtiö. Palvelu-Pohjolaan siirtyivät koko Pohjola-konsernin konttoriverkosto ja tätä lähellä olevat palvelutoiminnot. Järjestelyn yhteydessä emoyhtiö Pohjolan nimi muutettiin Pohjola-Yhtymä Vakuutukseksi (Pohjola). Kesällä 1999 Pohjola julkisti aikeensa siirtää vahinkovakuutustoimintonsa yhteispohjoismaiseen If-yhtiöön muina osakkainaan Skandia ja Storebrand. Pohjolan omistukseen liittyneiden järjestelyjen ja Pohjolan strategisten uudelleenarviointien myötä Pohjola vetäytyi vuoden 2000 alkupuolella If-hankkeesta. Näiden järjestelyjen myötä Keskinäisestä Eläkevakuutusyhtiöstä Ilmarisesta (Ilmarinen), Keskinäisestä Henkivakuutusyhtiöstä Suomesta (Suomi-yhtiö) ja Osuuspankkiryhmästä tuli merkittäviä Pohjolan osakkeenomistajia. Pohjolan sekä sen keskeisten omistajien tavoitteena oli muodostaa uusi finanssiryhmittymä Suomeen. Tämä hanke kuitenkin raukesi osuuspankkien irrottauduttua kesällä 2001 ryhmän yhteistyöstä. Pohjola ja Conventum yhdistivät liiketoimintonsa syksyllä 2001. Helmikuussa 2002 Pohjola ilmoitti omistavansa 100 % Conventumista, minkä seurauksena Conventumin osakkeiden julkinen kaupankäynti Helsingin Pörssin päälistalla lopetettiin. Vuoden 2001 lopussa Pohjola siirsi lopun vakuutuskantansa Vahinko-Pohjolaan ja muuttui vuoden 2002 alussa omistusyhteisöksi, jonka nimeksi tuli Pohjola-Yhtymä (Pohjola). Maaliskuussa 2001 Suomi-yhtiö osti Pohjolalta Henkivakuutusosakeyhtiö Pohjolan osakekannan, ja kaupan yhteydessä yhtiön nimi muutettiin Vakuutusosakeyhtiö Suomeksi (Henki-Suomi). Kauppa merkitsi, että koko henkivakuutustoiminta ryhmittymässä keskittyi Suomi-konserniin. Vahinko-vakuutustoiminnan puolella toteutettiin lisäksi vuoden 2001 lopussa A-Vakuutuksen keskinäisen yhtiön vakuutuskannansiirto Pohjolan täysin omistamaan Pohjolan A-Vakuutukseen.

Ilmarinen–Suomi–Pohjola-ryhmä on markkinaosuuksiltaan Suomen toiseksi merkittävin vakuutusryhmittymä. Pohjolan vahinkovakuutustoimintojen (mukaan lukien A-Vakuutus) markkinaosuus oli vuonna 2001 noin 23 %, Suomi-konsernin henkivakuutustoimintojen noin 16 % ja Ilmarisen markkinaosuus Suomen työeläkeyhtiöiden eläkevakuutusmarkkinoista noin 32 %. Pohjola-konsernin taseen loppusumma oli vuoden 2001 lopussa noin 2,7 mrd. euroa, Suomi-konsernin taseen loppusumma oli noin 5,9 mrd. euroa ja Ilmarisen taseen loppusumma oli noin 13,8 mrd. euroa.

Tapiola-ryhmä

Tapiola-ryhmän rakenteen muutokset ovat olleet viime vuosien aikana maltillisia. Merkittäviä yritysjärjestelyjä ei ole ollut, vaan kehitystä on leimannut enemmän ryhmän sisäinen, orgaaninen muutos. Vuoden 2000 lopulta lähtien myös Tapiola-ryhmä on pyrkinyt etenemään kohti täyden palvelun finanssitalon toimintamallia. Tapiola Omaisuudenhoito ja sen täysin omistama Tapiola Rahastoyhtiö aloittivat toimintansa vuoden 2001 alussa. Tapiola Omaisuudenhoidon omistavat Tapiola-ryhmän yhtiöt siten, että Keskinäinen Vakuutusyhtiö Tapiola (Vahinko-Tapiola) omistaa siitä 35 %, Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Tapiola (Henki-Tapiola) 30 % ja tämän tytäryhtiö Yritysten Henkivakuutus Tapiola (Yritysten Henki-Tapiola) 15 % sekä Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Tapiola (Eläke-Tapiola) 20 %. Huhtikuussa 2002 Tapiola-ryhmä ilmoitti oman pankkinsa perustamisesta. Pankin nimeksi tulee Tapiola Pankki ja sen toiminnan aloitusajankohdaksi on kaavailtu vuoden 2003 loppupuolta. Kesäkuussa 2002 Tapiola-ryhmä teki aiesopimuksen Ålandsbankenin kanssa järjestelmätoimituksesta Tapiola Pankille.

Tapiola-ryhmä on markkinaosuuksiltaan Suomen kolmanneksi merkittävin vakuutusryhmittymä. Vahinko-Tapiolan konsernin markkinaosuus oli vuonna 2001 noin 15 %, Henki-Tapiolan konsernin noin 7 % ja Eläke-Tapiolan markkinaosuus Suomen työeläkeyhtiöiden eläkevakuutusmarkkinoista noin 15 %. Vahinko-Tapiolan konsernin taseen loppusumma oli vuoden 2001 lopussa noin 1,5 mrd. euroa, Henki-Tapiolan konsernin taseen loppusumma noin 1,9 mrd. euroa ja Eläke-Tapiolan taseen loppusumma noin 4,6 mrd. euroa.

Fennia-ryhmä

Fennia-ryhmä syntyi, kun kesällä 1998 silloisesta Eläke-Varmasta keskinäisestä vakuutusyhtiöstä (Eläke-Varma) siirrettiin vakuutuskannansiirtona Teollisuusvakuutuksen asiakaskunta Eläke-Sampoon, jonka nimi muutettiin Varma-Sammoksi. Keskinäisen vakuutusyhtiön Yrittäjäinvakuutus-Fennian (Yrittäjäin Fennia) asiakaskunta ja sitä vastaava vakuutuskanta jäivät Eläke-Varmaan, jonka nimeksi tuli Keskinäinen vakuutusyhtiö Eläke-Fennia (Eläke-Fennia). Vuoden 1998 loppupuolella perustettiin Yrittäjäin Fennian 60-prosenttisesti ja Eläke-Fennian 40-prosenttisesti omistama Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia (Henki-Fennia). Uuteen yhtiöön siirrettiin vuoden 1998 lopussa Yrittäjäin Fennian asiakkaiden silloisessa Henkivakuutusosakeyhtiö Novassa (Nova) olleiden vakuutusten kannanosa. Vuoden 2001 lo-

pulla Fennia-ryhmä julkisti myyntiyhteistyösopimukset Osuuspankki-ryhmän ja Lähivakuutus-ryhmän kanssa. Sopimuksiin ei liittynyt omistusjärjestelyjä. Joulukuussa 2001 Yrittäjäin Fennian nimeksi tuli Keskinäinen Vakuutus-yhtiö Fennia (Fennia).

Fennia-ryhmä on markkinaosuuksiltaan Suomen neljänneksi merkittävin vakuutusryhmittymä. Fennian osuus Suomen vahinkovakuutusmarkkinoista oli vuonna 2001 noin 9 %, Henki-Fennian osuus henkivakuutusmarkkinoista noin 2,2 % ja Eläke-Fennian markkinaosuus työeläkeyhtiöiden eläke-vakuutusmarkkinoista noin 10 %. Fennian emoyhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2001 lopussa noin 0,8 mrd. euroa, Henki-Fennian taseen loppusumma noin 0,4 mrd. euroa ja Eläke-Fennian taseen loppusumma noin 3,7 mrd. euroa.

Veritas-ryhmä

Veritas-ryhmä syntyi tammikuussa 2001. Perustajina olivat Verdandi-yhtiöt (Eläkevakuutus-osakeyhtiö Verdandi, Henkivakuutusosakeyhtiö Verdandi ja Jälleenvakuutusosakeyhtiö Veritas) ja Keskinäinen Vakuutusyhtiö Svensk-Finland. Ryhmän yhtiöiden uudet nimet ovat: Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas (Veritas Eläkevakuutus), Henkivakuutusosakeyhtiö Veritas (Veritas Henki-vakuutus) ja Veritas keskinäinen vahinkovakuutusyhtiö (Veritas Vahinkovakuutus, entinen Svensk-Finland). Veritas-ryhmäkin on laajentanut toimintaansa varainhoitopalveluihin omistamansa Rahastotorin kautta sekä hankkimalla ryhmänä enemmistön varainhoitopalveluja tarjoavasta Hiisi-konsernista.

Veritas Vahinkovakuutuksen osuus Suomen vahinkovakuutusmarkkinoista oli vuonna 2001 noin 1,4 %, Veritas Henkivakuutuksen osuus henkivakuutusmarkkinoista noin 2,2 % ja Veritas Eläkevakuutuksen markkinaosuus työeläkeyhtiöiden eläkevakuutusmarkkinoista noin 4,2 %. Veritas Vahinkovakuutuksen taseen loppusumma oli vuoden 2001 lopussa noin 0,1 mrd. euroa, Veritas Henki-vakuutuksen taseen loppusumma noin 0,5 mrd. euroa ja Veritas Eläke-vakuutuksen taseen loppusumma noin 1,0 mrd. euroa.

Lähdeluettelo

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1997) **Vakuutustaloudellinen katsaus – sijoitustoiminta.**

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1998) **Vakuutustaloudellinen katsaus – sijoitustoiminta.**

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1999) **Vakuutustaloudellinen katsaus – sijoitustoiminta.**

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (2000) **Vakuutustaloudellinen katsaus – sijoitustoiminta.**

Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (2001) **Vakuutustaloudellinen katsaus – sijoitustoiminta.**

Vakuutusvalvontavirasto (1996) **Vakuutusyhtiöt.**

Vakuutusvalvontavirasto (1997) **Vakuutusyhtiöt.**

Vakuutusvalvontavirasto (1998) **Vakuutusyhtiöt.**

Vakuutusvalvontavirasto (1999) **Vakuutusyhtiöt.**

Vakuutusvalvontavirasto (2000) **Vakuutusyhtiöt.**

3.4 Pääomasijoittaminen Suomessa

Pääomasijoittaminen on viime vuosina kasvanut Suomessa, kuten useassa muussakin Euroopan maassa ripeästi. Tätä ennen aina vuoteen 1995 saakka pääomasijoittamisen kasvu oli Suomessa hidasta. Tämän jälkeen sekä markka- että kappalemääräiset pääomasijoitukset alkoivat kasvaa, ja kasvu on jatkunut aina viime vuoteen saakka. Suomessa pääomasijoittamisen lisääntymistä vauhdittivat mm. eläkelaitosten sijoitustoiminnan sääntelyn muutokset vuosikymmenen puolivälin jälkeen.

Vuoden 2001 lopussa Suomessa toimi runsaat 40 pääomasijoittamista harjoittavaa yhteisöä. Pääosa pääomasijoitusyhtiöistä tai -rahastoista on yksityisten pääomasijoittajien omistamia. Yksityisten pääomasijoitusyhtiöiden omistajia puolestaan ovat mm. erilaiset vakuutuslaitokset, pankit, yritykset, sijoitusyhtiöt sekä myös yksityishenkilöt. Näitä erilaisten yhteisöjen perustamia pääomasijoitusyhtiöitä kutsutaan myös ns. captive-yhtiöiksi, eli tällöin kyseessä on esimerkiksi pankin, yrityksen tai vakuutuslaitoksen perustama yhtiö, joka tekee itsenäisiä sijoituspäätöksiä. Pääomasijoitusyhtiö voi olla myös ns. semi-captive-yhtiö, joka tekee sijoituksia esimerkiksi yrityksen taseen kautta. Yksityisten pääomasijoittajien ohella Suomessa on muutamia huomattavia julkisen sektorin omistuksessa olevia pääomasijoitusyhtiötä, kuten Finnfund, Sitra ja Suomen Teollisuussijoitus.

3.4.1 Mitä pääomasijoittaminen on?

Pääomasijoittamisella (venture capital tai private capital) tarkoitetaan yleisesti sijoitusten tekemistä sellaisiin julkisesti noteeraamattomiin, yleensä pieniin tai keskisuuriin yrityksiin, joilla arvioidaan olevan hyvät edellytykset kehittyä ja kasvaa tulevaisuudessa. Pääomasijoitusten tarkoituksena voi olla mm. yrityksen kasvun edellyttämä pääoman vahvistaminen, yrityskauppojen rahoittaminen, uusien tuotteiden tai uuden tekniikan kehittäminen. Pääomasijoittajat voivat osallistua yrityksen rahoitukseen myös sukupolvenvaihdoksen yhteydessä. Rahoituksen ja rahoitusosaamisen ohella pääomasijoittajat voivat tuoda yritykseen myös muuta osaamista, kuten esimerkiksi hallitustyösken-

telyä, johtamisen kehittämistä, markkinoinnin kehittämistä sekä kotimaisia ja kansainvälisiä yhteyksiä[1].

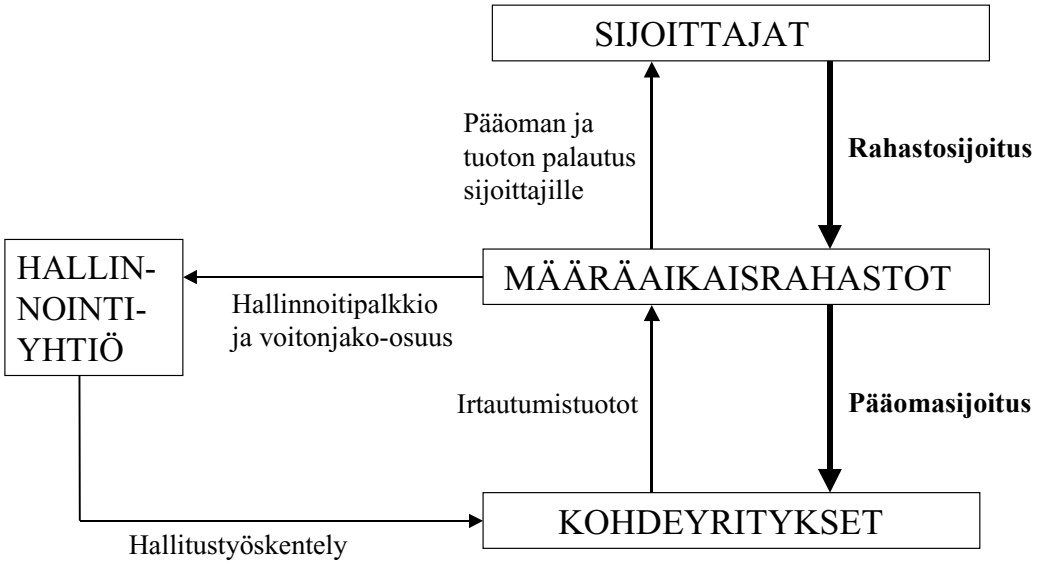
Pääomasijoitukset tehdään usein oman pääoman ehtoisina osakesijoituksina. Pääomarahoituksessa käytetään runsaasti myös optio- ja vaihtovelkakirjarahoitusta tai muita erilaisia välirahoitus- eli mezzanineinstrumentteja, jolloin yhdistellään oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen instrumentteja. Sijoitukset ovat yleensä vakuudettomia. Pääomasijoittajat eivät lähtökohtaisesti toimi pysyvinä omistajina sijoituskohteissaan. Sijoitusta tehtäessä sijoittaja ja yrittäjä sopivat yleensä siitä, miten pääomasijoittaja irtautuu sijoituskohteestaan, ja myös irtautumisajankohta pyritään määrittelemään sijoitusta tehtäessä. Irtautumisjakso voi vaihdella huomattavastikin eri toimialoilla. Tyypillisiä irtautumistapoja ovat yrityksen myynti uusille omistajille tai yrityksen listaaminen pörssiin. Helsingin Pörssiin on muutaman viime vuoden aikana listattu useita yrityksiä, joita pääomasijoittajat ovat rahoittaneet ennen listautumista.

Pääomasijoittajat voivat sijoittaa myös jo julkisesti noteerattuihin yhtiöihin. Tällöin pitkän aikavälin tavoitteena voi olla esimerkiksi yrityksen koko osakekannan hankkiminen itselle ja yrityksen mahdollinen poistaminen pörssilistalta.

Suomessa toimivat pääomasijoitusyhtiöt voivat olla rahastorakenteisia tai osakeyhtiömuotoisia. Rahastorakenteinen pääomasijoitusyhteisö muodostuu osakeyhtiöpohjaisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai useammasta, yleensä määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta pääomasijoitusrahastosta. Hallinnointiyhtiö toimii tällöin rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiö suunnittelee ja toteuttaa käytännössä rahaston sijoitukset. Osakeyhtiömuotoiset pääomasijoittajat tekevät sijoituksensa yhtiön taseen kautta (kuvio 1).

[1] Suomen pääomasijoitusyhdistys (www.fvca.fi).

Kuvio 1. **Rahastorakenteinen pääomasijoitusyhtiö**



Lähde: Suomen pääomasijoitusyhdistys.

Pääomasijoittamista ei Suomessa säätele mikään erityislaki. Osakeyhtiömuotoista toimintaa ohjaa osakeyhtiölainsäädäntö ja koska rahastomuotoiset pääomasijoittajat toimivat yleensä kommandiittiyhtiömuotoisina, toimintaa ohjaa laki avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä.

3.4.2 Sijoituspääomien kerääminen

Vuosien 1995–2001 aikana suomalaiset pääomasijoittajat ovat keränneet uutta riskipääomaa yhteensä runsaan 13 mrd. markan arvosta. Rahastoihin kerätystä pääomasta valtaosa on sitoumuksia, jotka maksetaan rahastoon vasta sitten kun rahasto löytää sijoituskohteen. Kerätyn uuden pääoman sijoittamisessa voi mennä useitakin vuosia.

Pääomarahoituksen sijoitusrakenne on muuttunut 1990-luvun puolivälin jälkeen. Aikaisemmin esimerkiksi pankkisektorin osuus tehdyistä pääomasijoituksista oli huomattava, kuten muuallakin Euroopassa. Myös julkisten pääomasijoittajien suhteellinen merkitys oli 1990-luvun alkupuolella nykyistä vahvempi. Eläkelaitoksien sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn muuttuminen vuosikymmenen puolivälin jälkeen suuntasi eläkeyhtiöiden, -kassojen ja -säätiöiden sijoituksia myös pääomasijoitusmarkkinoille. Eläkelaitoksista ja muista vakuu-

tuslaitoksista onkin viime vuosina Suomessa tullut merkittävin sijoittajaryhmä pääomasijoitusmarkkinoilla.

Vuonna 2000 eläkeyhtiöistä kerätyt uudet pääomat kuitenkin supistuivat aikaisempien vuosien sijoituksiin verrattuna. Pankkien asema pääomasijoittajina on supistunut viime vuosikymmenen puolivälistä merkittävästi. Kun vuonna 1995 kerätystä pääomasta yli puolet tuli pankkisektorilta, vuonna 2000 pankkien osuus kerätyistä pääomista jäi muutamaan prosenttiin. Pääomamarkkinoilta kerättyjen varojen osuus uudesta pääomasta jää noin kymmenenteen osaan kerätyistä pääomista. Yrityssektorin hyvä kannattavuus lisäsi yritysten pääomasijoituksia 1990-luvun lopulla, ja myös yksityishenkilöiden, ns. business angelsien, toiminta on käynnistynyt Suomessa. Uutena sijoittajaryhmänä pääomasijoitusmarkkinoille ovat tulleet pääomarahastojen rahastot (taulukko 1).

Taulukko 1. **Uuden pääoman lähteet vuosina 1995–2001, milj. euroa**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Eläkeyhtiöt	28	25	75	140	180	100	72
Vakuutusyhtiöt	5	13	61	63	187	191	104
Pankit	73	117	53	25	70	26	28
Julkiset erityisrahoituslaitokset	16	20	54	21	78	89	40
Yritykset	0	5	9	19	5	31	17
Rahastojen rahastot	0	0	0	0	0	50	29
Pääomamarkkinat	0	0	38	17	92	35	0
Uudelleen sijoitettavissa olevat tuotot	0	0	8	9	15	15	8
Muut	6	14	7	34	28	26	113
Yhteensä	128	194	305	328	655	563	411

Lähde: Suomen pääomasijoitusyhdistys.

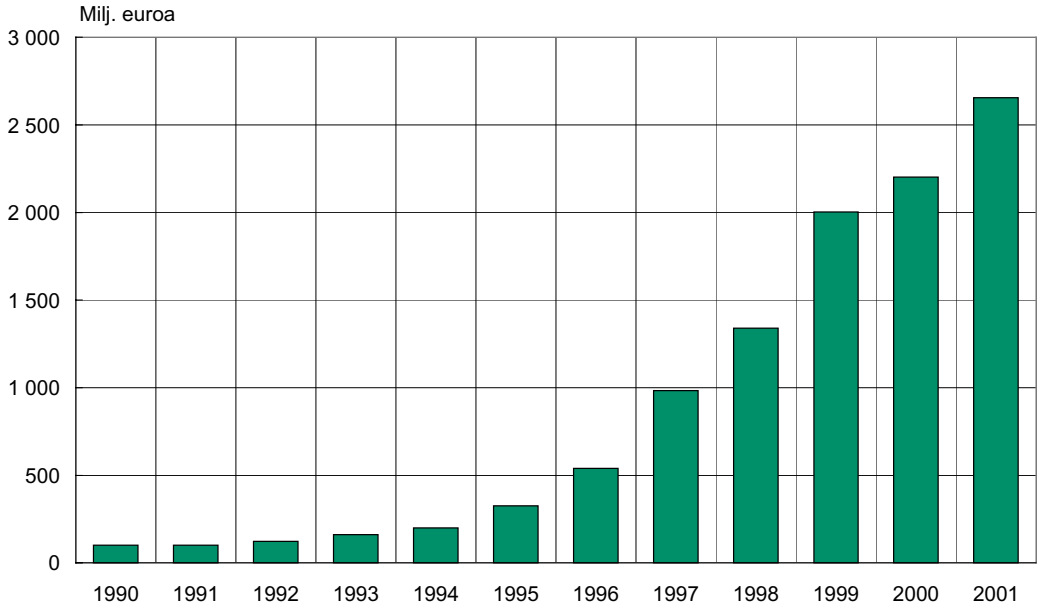
3.4.3 Hallinnoitava pääoma

Hallinnoitavien pääomien määrä pääomasijoitusmarkkinoilla on Suomessa kasvanut ripeästi. Kun se vuonna 1995 jäi vielä runsaaseen 300 miljoonaan euroon, oli pääomien määrä vuoteen 2001 mennessä kasvanut jo 2,7 mrd. euroon (kuvio 2). Vuoden 2001 lopussa hallinnoitavista pääomista yksityisen sektorin pääomasijoittajien osuus oli lähes 90 %, ja loput varoista olivat lähtöisin julkisilta pääomasijoittajilta. Pääomasijoitusmarkkinoiden muutos Suomessa on siinä mielessä ollut merkittävä, että yksityisten pääomasijoittajien merkitys on ollut voimakkaassa nousussa aina 1990-luvun puolivälistä saakka. Yksityiset pääomasijoittajat ovat ryhtyneet sijoittamaan pääomia lisääntyvässä

määrin myös alkuvaiheen yrityksiin, kun aikaisemmin julkisten pääomasijoittajien rooli näissä suririskisimmissä sijoituksissa oli huomattavampi. Julkisten pääomasijoittajien merkitys on kuitenkin edelleen keskeinen esimerkiksi ns. siemenvaiheen yritysten rahoittamisessa. Nopean kasvun vaiheessa olevien yritysten samoin kuin esimerkiksi yritysostojen (mm. johdon yritysostot) rahoituslähteenä ovat käytännössä vain yksityiset pääomasijoittajat.

Voimakkaasta kasvusta huolimatta pääomasijoitusten merkitys Suomen rahoitusmarkkinoilla on vielä pieni. Pääomarahastojen hallinnoima pääoma oli vuoden 2001 lopussa vain noin 1,6 % pankkikonsernien taseista. Yritysten kotimaiseen luottokantaan suhteutettuna hallinnoitavien pääomien määrä kasvaa puolestaan lähes 7 prosenttiin.

Kuvio 2. **Hallinnoitavien pääomien määrä vuosina 1990–2001**



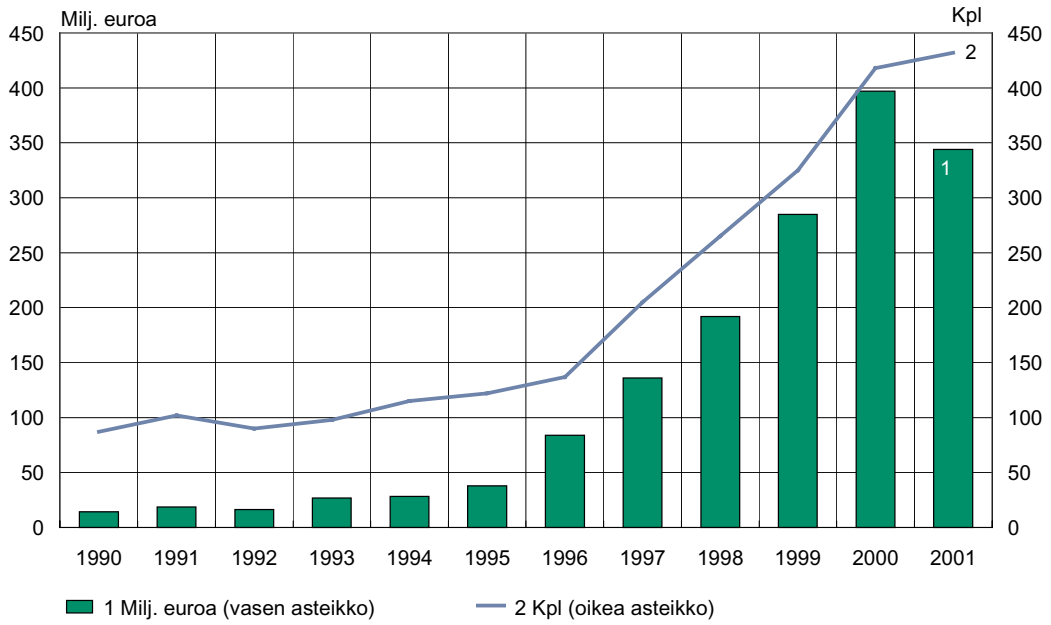
Lähde: Suomen pääomasijoitusyhdistys.

3.4.4 Tehdyt sijoitukset

Tehtyjen sijoitusten lukumäärä ja arvo ovat olleet tasaisessa kasvussa 1990-luvun puolivälistä lähtien. Vuosina 1995–2001 Suomessa tehtiin runsaat 1 800 pääomasijoitusta ja niiden arvo oli yhteensä noin 1,5 mrd. euroa. Vuonna 2001 tehtyjen sijoitusten määrä ylsi jo yli 400 sijoituksen ja sijoitusten arvo oli 344 miljoonaa euroa. Sijoitusten lukumäärän kasvu jatkui edelleen, mutta sijoitettujen varojen määrä pieneni jonkin verran edellisvuotisesta. Tämä oli ensimmäinen kerta vuo-

sikymmeneen, kun sijoitettujen varojen määrä supistui edellisvuotisesta. Tehdyistä sijoituksista ensisijoitusten kasvoi nousi runsaaseen 60 prosenttiin kaikista sijoituksista. Ensisijoitusten keskikoko ylsi noin miljoonaan euroon, kun jatkosijoitusten keskikoko jäi puoleen miljoonaan euroon.

Kuvio 3. **Tehdyt riskipääomasijoitukset Suomessa vuosina 1995–2001**



Lähde: Suomen pääomasijoitusyhdistys.

Tehdyt sijoitukset suuntautuvat usealle eri toimialalle. Viime vuosina mm. lääketieteen ja tietotekniikan sekä muiden huipputekniikan aloille tehtyjen sijoitusten osuus on lisääntynyt huomattavasti perinteisimpien toimialojen kustannuksella. Sijoituksia tehdään kuitenkin edelleen varsin runsaasti myös perinteisimmille aloille, kuten teollisuuteen ja palvelualoille. Metsäteollisuudessa toimivien yritysten rahoittaminen pääomarahoituksen kautta on Suomessa erittäin vähäistä.

Tehdyistä sijoituksista huomattava osa, 25–50 %, menee laajentumisvaiheessa oleviin yrityksiin. Myös toimivan johdon yritysostojen (MBO) rahoittaminen on yksi pääomasijoitusten keskeisimpiä kohteita. Käynnistys- tai siemenvaiheessa olevien yritysten rahoittamiseen tehdyistä sijoituksista on viimeisten vuosien aikana mennyt 5–10 %.

Pääomasijoitusten pitkään jatkunut kasvu näkyy myös siinä, että yksityistä pääomaa on ryhdytty sijoittamaan kaikissa kehitysvaiheissa oleviin yrityksiin. Käynnistys- ja siemenvaiheessa olevien yritysten rahoituksesta tulee kuitenkin edelleen huomattava osa julkisista pää-

omasijoitusyhtiöistä. Esimerkiksi Suomen Teollisuussijoitus on painottanut sijoituksiaan aikaisempaa enemmän juuri käynnistys- ja siemenvaiheen yrityksiin sen jälkeen, kun näiden yhteisöjen toimintaa säätelevää lakia uudistettiin vuoden 1999 lopussa. Yksityisiä pääomia sijoitetaan näihin riskikohteisiin vähän tai ei lainkaan. Johdon yritysostoja julkiset pääomarahoittajat eivät käytännössä rahoita lainkaan.

Pääomasijoituksissa käytetään useita erilaisia rahoitusinstrumentteja. Osakepääomasijoitukset ovat tärkein yksittäinen pääomarahoituksen muoto. Esimerkiksi vuoden 2000 lopussa osakerahoitusten osuus oli lähes 60 % pääomarahoituksen kokonaismäärästä. Sijoitukset muodostuvat kuitenkin usein monen eri rahoitusinstrumentin yhdistelmästä, jolloin käytetään sekä osake- että velkarahoitusta. Tällöin velkarahoituksessa käytetään osakepääomaksi vaihdettavia vaihtovelkakirjalainoja tai pääomalainoja. Osakerahoituksen jälkeen toiseksi tärkein rahoitusmuoto on väli- eli mezzaninerahoitus. Välirahoitus sijoittuu etuoikeusjärjestyksessä osakerahoituksen ja vakuudellisen lainan välimaastoon. Välirahoituksen osuus kokonaisrahoituksesta on tällä hetkellä noin viidennes. Suorien vakuudettomien tai vakuudellisten velkakirjalainojen osuus pääomarahoituksessa jää noin kymmenenteen osaan kokonaisrahoituksesta.

3.4.5 Pääomasijoituksista irtautuminen

Pääomasijoittamisen laajentuminen 1990-luvun alussa näkyy vähitellen myös sijoituksista irtautumisten lisääntymisenä määräaikaisten sijoitusten tullessa irtautumiskelpoisiksi. Osakemarkkinoiden laajentuminen, likvidiyden parantuminen ja kurssien pitkään jatkunut nousu ovat tukeneet myös osaltaan irtautumisten lisääntymistä. Osakekurssien kääntyminen laskuun näkyi nopeasti pääomasijoituksista irtautumisten vähenemisenä mm. pörssilistautumisen vaikeutuessa.

Pääomasijoituksista irtautuminen voidaan toteuttaa joko täydellisenä tai osittaisena irtautumisena. Pääomasijoituksista irtautumisten painopiste on kokonaan irtautumisessa niin, että irtautuminen tehdään esimerkiksi yrityskaupan avulla, myymällä hallussa olevat osakkeet uusille sijoittajille listautumisen yhteydessä tai velan takaisinmaksulla. Osittaisessa irtautumisessa sijoittaja myy osan osakkeista tai sijoituskohteena oleva yritys maksaa osan rahoitukseen kuuluvasta lainapääomasta takaisin. Pääomasijoituksista joudutaan usein irtautumaan myös konkurssien kautta.

3.4.6 Tulevaisuudennäkymiä

Pääomasijoittaminen on Suomessa vielä varsin nuori toimiala. Tämä on näkynyt sijoitusten ripeänä kasvuna ja myös siinä, että vasta viime vuosina pääomasijoituksista irtautumiset ovat alkaneet lisääntyä. Lyhyen historiansa vuoksi pääomasijoittajien hallinnoimat varat suhteessa maan talouden kokoon ovat vielä varsin pienet. Vuonna 2001 nämä varat olivat vajaat 2 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tunnusluku ei ole Euroopan mittakaavassa kovin suuri, vaan jää alle puolivälin verrattaessa Euroopan unionin jäsenmaissa tehtyihin pääomasijoituksiin. Pohjoismaissa Suomen pääomasijoitustoiminta on Ruotsin jälkeen toiseksi laajinta, kun toiminnan laajuutta verrataan talouden kokoon. Pääomasijoittamisen kasvupotentiaalia voidaankin Suomessa pitää muutaman vuoden jatkuneesta ripeästä kasvusta huolimatta huomattavana. Tämä edellyttää kuitenkin toimintaympäristön pysymistä suotuisana pääomasijoitusten näkökulmasta.

Pääomasijoitustoiminnan kasvun jatkuminen edellyttää esimerkiksi osakemarkkinoiden toiminnan ja likvidiyden säilymistä vahvana. Esimerkiksi osakemarkkinoiden likvidiyden mahdollinen siirtyminen pois Suomesta johonkin muuhun eurooppalaiseen kauppapaikkaan vähentäisi pääomasijoittajien halukkuutta sijoittaa tulevaisuudessa varoja suomalaisiin pääomasijoituksiin, koska sijoituksista irtautuminen listautumisen kautta vaikeutuisi huomattavasti nykyisestä. Pienten tai keskisuurien suomalaisten yritysten listaaminen eurooppalaisten kasvuyhtiöiden listalle saattaa olla vaikeampaa kuin listaaminen kotimaassa. Pääomasijoitusmarkkinoiden toiminnan laajentuminen on vahvasti sidoksissa myös talouden toimeliaisuuteen. BKT:n kasvun hiipuminen näkyy nopeasti pääomasijoitusten vähenemisenä[2]. Myös työvoimamarkkinoiden mahdolliset jäykkyydet tai niiden lisääntyminen hidastavat pääomasijoittajien halukkuutta panostaa erityisesti käynnistys- tai siemenvaiheen yritysten rahoitukseen. Ulkomaisten pääomasijoittajien toiminnan laajentumista Suomessa hillitsevät osaltaan verotukselliset seikat, joiden ratkaiseminen lisäisi ulkomaisten pääomasijoittajien kiinnostusta suomalaisiin pääomasijoituksiin. Lisäksi yhtenä kotimaisten pääomasijoitusten painopisteenä – ainakin työllistämisen näkökulmasta – voi olla myös se, miten pääomasijoituksia saataisiin suunnattua nykyistä enemmän Etelä-Suomesta myös muualle maahan. Tällä hetkellä sijoitukset ovat painottuneet erittäin voimakkaasti Etelä-Suomeen.

---

[2] Hyytinen, A. (2001) ja Suomen pääomasijoitusyhdistys.

Lähdeluettelo

Hyytinen, A. (2001) **Tutkimustuloksia pääomasijoitustoiminnan kehityksestä muuttuvassa toimintaympäristössä.** Venture-tiedote 2/2001. Suomen pääomasijoitusyhdistys. Helsinki.

Suomen pääomasijoitusyhdistys, Pääomasijoitustoiminta Suomessa (www.fvca.fi).

Suomen pääomasijoitusyhdistys, Venture-tiedote (www.fvca.fi).

Luku 4

Maksujärjestelmät ja -välineet

Heli Paunonen – Timo Iivarinen – Kari Kemppainen – Jenni Koskinen

4 Maksujärjestelmät ja -välineet 217

Heli Paunonen
Rahoitusmarkkinaosasto
4.1 Yleisön käytössä olevat maksuvälineet 217
4.1.1 Käteisraha 217
4.1.2 Tilisiirrot 220
4.1.3 Maksukortit 222
4.1.4 Uusia maksuvälineitä 225
Lähdeluettelo 226

Timo Iivarinen
Rahoitusmarkkinaosasto
4.2 Pankkien kotimaiset maksujärjestelmät 227
4.2.1 Yleistä 227
4.2.2 Pankkien välinen maksuliikennejärjestelmä PMJ ...228
4.2.3 Pankkien on line -pikasiirrot ja sekit (POPS) 232
4.2.4 Osuuspankkiryhmän keskinäisten maksuvelvoitteiden selvitysjärjestelmä 236
4.2.5 Säästöpankkien ja paikallisosuuspankkien maksuliikenteen selvitysjärjestelmä 237
4.2.6 Pankkiautomaattien yhteiskäyttö 238
4.2.7 Maksuliikennettä ohjaava lainsäädäntö 238
4.2.8 Kehitysnäkymiä 239
Lähdeluettelo 241

Kari Kemppainen
Rahoitusmarkkinaosasto
4.3 Suomen Pankki ja maksuliike 242
4.3.1 Johdanto 242
4.3.2 Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä 243
4.3.3 TARGET 248
4.3.4 Maksuvälinehuolto 253
4.3.5 Tulevaisuudennäkymiä 254
Lähdeluettelo.....255

Jenni Koskinen
Rahoitusmarkkinaosasto
4.4 EU-alueen maksuliike ja maksujärjestelmät 256
4.4.1 Pankkien kansainvälinen maksuliike ja maksujärjestelmät.....256
4.4.2 Valuuttakaupan maksujen toimitusriski ja sen hallinta 262
4.4.3 Tulevaisuudennäkymät 264
Lähdeluettelo.....266

4 Maksujärjestelmät ja -välineet

Heli Paunonen
Rahoitusmarkkinaosasto

4.1 Yleisön käytössä olevat maksuvälineet

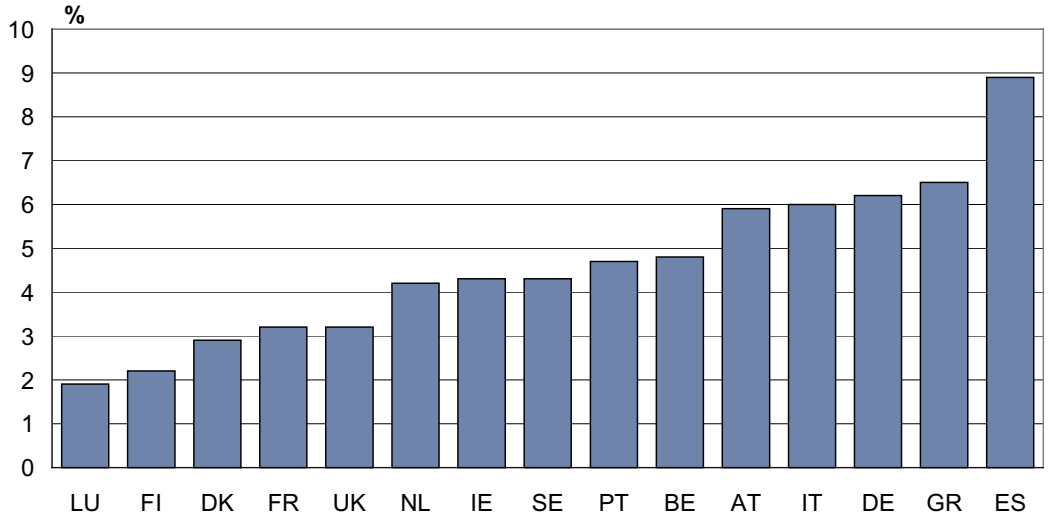
Suomalaiset kuluttajat käyttävät paljon elektronisia maksuvälineitä. Pankit ovat hyödyntäneet uutta tekniikkaa palveluntarjonnassaan ja kehittäneet yhteistyössä tehokkaasti toimivat maksujärjestelmät. Lähes kaikilla suomalaisilla on pankkitili, ja pankkikortit ja tilisiirrot ovat suosittuja maksutapoja. Viime vuosina pankit ovat ohjanneet hinnoittelullaan asiakkaitaan hyödyntämään erityisesti itsepalveluun perustuvia Internet-pankkipalveluja, jotka ovat helppokäyttöisiä eivätkä sido asiakasta tiettyyn aikaan tai paikkaan. Vaikka vähittäismaksut ovat hyvin elektronisoituneita, käteistä käytetään kuitenkin edelleen yleisesti pienissä maksuissa. Eurokäteisen käyttöönotto vuoden 2002 alussa sujui hyvin. Tässä luvussa luodaan katsaus Suomen yleisimpiin vähittäismaksutapoihin.

4.1.1 Käteisraha

Euromaissa otettiin yhteinen käteinen käyttöön 1.1.2002. Tätä ennen euro oli ollut tilirahana käytössä jo 1.1.1999 alkaen. Huolellisen valmistautumisen ansiosta mittava käyttöönottoprojekti sujui hyvin. Suomessa markkasetelit ja -kolikot lakkautettiin laillisina maksuvälineinä 1.3.2002 alkaen, mutta Suomen Pankki lunastaa markkoja 29.2.2012 saakka. Suomessa on käytössä 7 eri euroseteliä ja 6 eurokolikkoa. Toisin kuin muissa euromaissa Suomessa käteismaksujen loppusummat pyöristetään lähimpään 5 senttiin, ja tällöin 1 ja 2 sentin kolikoita ei tarvita. Keräilijöille tarjottiin 1 ja 2 sentin kolikoita kuitenkin tutustumispakkauksissa, ja niitä voi edelleen ostaa joistakin liikepankeista. Lisäksi pienimpiä kolikoita tulee Suomeen vähitellen muista euromaista.

Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna Suomessa liikkeellä olevan käteisen määrä on EU-maiden alhaisimpia (kuvio 1).

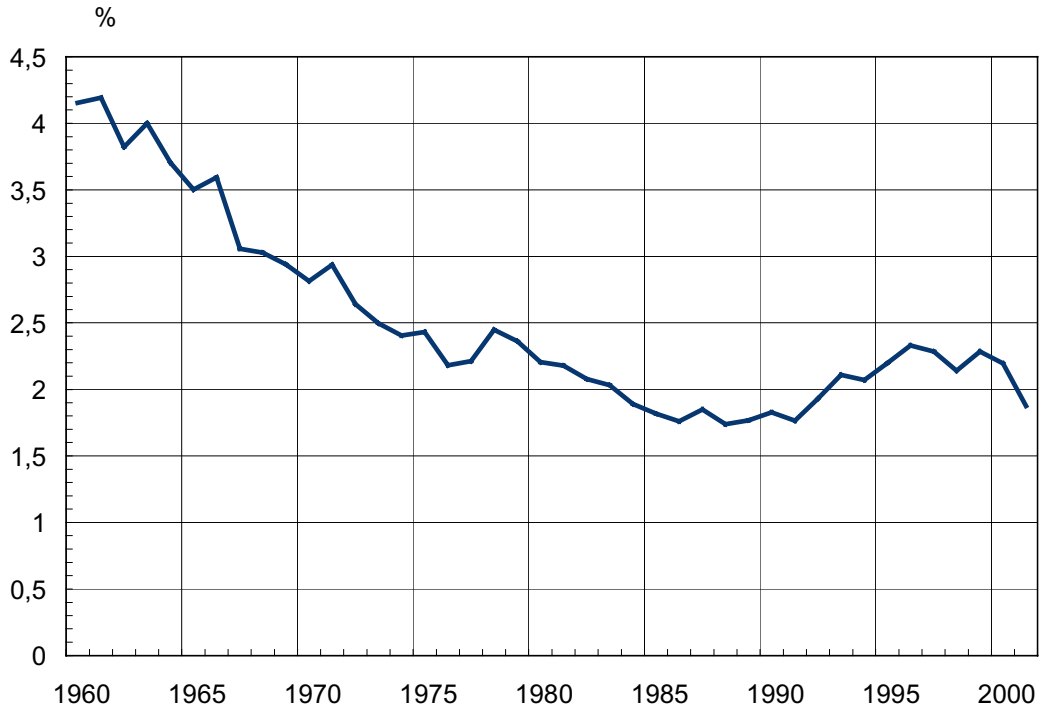
Kuvio 1. **Yleisön hallussa oleva raha suhteessa BKT:hen eri EU-maissa vuonna 2000, %**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Yleisön hallussa olevan rahan osuus BKT:stä oli Suomessa vuoden 2001 lopussa noin 1,9 %. Tämä osuus on pysynyt pienenä jo 1970-luvulta lähtien (kuvio 2).

Kuvio 2. **Yleisön hallussa oleva raha suhteessa BKT:hen vuosina 1960–2001, %**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

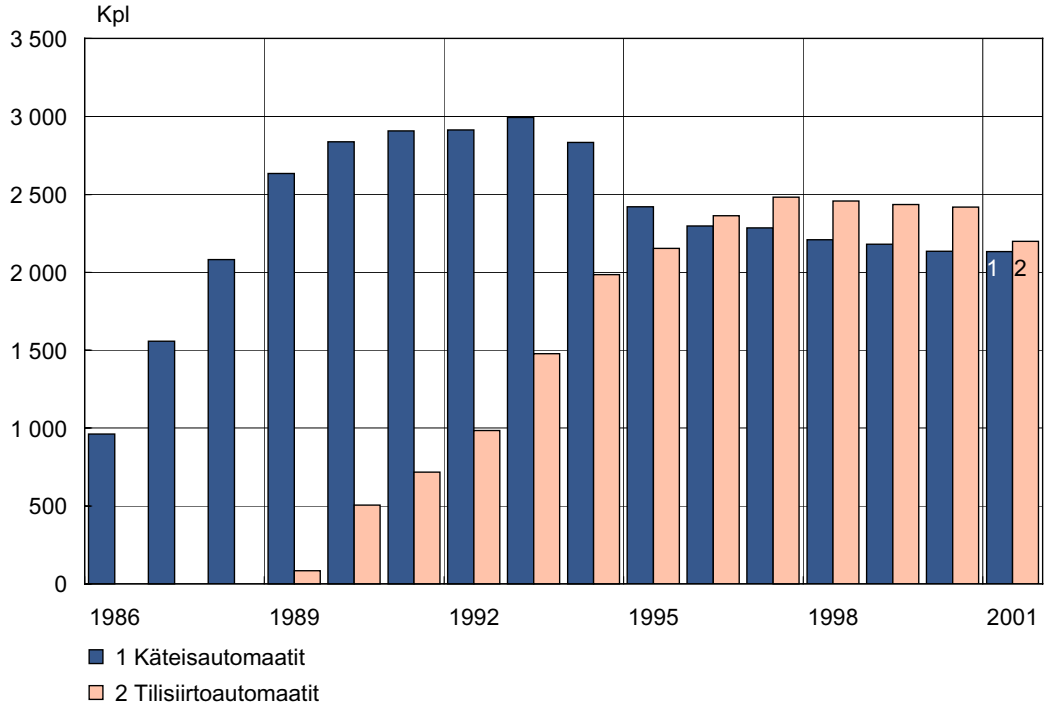
Keskeinen syy käteisen pieneen määrään on vähittäismaksujen nopea elektronisoituminen. Tilisiirrot ja maksukortit ovat suosittuja maksutapoja, ja esimerkiksi laskujen maksaminen käteisellä on hinnoiteltu huomattavasti tilisiirtoa kalliimmaksi. Setelistön kiertonopeus on myös suuri, keskimäärin noin 6,5 vuonna 2001. Kiertonopeus kertoo, montako kertaa raha kiertää takaisin keskuspankkiin vuoden aikana. Nopeus vaihtelee setelilajeittain. Käteisen käyttöä on hankala tutkia, koska käteinen on avoimessa kierrossa ja täysin anonyymi maksutapa. Käteistä käytetään kuitenkin edelleen yleisesti etenkin pienissä maksuissa. On arvioitu, että myyntipisteiden myynnin arvosta noin puolet maksettiin käteisellä ja puolet maksukorteilla vuonna 2000.[1]

Valtaosa käteisestä nostetaan Suomessa automaateista. Automaattinostojen osuudeksi on arvioitu noin 80–85 % kaikista käteisnostoista. Vuonna 2001 rahaa nostettiin automaateista noin 248 miljoonaa kertaa ja yhteensä noin 17,4 mrd. euron arvosta. Käteisautomaattien

[1] Paunonen – Jyrkönen 2002.

lukumäärä kasvoi vuoteen 1993 saakka, minkä jälkeen se on vähentynyt (kuvio 3). Automatia Pankkiautomaatit alkoi vuonna 1994 karsia päällekkäisyyksiä käteisautomaattiverkoissa, sillä aiemmin jokaisella pankkiryhmällä oli ollut omat automaattiverkkonsa. Käteisautomaatteja oli vuoden 2001 lopussa yhteensä 2 132. Tilisiirtoautomaatit puolestaan lisääntyivät vuoteen 1997 asti, minkä jälkeen myös niiden lukumäärä alkoi vähetä. Tämä johtuu lähinnä verkkopankkipalveluiden käytön lisääntymisestä.

Kuvio 3. **Käteis- ja tilisiirtoautomaattien lukumäärä vuosina 1986–2001**

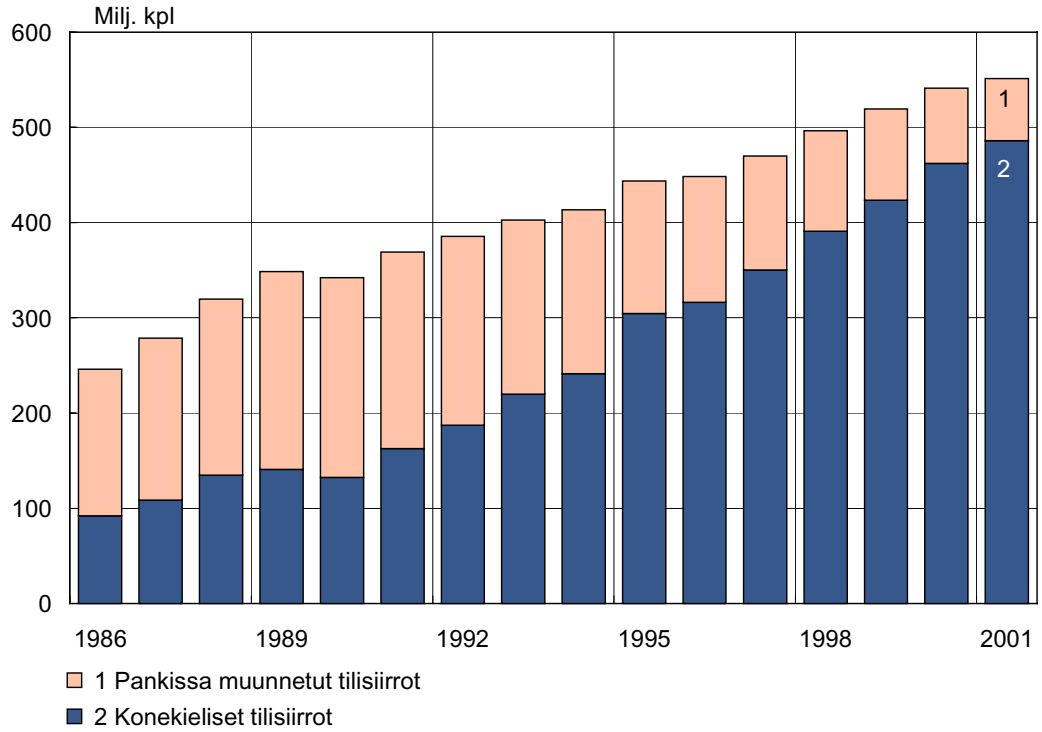


Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

4.1.2 Tilisiirrot

Tilisiirrot ovat Suomessa hyvin suosittu maksutapa. Vuonna 2000 tilisiirtojen lukumäärä asukasta kohden oli Suomessa 105 ja EU-maissa keskimäärin 42.

Kuvio 4. **Tilisiirtojen lukumäärä vuosina 1986–2001**



Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

Tilisiirtojen lukumäärä ja niiden konekielisyysaste ovat Suomessa kasvaneet tasaisesti (kuvio 4). Tilisiirtojen yleistymiseen ovat vaikuttaneet tehokkaasti toimivat pankki- ja postisiirtojärjestelmät, jotka yhtenäistettiin vuonna 1993[2]. Lisäksi suomalaiset ovat tottuneita pankkitilin käyttöön, sillä palkkoja ja sosiaalietuuksia alettiin maksaa pankkitileille jo 1960–1970-luvulla. Pankit tarjosivat asiakkailleen aluksi sekkejä, jottei palkkaa tarvinnut nostaa käteisenä. Myöhemmin sekkivihot korvattiin pankkikorteilla. Pankit ovat myös aktiivisesti ohjanneet asiakkaitaan käyttämään itsepalvelua. Etenkin 1990-luvun alun pankkikriisin myötä pankit lakkauttivat konttoreita ja vähensivät henkilöstöään kehittäen tilalle uusia, itsepalveluun perustuvia palveluja. Vuosina 1990–1998 Suomessa toimivien talletuspankkien henkilöstön määrä puolittui. Tilisiirrot elektronisoituivat mm. kustannustehokkuutensa vuoksi. Suomalaiset omaksuvat helposti uusien tekniikoiden käytön, ja esimerkiksi Internetiin perustuvat palvelut ovat helppokäyttöisiä ja vapauttavat asiakkaan aika- ja paikkariippuvuudesta. Lisäksi pankit ovat yhteistyössä kehittäneet toimivat maksujär-

[2] Hatakka 1997.

jestelmät ja ohjanneet mm. hinnoittelulla asiakkaitaan itsepalvelujen käyttöön[3].

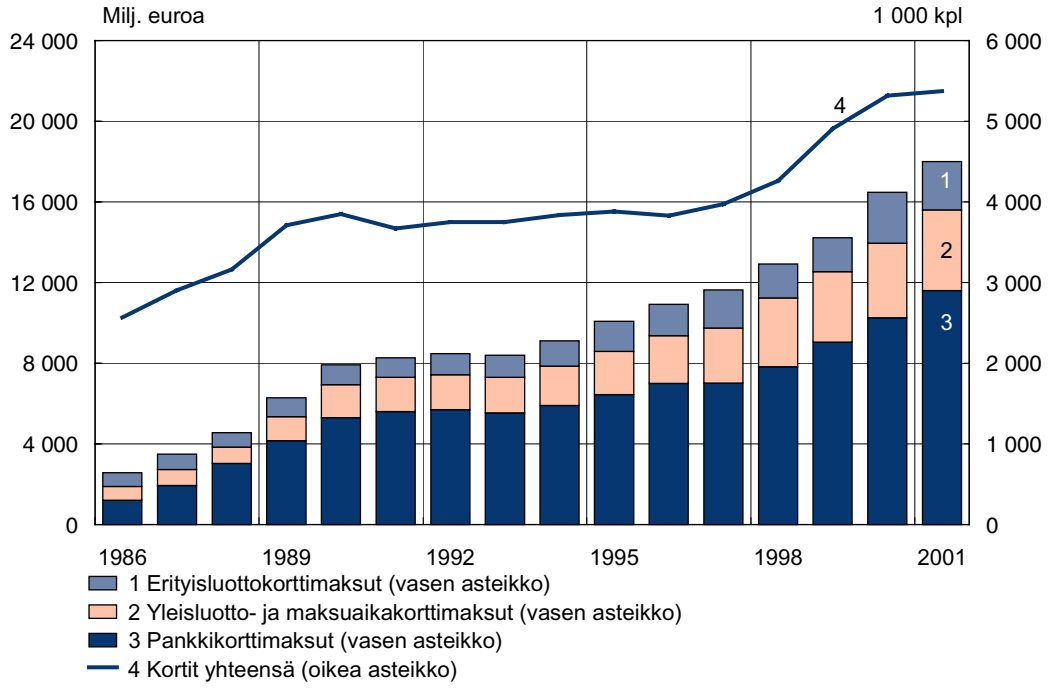
Tilisiirron voi tehdä monella tapaa. Asiakas voi edelleen maksaa laskunsa pankkikonttorin kassalla tai lähettää sen maksukuoressa pankkiinsa. Toistuvan maksun voi maksaa suoraveloituksena. Myös tilisiirtoautomaatit, puhelinpankkipalvelut ja tekstiviestipohjaiset GSM-palvelut ovat asiakkaiden käytettävissä. Kotitietokoneelta asiakkaat ovat voineet jo kauan maksaa laskujaan modeemin ja pankkiohjelman välityksellä, mutta viime vuosina etenkin Internetiin perustuvien verkkopankkipalvelujen suosio on kasvanut voimakkaasti. Vuoden 2001 lopussa pankkien ja asiakkaiden välisten verkkopankkisopimusten määrä oli noin 2,6 miljoonaa. Myös verkkopankkipalveluiden käyttö on pankkien mukaan lisääntynyt merkittävästi viime vuosina. Osa pankkipalveluista on käytettävissä myös WAP-puhelimen ja digitaalisen television kautta. Viime aikoina pankit ovat alkaneet tarjota myös verkkolaskupalvelua, jossa asiakas voi sopia laskuttajan kanssa, että laskua ei lähetetä paperilla kotiin vaan suoraan asiakkaan verkkopankkiin. Verkkolaskupalvelua käyttäessään asiakas voi valita joko suoraveloituksen tai suoralaskun. Suoraveloitus veloitetaan automaattisesti asiakkaan tililtä eräpäivänä, mutta suoralasku asiakkaan täytyy hyväksyä erikseen verkkopankissa ennen veloitusta. Pankit tarjoavat myös ns. nappimaksupalvelua, jossa asiakas voi verkkokaupasta ostaessaan siirtyä hetkeksi verkkopankkiinsa suorittamaan maksun ja myyjä saa rahansa reaaliaikaisesti. Toistaiseksi sekä myyjällä että asiakkaalla täytyy olla tili samassa pankissa tätä palvelua käytettäessä.

4.1.3 Maksukortit

Tilisiirtojen ohella myös maksukorttien käyttö on hyvin suosittua Suomessa. Vuonna 2000 pankki- ja luottokorttimaksujen lukumäärä asukasta kohden oli 71, kun vastaava luku EU-maissa keskimäärin oli 33.

[3] Snellman 2000.

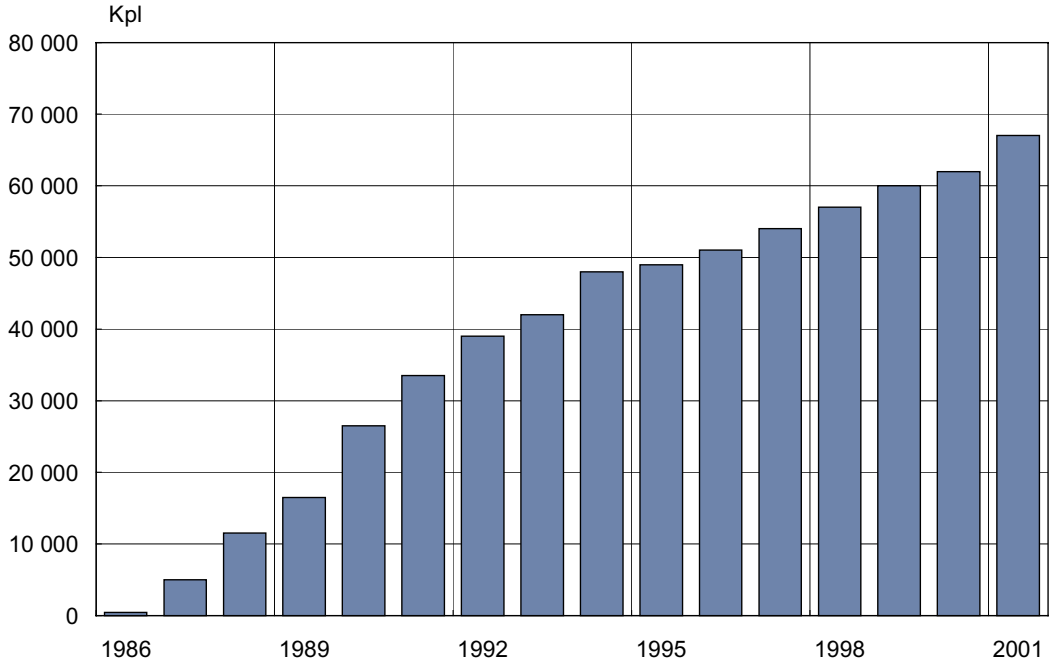
Kuvio 5. **Korttimaksujen arvo korttityypeittäin ja maksukorttien lukumäärä vuosina 1986–2001**



Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

Maksukorttitapahtumien yhteismäärä vuonna 2001 oli noin 394 miljoonaa ja arvo noin 18 mrd. euroa (kuvio 5). Näistä pankkikorttimaksujen lukumäärä oli 275 miljoonaa ja arvo 11,6 mrd. euroa. Pankkikortilla maksaminen on hyvin yleistä, sillä pankit edistivät aktiivisesti pankkikorttien käyttöönottoa 1980-luvulla. Pankkikortit syrjäyttivät sekkimaksut, kun sekkien käyttö tuli asettajalle maksulliseksi vuonna 1988. Tällöin asiakkaat siirtyivät käyttämään ilmaista pankkikorttia. Sekkejä käytetään Suomessa nykyään lähinnä suuriin maksuihin, mutta vähittäismaksamisesta ne ovat poistuneet täysin. Pankkikorttien lisääntyessä myyjät hyväksyivät laajalti pankkikortit maksuvälineinä. Näin kuluttajat omaksuivat nopeasti kortilla maksamisen. Myös maksupääteverkosto on yhteiskäyttöinen ja kattava (kuvio 6).

Kuvio 6. **Maksupäätteiden lukumäärä Suomessa vuosina 1986–2001**



Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

Myös luottokortilla maksamisella on pitkät perinteet, sillä ensimmäiset öljy-yhtiöiden kortit otettiin Suomessa käyttöön jo 1950-luvulla. Vuonna 2001 yleisluottokorteilla maksettiin 65 miljoonaa kertaa ja maksujen arvo oli 4 mrd. euroa. Yleisluottokorttien lisäksi Suomessa on runsaasti erilaisia erityisluottokortteja. Niitä ovat esimerkiksi kauppaketjujen ja öljy-yhtiöiden kortit, ja niillä tehtyjen maksujen määrä oli 55 miljoonaa kappaletta ja arvo 2,4 mrd. euroa vuonna 2001. Yhdistelmäkortit, joissa samassa kortissa on esimerkiksi pankki- ja luottokortti, ovat myös yleisiä. Viime vuosina erityisesti uudentyyppisen Visa Electron -kortin käyttö on lisääntynyt, sillä tätä onlinemaksukorttia voi käyttää pankkikortin tavoin paitsi kotimaassa myös ulkomailla[4]. Lisäksi jokainen osto varmennetaan, jolloin tilinylityksiä ei pääse syntymään. Pankit tarjoavat myös pelkkiä automaattikortteja, joilla voi nostaa käteistä tai maksaa laskuja, mutta ei maksaa kassalla. Asiakas voi myös liittää Avant-rahakortin Nordean, OKOn tai Sam-

[4] Euroopan parlamentin hyväksymän hinta-asetuksen nro 2560/2001 mukaan euromääräisten automaattinostojen ja korttimaksujen tulee olla kuluttajalle koko euroalueella samanhintaisia kuin kotimaassa 1.7.2002 alkaen. Asetus koskee myös tilisiirtoja 1.7.2003 alkaen.

pon myöntämän sirukortin yhteyteen. Turvallisuuden parantamiseksi lähivuosina siirryttäneen kokonaan magneettijuovakorteista sirukortteihin.

4.1.4 Uusia maksuvälineitä

Uusia vähittäismaksutapoja kehitellään kaiken aikaa. Jonkin aikaa markkinoilla olleet sirukorttipohjaiset elektronisen rahan järjestelmät eivät ole kuitenkaan toistaiseksi saavuttaneet suurta suosiota. Elektronisella rahalla, eli e-rahalla, tarkoitetaan tekniseen laitteeseen sähköisesti tallennettua rahan arvoa. Suomessa on tällä hetkellä käytössä yksi yleiskäyttöinen elektronisen rahan järjestelmä, Avant-korttiraha. Avant-järjestelmän lisäksi Suomessa on joitakin rajattuun käyttöön tarkoitettuja elektronisen rahan järjestelmiä. Esimerkkejä tällaisista sovelluksista ovat Helsingin yliopiston ylioppilaskunnan hallinnoima UniCard sekä muutamien kaupunkien kaupunkikorttijärjestelmät. Viime vuosina on kehitetty myös erilaisia matkapuhelinsovelluksia pieniin maksuihin, ja useita erilaisia sovelluksia on pilottivaiheessa. Suomessa tällaiset kokeilut ovat luonnollisia, sillä matkapuhelinpenetraatio on yksi maailman suurimpia ja suomalaiset ovat innostuneita hyödyntämään uutta tekniikkaa.

Uusilla vähittäismaksutavoilla on lukuisia haasteita voitettavanaan. Menestyäkseen uuden sovelluksen tulisi olla turvallinen ja tehokas sekä tarjota kuluttajalle lisäarvoa verrattuna käytössä oleviin vaihtoehtoisiin maksutapoihin. Uuden sovelluksen hinnoittelun pitäisi olla houkutteleva sekä kuluttajille että palveluntarjoajille, jotta uusi maksutapa saavuttaisi suosiota. Erilaiset vähittäismaksusovellukset menestyvät eri maissa eri tavoin riippuen esimerkiksi vähittäismaksutapojen aiemmasta kehityksestä ja kansallisista tarpeista. Uudet sovellukset saattavat myös edellyttää lainsäädännön ja valvonnan kehittymistä. Onkin mielenkiintoista nähdä, voiko jokin uusi vähittäismaksutapa menestyä kansallisesti tai laajemmin. Kulutustapojen muutos – esimerkiksi Internet-kaupankäynnin merkittävä kasvu – lisäisi todennäköisesti myös elektronisten maksutapojen käyttöä entisestään.

Lähdeluettelo

Hatakka, T. (1997) **Maksuvälineet ja -järjestelmät EU:ssa – vertailu Suomen ja eräiden EU-maiden välillä.** Suomen Pankin keskustelualoitteita 19/1997. Helsinki.

Paunonen, H. – Jyrkönen, H. (2002) **Cash usage in Finland – How much can be explained?** Bank of Finland Discussion Papers 10/2002. Helsinki.

Snellman, J. (2000) **Evolution of Retail Payments in Finland in the 1990s.** Bank of Finland Discussion Papers 19/2000. Helsinki.

4.2 Pankkien kotimaiset maksujärjestelmät

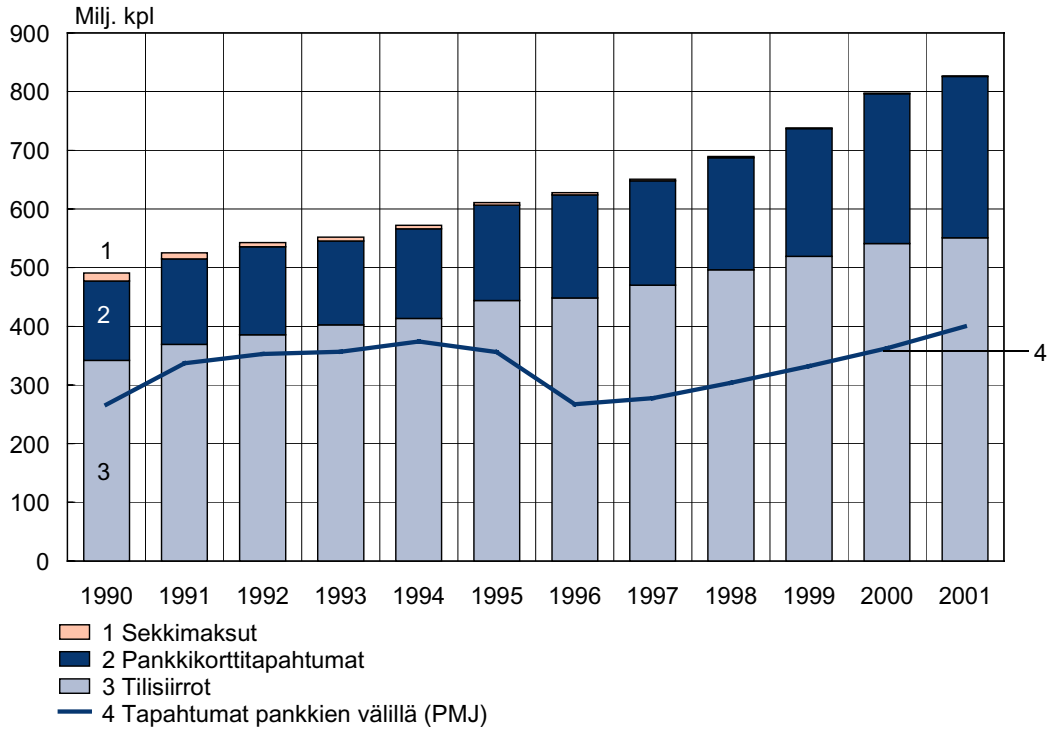
4.2.1 Yleistä

Pankkien maksujärjestelmät ovat tärkeä osa Suomen talouselämän perusrakennetta. Ne mahdollistavat taloudellisen toiminnan sujuvuuden, kun maksut siirtyvät nopeasti ja turvallisesti maksajalta saajalle. Pankkien maksujärjestelmien avulla pystytään välittämään maksuja tehokkaasti ja turvallisesti sekä kotimaassa että ulkomaille. Suomessa käytetyt maksujärjestelmät ovat syntyneet pitkän ajan kuluessa. Maksujärjestelmien moninaisuuteen vaikuttavat toisaalta historialliset syyt ja toisaalta maksujärjestelmien käyttäjien hyvin erilaiset tarpeet.

Pankkien maksujärjestelmät voidaan karkeasti jakaa kahteen osaan eli asiakasmaksujärjestelmiin ja pankkien välisiin maksujärjestelmiin. Pankkien välisten maksujärjestelmien kautta välitetään samoja maksuja kuin asiakasmaksujärjestelmienkin kautta, mutta maksun saajalla ja maksajalla on tilit eri pankeissa, joten siirron toteutus vaatii maksun välittämistä pankkien välillä.

Suomessa toimivien pankkien järjestelmissä käsiteltiin vuonna 2001 kaikkiaan noin 825 miljoonaa kotimaista maksua eli noin 159 maksua jokaista suomalaista kohti (kuvio 1). Näiden maksujen arvo oli noin 1,7 mrd. euroa. Maksuista kaksi kolmasosaa oli tilisiirtoja, yksi kolmasosa pankkikorttimaksuja ja vajaa promille sekkimaksuja. Kotimaisten maksujen välitys Suomessa perustuu siis valtaosin tilisiirtoihin ja pankkikorttimaksuihin. Vuonna 2001 pankista toiseen välitettäviä maksuja oli 400 miljoonaa eli noin puolet käsitellyistä maksuista.

Kuvio 1. **Pankkien kotimaan maksujen välitys vuosina 1990–2001**



Lähteet: Suomen Pankkiyhdistys ja pankit.

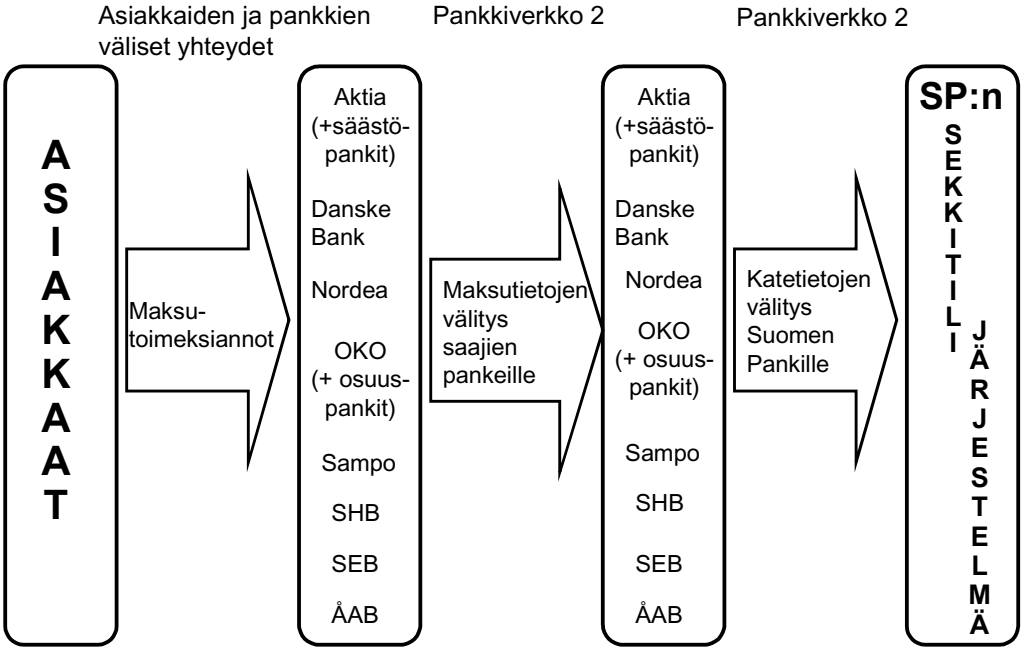
Kun maksu on menossa toiseen pankkiryhmittymään, käytetään maksun välittämiseksi pankkien välisiä maksujärjestelmiä. Tähän tarkoitukseen pankit ovat kehittäneet kaksi toistaan täydentävää järjestelmää. Massamaksujen välitykseen on rakennettu pankkien välinen maksujärjestelmä PMJ. Suurten maksujen ja sekkien välitykseen käytetään ns. POPS-järjestelmää (pankkien on line -pikasiirrot ja sekit). Osuuspankkiryhmittymällä ja säästöpankkiryhmittymällä on lisäksi omat osakaspankkien väliset maksujärjestelmänsä. Näiden pankkien keskusrahalaitokset ovat jäseninä POPSissa ja PMJ:ssä ja hoitavat keskitetysti paikallispankkien ja muiden pankkien välisen maksuliikenteen. Suomessa on kaksi pankkiautomaattijärjestelmää. Kumpaankin automaattijärjestelmää voidaan käyttää samalla pankkikortilla.

4.2.2 Pankkien välinen maksuliikennejärjestelmä PMJ

Pankkien välisessä maksuliikennejärjestelmässä PMJ:ssä on tällä hetkellä kahdeksan Suomessa toimivaa pankkia mukana. Järjestelmässä välitetään kotimaisia asiakasmaksuja ja niihin liittyviä tietoja. Tär-

keimmät maksutyypit ovat tilisiirrot, toistuvaissuoritukset, suoraveloitukset ja korttitapahtumat. Järjestelmän käyttö perustuu yhteisesti sovittuihin sääntöihin ja sopimuksiin. Pankit ovat itse yhdessä Suomen Pankkiyhdistyksen kanssa luoneet järjestelmän, ja ne myös ylläpitävät sitä. Sen kautta välitetään maksutiedot saajan ja maksajan tilin ollessa eri pankkiryhmissä. Katteet siirretään osapuolten Suomen Pankissa olevien sekkitilien kautta. Järjestelmä perustuu pankkien väliseen kahdenkeskiseen tietojen vaihtoon eikä keskitettyyn clearingkeskuksen käyttöön, kuten yleensä muissa Euroopan maissa. Ratkaisu on mahdollinen, koska erillisiä pankkiryhmiä on vähän ja kaikilla on käytössä teknisesti hyvin kehittyneet järjestelmät.

Kuvio 2. **Pankkien välinen maksuliikennejärjestelmä**



Lähde: Suomen rahoitusmarkkinat 1996.

PMJ:ssä jokainen pankki lajittelee toisten pankkien asiakastileihin liittyvät tapahtumat pankkiryhmäkohtaisesti ja välittää maksutiedot saajapankeille eräsiirtona joitakin kertoja päivässä. Tiedoston siirto kuhunkin pankkiin toteutetaan käyttäen pankkien yhteistä tcp/ip-tekniikkaan pohjautuvaa ns. pankkiverkko 2:ta. Näiden yksityiskohtaisten maksutietojen perusteella pankit hyvittävät ja veloittavat omia asiakastilejään. Tapahtumia ei kuitenkaan kirjata asiakkaiden tileille ennen kuin on varmistunut, että tapahtumien katteensiirrot on suoritettu.

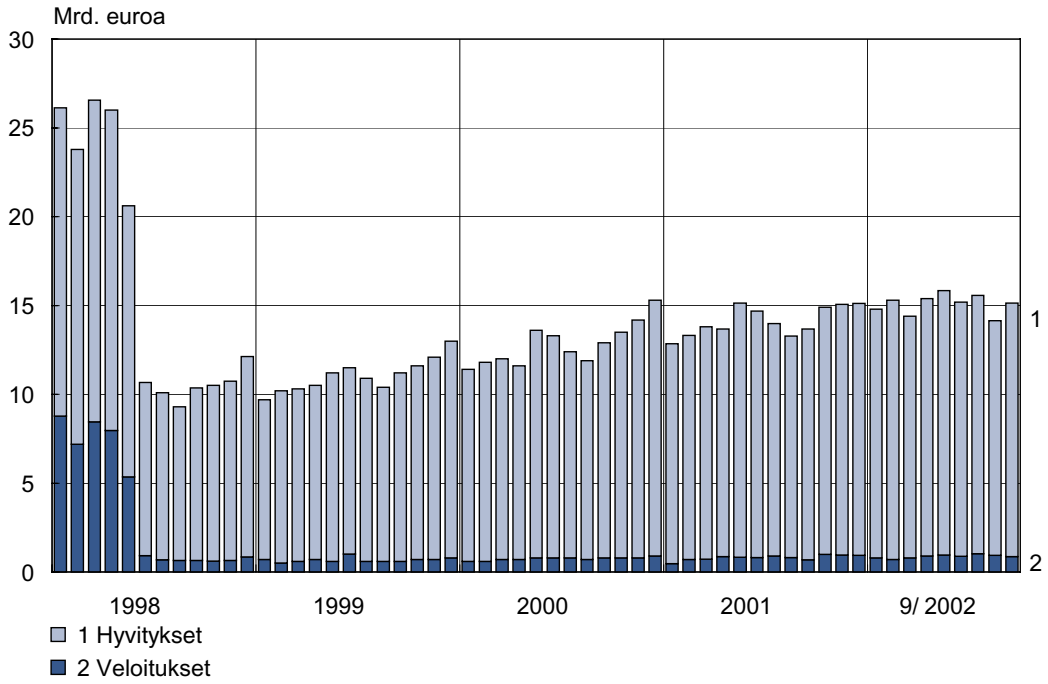
Välitettyjä maksuja vastaavan rahansiirron eli ns. katteensiirron suorittamiseksi päivittäin pankkien välillä kukin clearingpankki laatii toisille pankeille lähettämistään maksutapahtumatiedoista nettomääräisen clearinglaskelman ja lähettää sen Suomen Pankille. Näiden tietojen perusteella Suomen Pankki siirtää kahdesti päivässä katteet veloittamalla maksamassa olevien pankkien tilejä ja hyvittämällä saamassa olevien pankkien sekkitilejä (ns. yö- ja päiväkatekirjaus). Yökatekirjaukset toteutuvat automaattisesti aamuyöllä ja iltapäiväkatekirjaukset lähellä pankkien normaalia sulkemisaikaa.

Katteet siirretään välittömästi clearingin yhteydessä, jos kaikilla clearingiin osallistuvilla pankeilla on katteensiirtoihin tarvittavat varat sekkitileillään Suomen Pankissa. Jos pankilla ei tarvittavia varoja ole, suljetaan se pois clearingistä ja katekirjaukset tehdään ilman tätä pankkia. Poikkeustapauksissa yöclearing voidaan suorittaa myös seuraavana aamuna varaclearinginä. Pankeilla ei siis ole luottoriskiä, koska maksujen kate pankkien välillä siirretään aina ennen kuin tapahtumia kirjataan asiakkaiden tileille ja clearingissä varmistetaan, että kaikilla clearingiin osallistuvilla pankeilla on tarvittavat varat ennen katekirjausten suorittamista.

Selvityksen lopullisuudesta maksu- ja selvitysjärjestelmissä annetun lain (1084/1999; laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista) mukaisesti valtiovarainministeriö on vahvistanut PMJ:n säännöt. Euroopan komissio haluaa tietää ne maksujärjestelmät, joihin lakia sovelletaan ja että maksujärjestelmän säännöt täyttävät laissa asetetut vaatimukset. Siksi valtiovarainministeriö on myös ilmoittanut PMJ:n Euroopan komissiolle. Maksun katsotaan olevan lopullinen eli osapuolia sitova, kun maksavan pankin Suomen Pankissa olevaa sekkitiliä on veloitettu.

Suomen Pankki on määritellyt PMJ:n järjestelmäksi, jonka tulee täyttää G10-maiden keskuspankkien laatimat periaatteet systeemiriskin kannalta merkittävien maksujärjestelmien perusperiaatteista (core principles for systemically important payment systems). Keväällä 2001 Suomen Pankki arvioi PMJ:n näitä kriteereitä käyttäen. Tuloksena oli, että järjestelmä täyttää näiden periaatteiden vaatimukset. Keväällä 2001 Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ja Maailmanpankki toteuttivat yhdessä Suomen rahoitussektorin tilan arviointiohjelman (Financial Sector Assessment Program, FSAP). Tässä yhteydessä tarkasteltiin myös Suomen pankkien välisiä maksujärjestelmiä. PMJ ja muutkin suomalaiset maksujärjestelmät selvisivät tästä arvioinnista huomautuksitta.

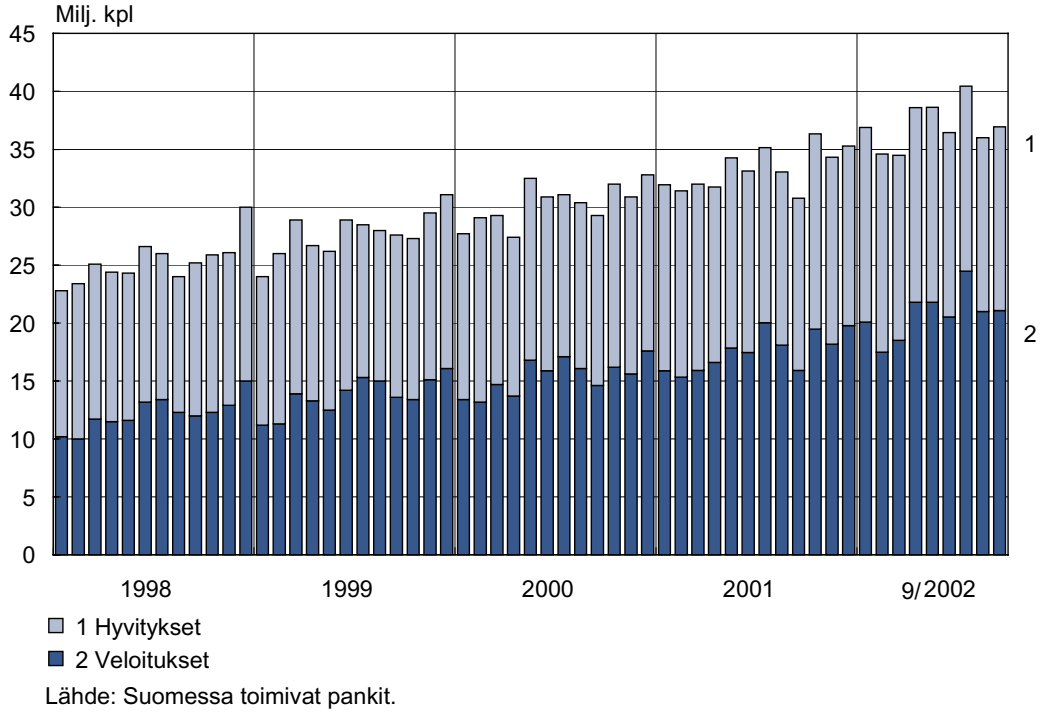
Kuvio 3. **PMJ: veloitusten ja hyvitysten arvo yhteensä kuukaudessa vuosina 1998–2002**



Lähde: Suomessa toimivat pankit.

Nykyään PMJ:n veloitusten ja hyvitysten arvo pysyttelee kuukausittain melko tasaisesti hieman alle 15 mrd. euron (kuvio 3). Suurin muutos tapahtui kesäkuussa 1998, kun POPS-järjestelmässä otettiin käyttöön nettoclearing. Tällöin PMJ-katekirjausten yhteydessä toteutetut sekkien ja pikamääräysten katekirjaukset siirtyivät POPS-järjestelmään. PMJ:n veloitus- ja hyvitystapahtumien arvo väheni tällöin selvästi (kuvio 3). Tämä johtui sekkitapahtumien (veloitus) ja pikasiirtojen (hyvitys) katteiden siirtymisestä pois PMJ:n katekirjauksista, eikä näitä tapahtumia enää sisällytetty PMJ-aineiston tilastoraportteihin kuten aiemmin.

Kuvio 4. **PMJ: veloitusten ja hyvitysten lukumäärä yhteensä kuukaudessa vuosina 1998–2002**



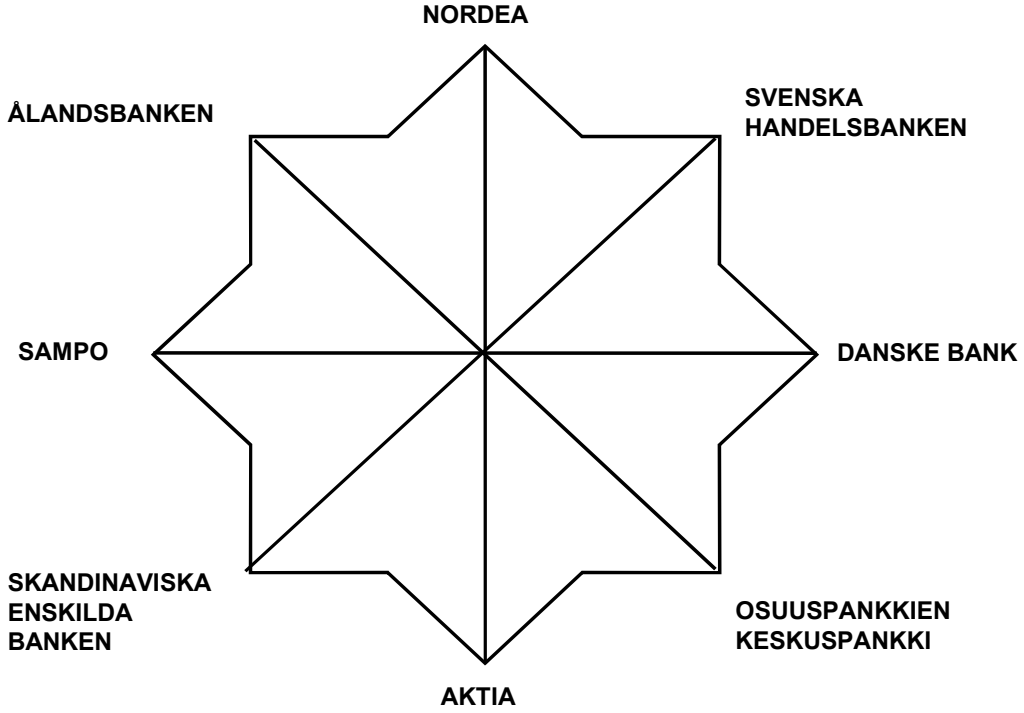
Lähde: Suomessa toimivat pankit.

Vuonna 2001 kuukausittainen tapahtumien määrä PMJ:ssä pysytteli 30–36 miljoonana. PMJ:n veloitusten ja hyvitysten lukumääriin ei pikasiirtojen ja sekkien uuden katteensiirtomenettelyn käyttöön otolla vuonna 1998 ollut huomattavaa merkitystä. Tämä johtuu näiden maksujen vähäisestä määrästä ja yksittäisten maksujen suuresta arvosta. PMJ-maksujen määrä on pikemmin jonkin verran kasvanut vuoden 1999 jälkeen.

4.2.3 Pankkien on line -pikasiirrot ja sekit (POPS)

POPS-järjestelmä (pankkien on line -pikasiirrot ja sekit) on Suomessa toimivien pankkien välinen maksujärjestelmä, jossa välitetään pikasiirtoja ja sekkejä (ja pankkivekseleitä). POPS-maksujärjestelmä on ajantasainen, hajautettu, kahdenkeskiseen tietojenvaihtoon perustuva maksujenvälitysjärjestelmä. Sen ovat kehittäneet jäseninä olevat pankit yhteistyössä Suomen Pankkiyhdistyksen kanssa. Pankit myös ylläpitävät POPS-järjestelmää yhdessä. Vuoden 2002 alussa POPS-järjestelmässä oli mukana 8 clearingpankkia, joista 3 oli ulkomaisten pankkien suomalaisia sivukonttoreita (kuvio 5).

Kuvio 5. **Pankkien pikasiirtojen ja sekkien välitysverkko**



Lähde: Suomen rahoitusmarkkinat 1996.

POPS-järjestelmässä pankit lähettävät maksutiedot suoraan toisilleen. Myös sekkejä koskevat tiedot kulkevat suoraan pankkien välillä. Maksajan pankki lähettää POPS-järjestelmän avulla yksityiskohtaiset tiedot maksusta saajan pankkiin. Jos maksaja käyttää maksutapana sekkiä, sekki lunastetaan saajan pankissa siten, että kate varataan heti sekin asettajan tililtä. Jos sekkiin liittyy varoituksia tai sille ei ole katetta asettajan tilillä, nämä tiedot välittyvät pankkien välillä ajantasaisesti POPS-järjestelmän kautta, eikä sekkiä lunasteta.

Pankit siirtävät POPS-järjestelmän maksujen katteet Suomen Pankissa olevien sekkitiliensä välillä. Riskien rajoittamiseksi pankkien välisiä positioita rajoitetaan POPSissa osapuolten keskinäisillä limiiteillä. Tämän lisäksi pankkien välisten katteiden siirtoon käytetään sekä brutto- että nettokatteensiirtoa. Katteensiirtotapa määräytyy pankkien kahdenvälisten brutto- ja nettovelkalimiittien perusteella. Jos maksu on suurempi kuin pankkien kahdenvälisesti sopima bruttolimiitti, kate suoritetaan bruttosiirtona Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän kautta.

Bruttolimiittiä pienemmät maksut nettoutetaan kahdenvälisesti pankkien kesken siten, että kunkin pankin nettovelka tai -saaminen toiseen osapuoleen nähden päivittyy jatkuvasti päivän aikana välitet-

tyjen tapahtumien perusteella. Pankkien kahdenvälisesti sopiman POPS-nettovelkalimiitin täyttyessä pankit suorittavat katteensiirron Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä. Tätä nettovelkalimiitin ja nettoposition suhdetta pankit pystyvät seuraamaan ajantasaisesti. Tässä on siis kyse eräänlaisesta ”saavista”, joka sen täytyttyä tyhjennetään pankkien välisillä katteensiirroilla. Päivän päätteeksi suoritetaan katteensiirrot, joilla kahdenväliset velat nollataan. Velkaa oleva pankki tekee katesiirron Suomen Pankissa olevalta sekkitililtään saajapankin sekkitilille. Suomen Pankki on riskien pienentämiseksi määritellyt ylärajan, jota suurempi bruttolimiitti ei saa olla (20 milj. euroa). POPS-nettovelkalimiitin koko on määritelty kaksi kertaa bruttolimiitin suuruiseksi.

Kokonaisluottoriski, jonka pankki POPS-järjestelmässä ottaa, on suurimmillaan niiden nettolimiittien summa, jonka pankki on myöntänyt vastapuolipankeilleen. Käytännössä riski ei kuitenkaan ole näin suuri, koska pankit siirtävät katetta toisilleen päivän mittaan ja maksuja liikkuu molempiin suuntiin. Silloin kun maksu on bruttolimiittiä suurempi, kate pankkien välillä siirretään ennen maksun kirjaamista asiakkaan tilille. Siksi näissä bruttolimiitin ylittävissä maksuissa ei ole luottoriskiä.

Selvityksen lopullisuudesta maksu- ja selvitysjärjestelmissä annetun lain (1084/1999; laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista) mukaisesti valtiovarainministeriö on vahvistanut POPS-järjestelmän säännöt. Euroopan komissio haluaa tietää ne maksujärjestelmät, joihin lakia sovelletaan ja että maksujärjestelmän säännöt täyttävät laissa asetetut vaatimukset. Siksi POPS on valtiovarainministeriön toimesta myös ilmoitettu Euroopan komissiolle. POPS-järjestelmän sääntöjen mukaan maksu on bruttokatteensiirtoa käytettäessä lopullinen, kun se on veloitettu maksavan pankin sekkitililtä Suomen Pankissa. Nettokatteensiirtoa käytettäessä maksu on lopullinen, kun tapahtuman rahamäärä on vaikuttanut pankkien väliseen nettopositioon.

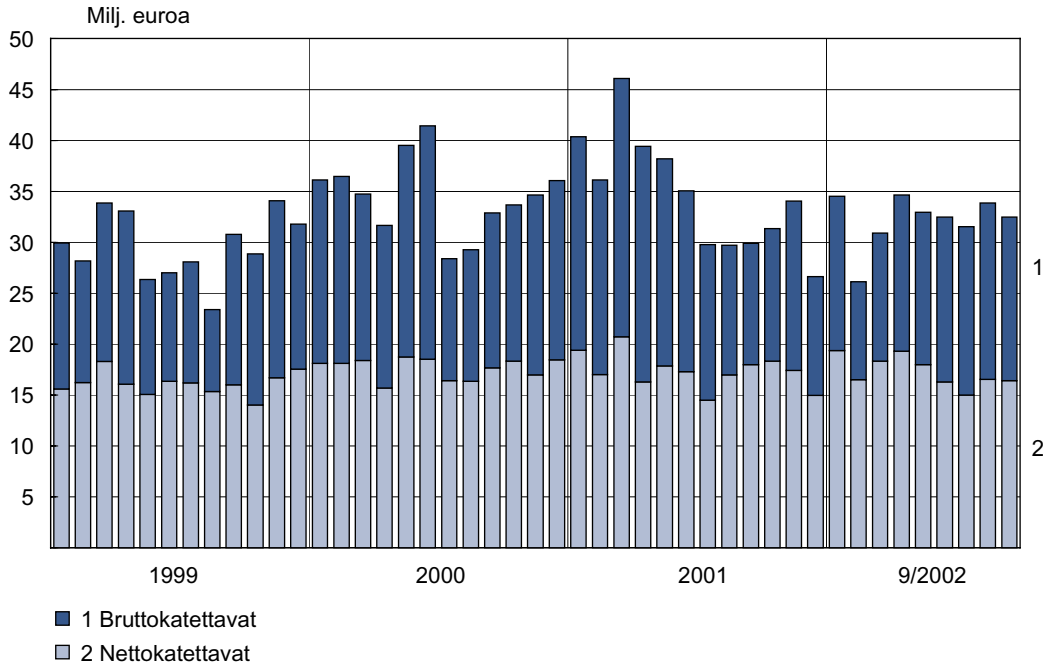
Suomen Pankki on määritellyt POPSin järjestelmäksi, jonka tulee täyttää G10-maiden keskuspankkien laatimat periaatteet systeemiriskin kannalta merkittävien maksujärjestelmien perusperiaatteista (the core principles for systemically important payment systems). Keväällä 2001 Suomen Pankki arvioi POPS-järjestelmän näitä kriteereitä käyttäen. Tuloksena oli, että POPS-järjestelmä täyttää nämä periaatteet. Vastaava arviointi hieman erilaisilla periaatteilla tehtiin myös ennen yhteiseen rahayksikköön siirtymistä. Tällöin käytettiin ns. Lamfalyssin peritaatteita. POPS-järjestelmä täytti silloin myös nämä kriteerit. Keväällä 2001 Kansainvälinen valuuttarahasto IMF ja Maailmanpankki toteuttivat yhdessä Suomen rahoitussektorin tilan arviointioh-

jelman (Financial Sector Assessment Program, FSAP). Tässä yhteydessä tarkasteltiin myös Suomen pankkien välisiä maksujärjestelmiä. POPS-järjestelmäkin selvisi tästä arvioinnista huomautuksitta.

Tietoa välitetään eri pankkiryhmiltä toisille käytetäen ns. POLT-verkkoa (pankkien on line -tietoliikenneverkko), jota käytetään myös eri pankkiryhmien pankkiautomaattien välillä. POLT-verkko pohjautuu x25-tekniikkaan.

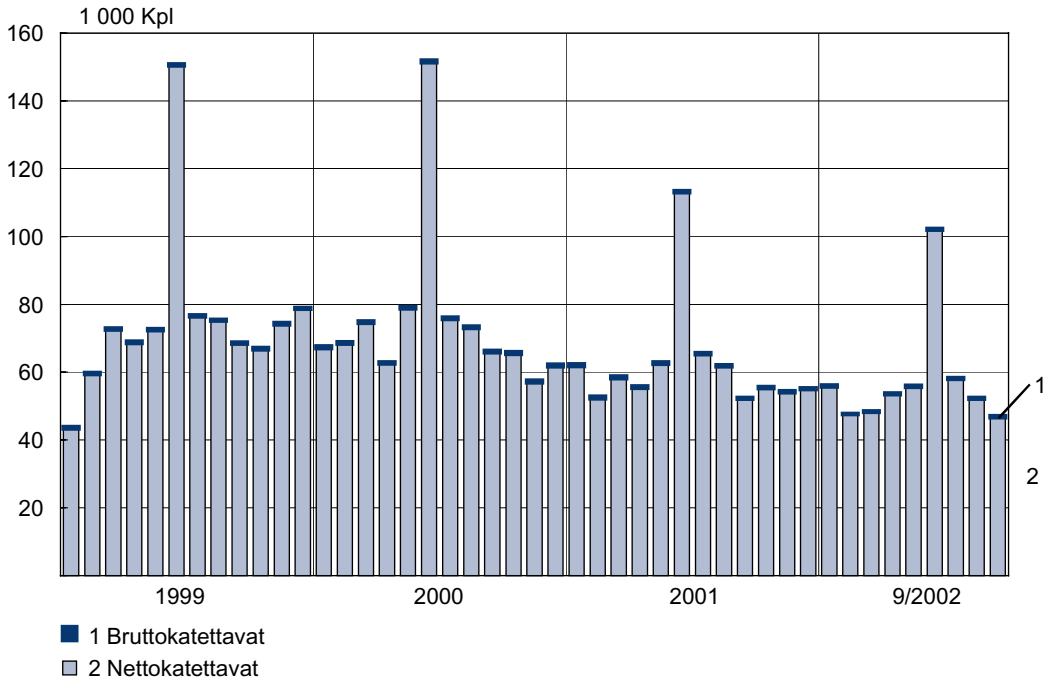
Tapahtumien kuukausittainen arvo pankkien välisessä POPS-järjestelmässä oli vuonna 2001 keskimäärin noin 35 mrd. euroa (kuvio 6). POPS-tapahtumien yhteenlasketusta arvosta bruttomääräisinä katettujen pikasiirtojen ja sekkien osuus on noin 50 %. Kappalemääristä sitä vastoin niiden osuus oli alle yhden prosentin (kuvio 7). POPS-maksujen lukumäärän poikkeuksellinen kasvu kesäkuussa johtuu pankkisekkien määrän kasvusta. Sekkejä käytetään perinteisesti ylioppilaslahjoina. POPS-maksujen arvoissa nämä pankkisekit eivät pienuutensa vuoksi näy.

Kuvio 6. **POPS-maksujen arvo yhteensä kuukaudessa vuosina 1999–2002**



Lähde: Suomessa toimivat pankit.

Kuvio 7. **POPS-maksujen lukumäärä yhteensä kuukaudessa vuosina 1999–2002**



Lähde: Suomessa toimivat pankit.

4.2.4 Osuuspankkiryhmän keskinäisten maksuvelvoitteiden selvitysjärjestelmä

Osuuspankkiryhmällä on oma pankkiryhmän keskinäisiä maksuvelvoitteita selvittävä maksujärjestelmä. Järjestelmän ylläpitäjä on OKO Osuuspankkien Keskuspankki. Selvitysjärjestelmän muita osapuolia ovat OPK:n jäsenluottolaitokset (osuuspankit) ja mm. Op-Asuntoluottopankki, Op-Kotipankki ja Op-Rahoitus.

Selvitysjärjestelmässä kirjataan järjestelmän osapuolten välisiä ja niiden asiakkaiden välisiä maksuja. Tilisiirrot ja muut maksut katetaan osapuolten välillä tapahtumakohtaisesti ja täysimääräisinä. Maksuvelvoitteet vahvistaa osapuolia sitoviksi OKO. Tilisiirrot ja muut maksut ovat osapuolia sitovia, kun OKO on saanut toiselta osapuolelta tarvittavat tiedot tilisiirron varojen välittämiseksi ja veloittanut osapuolen tiliä. Katteet siirretään osapuolten välillä tapahtuu OKOssa veloittamalla osapuolen OKOssa olevaa tiliä ja hyvittämällä tilisiirron saajan tai kyseisen osuuspankin tiliä.

Yhden osuuspankin sisäiset maksut kirjataan välittömästi. Jos asiakastilit ovat eri osuuspankeissa, maksu kirjataan päivän lopuksi osuuspankkien OKOssa olevien sekkitilien välisenä siirtona. Pankki-

ryhmien välisistä tapahtumista reaaliaikaisia ovat POPS-järjestelmän kautta tehtävät pikasiirrot ja sekit sekä automaattinostot. Muut maksut välitetään PMJ:n kautta joko tapahtuman suorituspäivänä tai seuraavana pankkipäivänä tapahtumatyypistä riippuen.

Valtiovarainministeriö on vahvistanut Osuuspankkiryhmän keskinäisten maksuvelvoitteiden selvitysjärjestelmän säännöt ja ilmoittanut järjestelmän Euroopan komissiolle. Menettelyllä on varmistettu, että maksujen lopullisuus ja peruuttamattomuus ovat järjestelmässä maksujärjestelmiin liittyvän lainsäädännön mukaiset.

4.2.5 Säästöpankkien ja paikallisosuuspankkien maksuliikenteen selvitysjärjestelmä

Säästöpankkien ja paikallisosuuspankkien maksuliikettä koskevaa selvitysjärjestelmää ylläpitää Aktia Säästöpankki. Järjestelmän osapuolia ovat säästöpankit ja paikallisosuuspankit.

Säästöpankeilla ja paikallisosuuspankeilla on Aktiassa maksuliikennetilit. Aktian velvollisuutena on kirjata selvitettäväksi ilmoitetut velvoitteet kunkin pankin maksuliikennetilille. Aktia myös laatii tilin päivittäisen tiliotteen. Tilisiirrot ja muut maksut ovat osapuolia sitovia, kun tieto maksutapahtumasta on saapunut Aktiaan.

Näiden tilien kautta kulkevat kaikki näistä pankeista lähtevät ja niihin saapuvat maksujen katteet. Kukin pankki vastaa siitä, että sen tilillä on riittävä kate maksujen suorittamista varten. Aktia hoitaa pankkiryhmittymästä POPS-järjestelmään ja PMJ:hin lähtevien ja sinne saapuvien maksujen katteiden siirrot Suomen Pankin sekkitilin kautta. Aktia vastaa siis maksujenvälityksen katteensiirroista jäsenpankkien puolesta ryhmän pankkien kesken ja pankkiryhmittymästä toiseen.

Pankkiryhmien välisistä tapahtumista ovat reaaliaikaisia POPS-järjestelmän kautta tehtävät pikasiirrot ja sekit sekä automaattinostot. Muut maksut välitetään PMJ:n kautta joko tapahtuman suorituspäivänä tai seuraavana pankkipäivänä tapahtumatyypistä riippuen.

Valtiovarainministeriö on vahvistanut säästöpankkien ja paikallisosuuspankkien maksuliikenteen selvitysjärjestelmää koskevat säännöt ja ilmoittanut ne Euroopan komissiolle. Menettelyllä on varmistettu, että maksujen lopullisuus ja peruuttamattomuus ovat järjestelmässä maksujärjestelmiin liittyvän lainsäädännön mukaiset.

4.2.6 Pankkiautomaattien yhteiskäyttö

Osuuspankit, Nordea ja Sampo Pankki perustivat vuonna 1994 yhteisen Automatia Pankkiautomaatit -yhtiön hallinnoimaan ja hoitamaan niiden käteisrahaa jakavia pankkiautomaatteja (OTTO-pankkiautomaatit). Näiden pankkien pankkiautomaatit ovat yhteiskäytössä, joten asiakas voi käyttää mitä tahansa OTTO-pankkiautomaattia. Säästöpankeilla ja paikallisosuuspankeilla on oma pankkiautomaattiverkostonsa. Pankkiautomaattiverkot ovat yhteiskäytössä. Yhdellä pankkikortilla on mahdollista nostaa rahaa kaikista automaateista riippumatta siitä, kumpaan pankkiautomaattiverkkoon automaatti kuuluu, koska kaikki pankkiautomaatit on yhdistetty toisiinsa POLT-verkolla. POLT-verkko yhdistää rahaa jakavat pankkiautomaatit eri pankkiryhmien tilijärjestelmiin reaaliaikaisesti ja mahdollistaa siten automaattien yhteiskäytön ja asiakastilin katteen tarkistuksen rahaa nostettaessa.

Laskujen maksamiseen käytettävien tilisiirtoautomaattien vuonna 1993 alkanut monenkeskinen yhteiskäyttö päättyi vuonna 1996, kun Nordea (Merita) varasi automaattinsa vain omien asiakkaidensa käyttöön. Tässä yhteydessä Sampo Pankki (Postipankki) ja osuuspankit sopivat kahdenkeskisestä maksuautomaattiensa yhteiskäytöstä. Verkon kautta ja puhelimitse maksamisen lisääntyessä maksuautomaattien merkitys on kuitenkin vähentynyt.

4.2.7 Maksuliikennettä ohjaava lainsäädäntö

Suomessa ei ole puitelainsäädäntöä, joka käsittelisi maksujärjestelmiä kokonaisuutena. Tämän sijasta Suomen lainsäädännössä on useita erillisiä lakeja, jotka säätelevät maksujärjestelmien eri alueita. Suomen lainsäädännön kehitystä säätelee osaltaan Euroopan unioni, jonka antamat direktiivit on pantava toimeen Suomen lainsäädännössä.

Maksujärjestelmiä koskevat oikeussuhteet perustuvat Suomessa edelleen valtaosin sopimusoikeuteen ja eri osapuolten keskenään tekemiin sopimuksiin. Tärkeimpiä niistä ovat clearingpankkien ja maksujärjestelmien katteiden siirrosta vastaavan Suomen Pankin keskenään tekemät sopimukset katteiden siirrosta sekä clearingpankkien välinen maksuliikennesopimus, katteensiirtosopimus, sopimus POPS-järjestelmään liittymisestä, sopimus POPS-järjestelmässä välitettävien brutto- ja nettokatteensiirron piiriin kuuluvien tapahtumien katteensiirrosta. Keskeisiä ovat niin ikään sopimukset POLT- ja käteisautomaattiyhteistyöstä.

Euroopan unioniin liittymisen jälkeen Suomen lainsäädäntöä on muutettu vastaamaan annettuja direktiivejä. Maasta toiseen suoritettavia pieniä maksuja (alle 50 000 euroa) koskeva direktiivi (97/5/ETY) on pantu toimeen Suomen lainsäädännössä elokuussa 1999 voimaan tulleessa tilisiirtolaissa (821/1999). Tilisiirtolaissa ovat määräykset myös kotimaanmaksuja varten. Kotimaanmaksuihin ei sovelleta 50 000 euron ylärajaa, joten tilisiirtolaki koskee kaikkia kotimaisia maksuja. Laki sisältää määräykset mm. luottolaitoksen vähimmäisvelvoitteista, kuten maksun toimitusajasta ja korvauksesta toimitusajan noudattamatta jättämisestä, sekä muista tilisiirtoon liittyvistä ehdoista.

Direktiivi selvityksen lopullisuudesta maksu- ja selvitysjärjestelmissä (98/26/EY) pantiin toimeen Suomen lainsäädännössä joulukuussa 1999 laissa eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (1084/1999). Tässä laissa on määräykset siitä, miten yrityksen konkurssi, saneeraus tai luottolaitoksen maksukyvyttömyys vaikuttavat maksujen tai arvopapereiden käsittelyyn. Laki myös poisti epäselvyyksiä, jotka liittyivät maksujen lopullisuuteen, nettoutukseen ja vakuuksien pitävyyteen maksu- ja selvitysjärjestelmissä. PMJ:n ja POPS-järjestelmän säännöt muutettiin vastaamaan uutta lakia ja myös osuuspankkien ja säästöpankkien sisäisille maksujärjestelmille laadittiin omat säännöt. Nämä maksujärjestelmät valtiovarainministeriö ilmoitti Euroopan komission listalle.

Erillistä maksukortteja ja pankkien ja asiakkaiden välisiä sopimuksia koskevaa lainsäädäntöä ei ole olemassa. Näihin sopimuksiin sovelletaan sopimuslaissa olevia lausekkeita. Kuluttajansuojalaki (38/1978 muut 1986) sisältää lausekkeet hävinneistä, varastetuista ja väärinkäytetyistä maksukortteista. Laki määrittelee myös kortin liikkeeseenlaskijan ja käyttäjän velvollisuudet.

Rikoslaki (769/1990 § 32–37) sisältää maksuvälinepetoksiin ja rahanpesuun liittyvät lausekkeet. Suomen lainsäädännöstä löytyy lisäksi useita rahanpesun estämiseen liittyviä lakeja.

4.2.8 Kehitysnäkymiä

Lyhyellä aikavälillä pankkien maksujärjestelmissä ei ole näkyvissä suuria muutoksia. Suomalaiset maksujärjestelmät ovat jo nyt vastaaviin järjestelmiin verrattuna tehokkaita ja luotettavia. Tämä johtuu osaltaan siitä, että Suomessa käytetään hyväksi tietotekniikan viimeisimpiä saavutuksia. Myös pankkien vähäinen määrä on edesauttanut yhteisten standardien luomista maksuliikenteeseen. Yhtenäisten standardien käyttö vaikuttaa suoraan maksujärjestelmien tehokkuuteen ja luotettavuuteen.

Pidemmällä aikavälillä voi kuitenkin muutoksia tapahtua. Yhteiseen rahaan siirtymisen jälkeen ja EU:n euromääräisiä maksuja koskevan asetuksen vuoksi euroalueen pankit ovat joutuneet miettimään tulevaisuuden ratkaisuja euroalueen sisäisen maksuliikenteen tehostamiseksi. Pankit ovatkin perustaneet uuden yhteistyöryhmän. Sen työn perusteella on tarkoituksena seuraavan kahdeksan vuoden aikana asteittain tuoda markkinoille uusia maksupalveluita, jotka olisivat halvempia ja nopeampia kuin tämänhetkiset ulkomaiset maksupalvelut. On mahdollista, että tämä kehitys voi myöhemmin vaikuttaa myös Suomen sisäisiin maksujärjestelmiin siten, että tarve erillisten järjestelmien ylläpitoon vain Suomessa toimivien pankkien välillä vähenee. Vähentämällä näin ylläpidettäviä järjestelmiä suomalaiset pankit pystyisivät säästämään toimintakustannuksissaan. Myös uuden tietoliikennetekniikan käyttöönotto (esim. Internet) maksujärjestelmissä hämärtää kansallisia rajoja edesauttaen edellä mainittua maksujärjestelmien eurooppalaistumista ja kansainvälistymistä.

Lähdeluettelo

Euroopan parlamentin ja EU:n neuvoston asetus 2560/2001 rajat ylittävistä euromääräisistä maksuista. Euroopan yhteisöjen virallinen lehti 28.12.2001.

Suomen Pankkiyhdistys (2000) **Pankkien väliset on line -pikasiirrot ja sekit (POPS) -järjestelmän säännöt.**

Suomen Pankkiyhdistys (2000) **Pankkien välisen maksuliikennejärjestelmän (PMJ) säännöt.**

Osuuspankkien Keskuspankki (2000) **Osuuspankkiryhmän keskinäisiä maksuvelvoitteita koskevan selvitysjärjestelmän säännöt.**

Suomen rahoitusmarkkinat 1996 (1996) Kokoomateos. Suomen Pankki A:99. Helsinki.

Aktia Säästöpankki (2000) **Säästö- ja paikallisosuuspankkien maksuliikettä koskevan selvitysjärjestelmän säännöt.**

Kari Kemppainen
Rahoitusmarkkinaosasto

4.3 Suomen Pankki ja maksuliike

4.3.1 Johdanto

Rahapolitiikan päätösten toimeenpanon ohella yhtenä Suomen Pankin keskeisistä tehtävistä on huolehtia osaltaan maksu- ja selvitysjärjestelmien luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistua niiden kehittämiseen. Tämä tehtävä on kirjattu lakiin Suomen Pankista (LSP § 3). Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) jäsenenä Suomen Pankilla on myös velvollisuus edistää euroalueen maksu- ja selvitysjärjestelmien moitteetonta toimintaa sekä myötävaikuttaa euroalueen rahoitusjärjestelmän vakauteen. Näiden tehtävien toteuttamiseksi Suomen Pankki harjoittaa maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvontaa, tarjoaa maksujärjestelmäpalveluita sekä osallistuu maksu- ja selvitysjärjestelmien ja niitä koskevan sääntelyn kehittämiseen. Suomen Pankin yleisvalvontatehtävää sekä maksu- ja selvitysjärjestelmien ja niitä koskevan sääntelyn kehittämistä tarkastellaan muualla tässä julkaisussa[1], ja tässä luvussa keskitytään kuvaamaan Suomen Pankin tehtäviä maksujärjestelmäpalveluiden tarjoajana.

Kansainvälisesti tarkasteltuna keskuspankkien tehtävät ja roolit maksujärjestelmäpalveluiden tarjoajina ovat vaihdelleet ja vaihtelevat edelleenkin varsin paljon[2]. Joissakin maissa (mm. Saksa, Ranska ja Yhdysvallat) keskuspankin rooli on monitasoinen ja keskuspankki osallistuu itse operaattorina varsin laajasti maksu- ja selvitysjärjestelmien toimintaan sekä maksupalveluiden tarjoamiseen. Toisissa maissa (mm. Iso-Britannia) maksuliikennettä hoidetaan varsin pitkälle yksityisten toimijoiden ylläpitämien järjestelmien kautta. Suomessa keskuspankin rooli palveluiden tarjoajana ei ole niin laaja kuin esim. Saksassa ja Ranskassa, eikä Suomen Pankki esimerkiksi tarjoa maksupalveluja yrityksille eikä yksityishenkilöille. Yksi keskuspankin perustehtävä on Suomessa se, että Suomen Pankki tarjoaa palveluja pankkien ja selvityskeskusten katteensiirtojen ja yksittäisten maksujen suorittamista varten ylläpitämänsä sekkitilijärjestelmän kautta. Tällä palvelulla Suomen Pankki pyrkii osaltaan varmistamaan maksujärjestelmien luotettavan ja turvallisen toiminnan.

---

[1] Suomen Pankin yleisvalvontatehtävää kuvataan luvussa 6.1.2 ja sääntelyyn liittyvää lainsäädäntöä luvussa 5.1.
[2] Ks. tarkemmin Karppinen – Kemppainen 1999.

Osin historiallisista syistä (Suomen markkinoiden pienehkö koko, markkinoilla toimijoiden lukumäärä sekä toimiva yhteistyöelin [Suomen Pankkiyhdistys, www.pankkiyhdistys.fi]) Suomen maksujärjestelmät ovat kehittyneet siten, ettei maahan ole perustettu ns. keskitettyä selvityskeskusta (*automated clearing house*). Yhteistyössä Suomen Pankkiyhdistyksen kanssa pankit ovat itse kehittäneet nykyisin käytössä olevat maksujärjestelmät[3]: PMJ (pankkien välinen maksujärjestelmä) sekä POPS (pankkien on line -pikasiirrot ja sekit). Näiden järjestelmien katteiden siirto toteutetaan Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä eli turvallisesti keskuspankkirahalla.

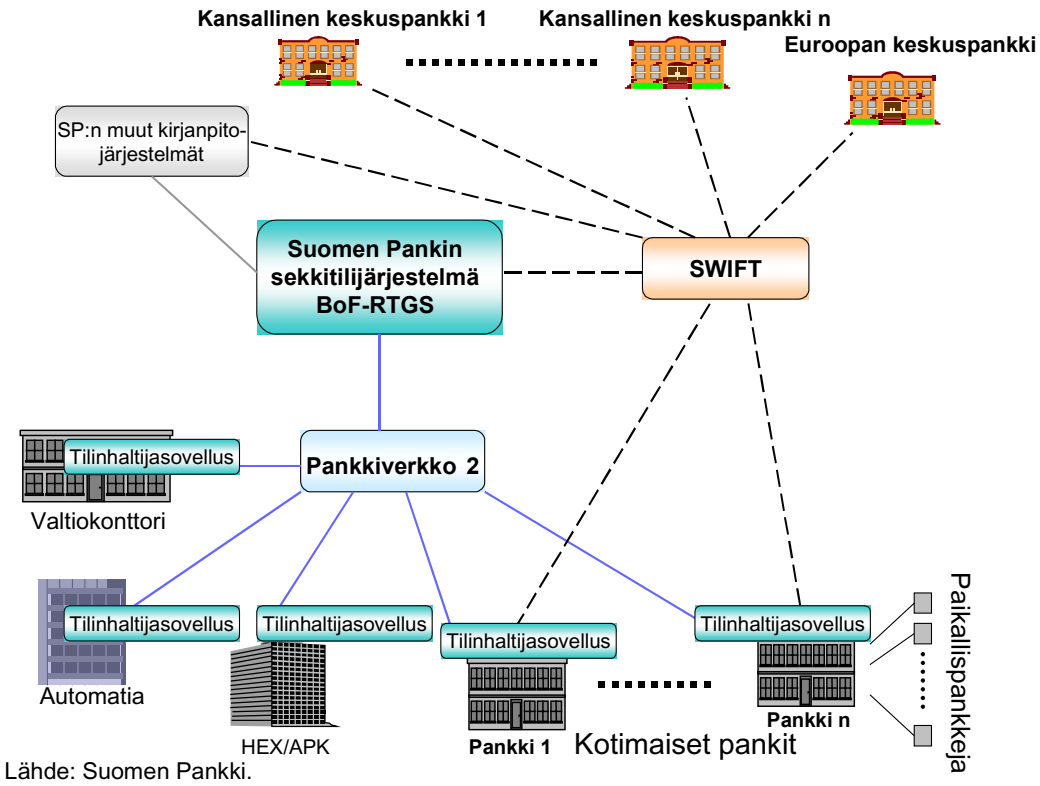
Suomen Pankin rooli maksuliikepalveluiden tarjoajana kulminoituu sen ylläpitämään sekkitilijärjestelmään. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä voidaan nähdä kaksi eri aspektia. Yhtäältä se muodostaa kotimaisten maksujärjestelmien ytimen. Toisaalta sekkitilijärjestelmällä on myös kansainvälinen ulottuvuus, sillä järjestelmä on osa EU:n laajuista TARGET-järjestelmää[4]. Lisäksi Suomen Pankki vastaa myös maksuvälinehuollon viranomaistehtävistä. Suomen Pankin tehtävänä on taata turvallinen ja tehokas setelien ja metallirahojen liikkeeseenlasku sekä huolehtia maksuvälineiden käsittelystä ja kierrosta.

4.3.2 Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä

Suomen Pankki tarjoaa palveluita pankkien ja selvityskeskusten katteensiirtojen ja yksittäisten maksujen nopeaan ja turvalliseen suorittamiseen. Näiden pankeille ja selvityskeskuksille tarjottujen palveluiden ytimenä toimii Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä **BoF-RTGS** (lyhenne tulee sen englanninkielisestä nimestä **B**ank **o**f **F**inland **R**eal-**T**ime **G**ross **S**ettlement **S**ystem). Toimintaperiaatteeltaan Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä on reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä, jossa tapahtumat suoritetaan reaaliaikaisesti bruttoperiaatteella eli yksitellen. Maksut ovat peruuttamattomia ja lopullisia kun ne on suoritettu. Sekkitilijärjestelmän yksinkertaistettu rakenne ja kytkennät on esitetty kuviossa 1.

[3] Ks. luku 4.2 tässä teoksessa.
[4] TARGET = Trans-European Automated Real-Time Express Transfer System.

Kuvio 1. **Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä**



Lähde: Suomen Pankki.

Sekkitilijärjestelmän toimintaperiaatteet ja säännöt on koottu kansioon *Suomen Pankin säännöt vastapuolille ja tilinhaltijoille* (sähköisessä muodossa osoitteesta www.bof.fi). Sekkitilijärjestelmän säännöissä on otettu huomioon Euroopan keskuspankin antamat suuntaviivat (ns. *TARGET Guidelines*), jotka koskevat Euroopan laajuista bruttomaksujärjestelmä TARGETia, jonka osa Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä on. Sääntöjen mukaan sekkitilijärjestelmän tilinhaltijoiksi hyväksytään julkisen valvonnan alaisena olevat luottolaitokset, joilla on toimilupa Euroopan talousalueella (ETA). Lisäksi Suomen Pankki voi erityisistä syistä myöntää oikeuden sekkitiliin myös (1) Valtiokonttorille, (2) sijoituspalveluyritykselle, jolla on toimilupa Euroopan talousalueella ja joka on toimivaltaisen viranomaisen valvonnan alaisena, sekä (3) yhteisölle, joka harjoittaa sellaista selvitystoimintaa, joka on toimivaltaisen viranomaisen valvonnan alaista, ja jonka täysin maksettu oma pääoma on vähintään 2,5 miljoonaa euroa. Nykyisistä sekkitilijärjestelmän tilinhaltijoista pääosa on kotimaisia liikepankkeja ja ulkomaisten pankkien Suomessa sijaitsevia konttoreita. Lisäksi

myös Valtiokonttorilla, rahahuollosta vastaavalla Automatialla[5] sekä HEX-konsernilla (ml. Suomen Arvopaperikeskus, APK) on sekkitilit Suomen Pankissa. Paikallispankit (osuuspankit, säästöpankit ja paikallisosuuspankit) ovat yhteydessä sekkitiliin oman keskusrahoituslaitoksensa (OKO, Aktia) kautta.

Karkeaa jaottelua käyttäen sekkitilijärjestelmän kautta välitettävät maksut voidaan jakaa seuraavasti. Tilinhaltija voi

- lähettää sekkitililtään maksuja muille tilinhaltijoille ja Suomen Pankille sekä vastaanottaa maksuja muilta tilinhaltijoilta ja Suomen Pankilta (*kotimaiset RTGS-maksut*)
- lähettää sekkitililtään maksuja muiden TARGET-järjestelmään liittyneiden RTGS-järjestelmien ja EKP:n maksumekanismin osallistujille sekä vastaanottaa maksuja muilta TARGET-järjestelmään liittyneiden RTGS-järjestelmien ja EKP:n maksumekanismin osallistujilta (*TARGET-maksut*)
- lähettää clearinglaskelmia Suomen Pankille suoritettavaksi sekkitileille Suomen Pankin ja muiden clearingosapuolten kanssa PMJ-katekirjauksista tekemänsä sopimuksen mukaisesti.

Sekkitilijärjestelmässä suoritetaan lisäksi POPS-katteensiirot sekä APK:n RM- ja OM-järjestelmien katteet.

Maksumääräyksen toteuttamisen yleisenä edellytyksenä on, että tilinhaltijan sekkitilillä on riittävästi käyttövaroja (eli käytettävissä olevia varoja, kun mahdollinen sekkitililimiitti eli päivänsisäinen luottokin on otettu huomioon). Maksumääräystä ei voi peruuttaa sen järjestelmääntulon ajankohdan jälkeen, jolloin maksusta tulee lopullinen.

Tilinhaltijat voivat olla yhteydessä sekkitilijärjestelmään joko tilinhaltijaliittymän (TH-liittymä) tai SWIFT-liittymän kautta. TH-liittymän kautta voidaan välittää vain kotimaisia RTGS-maksuja ja SWIFT-liittymän kautta sekä kotimaisia että maasta toiseen suoritettavia RTGS-maksuja. Sekkitilijärjestelmä tarkastaa lähetetyn maksumääräyksen oikeellisuuden, ja maksumääräys otetaan maksujonoon, mikäli se on maksustandardien mukainen. Maksumääräys, joka ei läpäise oikeellisuustarkistusta, hylätään. Omien maksunvälitystarpeidensa perusteella tilinhaltija päättää, käyttääkö se TH-liittymää tai SWIFT-liittymää vai onko sillä molemmat liittymätyypit käytössä. PMJ-katekirjauksiin osallistuvilta pankeilta edellytetään kuitenkin

[5] Automatian roolista rahahuollossa kerrotaan tarkemmin luvussa 4.3.4.

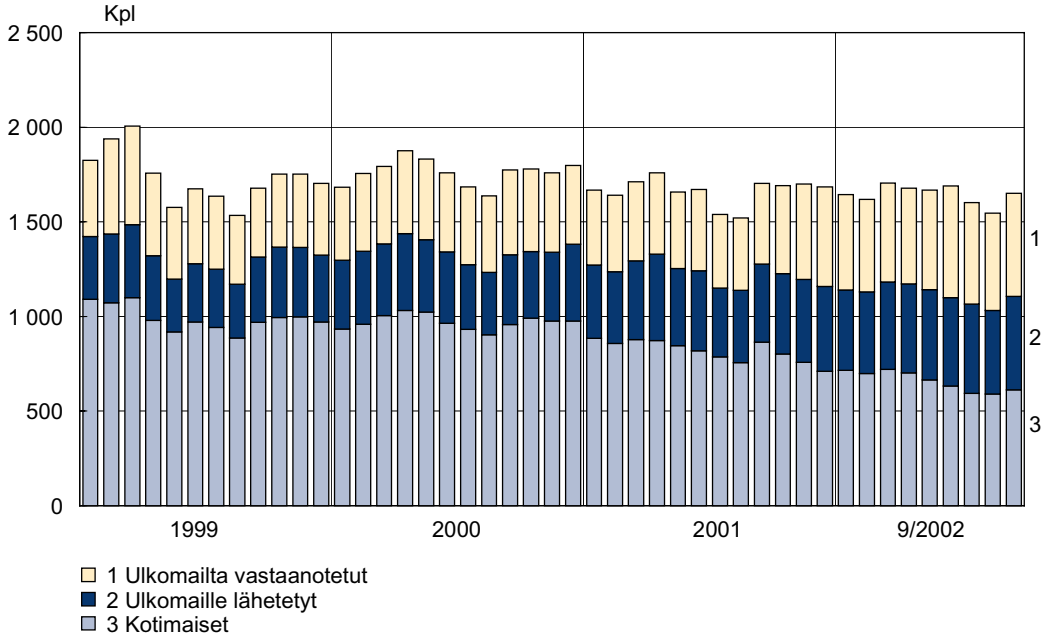
TH-liittymä, joka mahdollistaa näille pankeille myös oman likviditeettitilanteensa reaaliaikaisen seurannan.

Helpottaakseen tilinhaltijoiden päivittäistä likviditeetinhallintaa Suomen Pankki myöntää oikeuden sekkitilin päivänsisäiseen luottoon (= sekkitililimiitti) sellaiselle Suomessa toimipaikkaa pitävälle julkisen valvonnan alaiselle luottolaitokselle, joka on eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden osapuoli ja joka voi saada maksuvalmiusluottoa. Lisäksi Suomen Pankki voi myöntää tietyin ehdoin oikeuden päivänsisäiseen luottoon myös Valtiokonttorille sekä sijoituspalveluyrityksille. Päivänsisäinen luotto on korotonta, ja sillä on oltavat riittävät vakuudet. Valtiokonttorille päivänsisäistä luottoa voidaan myöntää ilman vakuuksia, mikäli EKP:n neuvosto hyväksyy järjestelyn. Suomen tapauksessa EKP:n neuvosto on myöntänyt Valtiokonttorille tämän oikeuden.

Sekkitilijärjestelmän aukioloaika on yhdenmukainen TARGET-järjestelmän aukioloajan kanssa, eli sekkitilijärjestelmä on auki kaikkina päivinä lukuun ottamatta lauantaita ja sunnuntaita sekä seuraavia muita päiviä: uudenvuodenpäivä, pitkäperjantai, toinen pääsiäispäivä, vapunpäivä, joulupäivä ja tapaninpäivä. Myös sekkitilijärjestelmän päivittäinen aukioloaika on pitkä: se on auki klo 8.00–19.00 Suomen aikaa. Asiakasmaksuja välitetään vain klo 18:aan saakka, ja klo 18.00–19.00 välitetään vain pankkien välisiä maksuja.

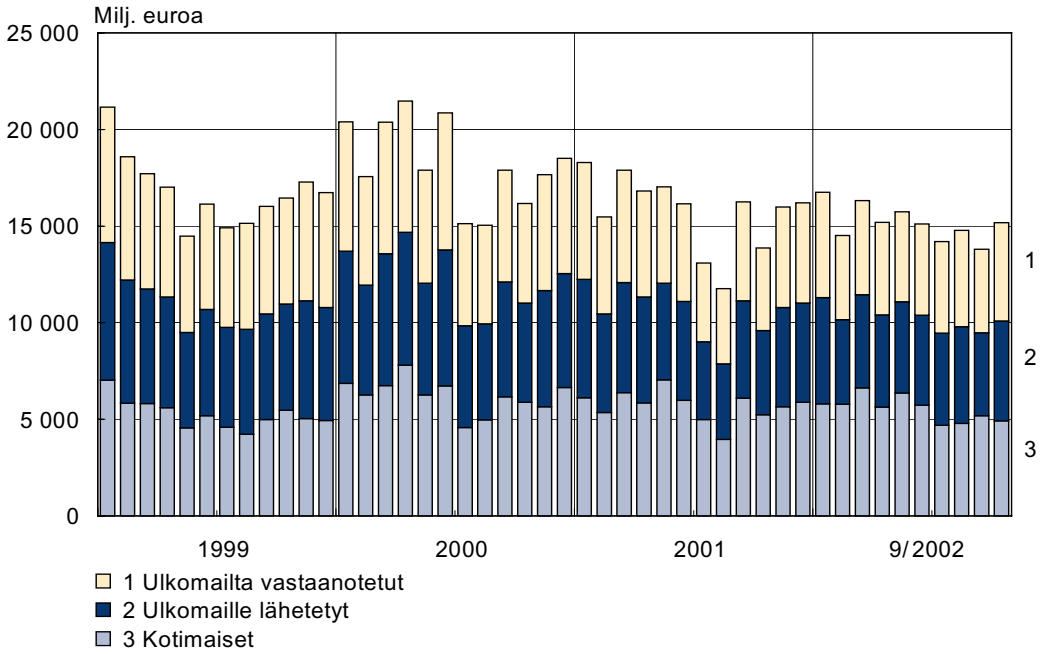
Sekkitilijärjestelmän maksuliikkeen kokonaisvolyymi on ollut suhteellisen tasainen vuosina 1999–2002 (kuvio 2). Keskimääräinen päivävolyymi on ollut runsaat 1 600 maksua päivässä. Vuoden 1999 alkuun verrattuna kotimaisten maksujen päivittäinen kappalemäärä on hieman pienentynyt ja vastaavasti ulkomaisten maksujen hieman kasvanut. Arvolla mitattuna maksuliikkeen kehitys on ollut vaihtelevampaa (kuvio 3). Vuosina 1999–2002 sekkitilijärjestelmän kautta välitetyn päivittäisen maksuliikkeen arvo on vaihdellut 12 miljardin ja 21 miljardin euron välillä keskiarvon ollessa noin 16 miljardia euroa.

Kuvio 2. **Sekkitilijärjestelmän TARGET-maksu-liikkeen päiväkeskiarvot (lukumäärä) kuukausittain vuosina 1999–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 3. **Sekkitilijärjestelmän TARGET-maksu-liikkeen päiväkeskiarvot kuukausittain vuosina 1999–2002**

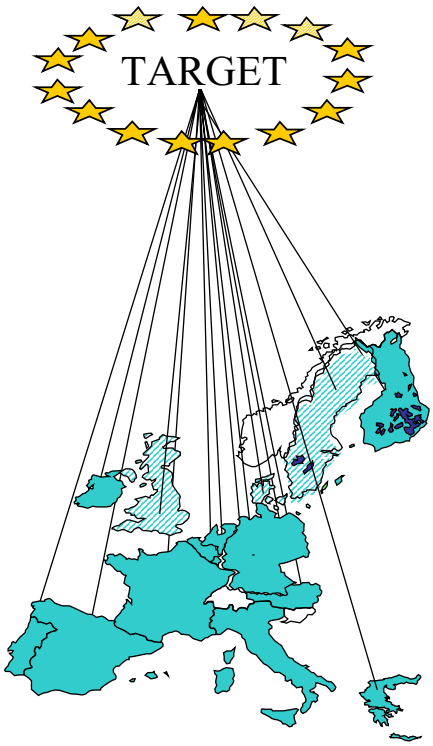


Lähde: Suomen Pankki.

4.3.3 TARGET

Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä on ollut osa EU-maiden ja Euroopan keskuspankin yhteistä TARGET-järjestelmää sen perustamisesta alkaen eli vuoden 1999 alusta lähtien. TARGET (Trans-European Automated Real-Time Express Transfer System, Euroopan laajuinen automatisoitu reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä) on euromääräisen maksuliikenteen reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä. TARGET-järjestelmä mahdollistaa turvallisen maksujenvälityksen koko EU-alueella (kuvio 4), sillä sen välityksellä voidaan välittää euromääräisiä maksuja muihin EU-alueen maihin ja vastaanottaa muiden EU-alueen keskuspankkien kautta tulevia maksuja.[6]

Kuvio 4. **TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system**



- Euroalueen 12 keskuspankkia + Euroopan keskuspankki + 3 muuta kansallista EU-keskuspankkia
- Yli 5 000 tilinhaltijaa kansallisissa RTGS-järjestelmissä
- Reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä euromääräisille tilisiirroille EU:n alueella
- Järjestelmä avoinna 8.00–19.00 Suomen aikaa
- Mahdollisuus tavoittaa lähes kaikki EU:n alueella toimivat luottolaitokset
- 45 000 maasta toiseen suoritettua maksua päivässä

Lähde: Euroopan keskuspankki.

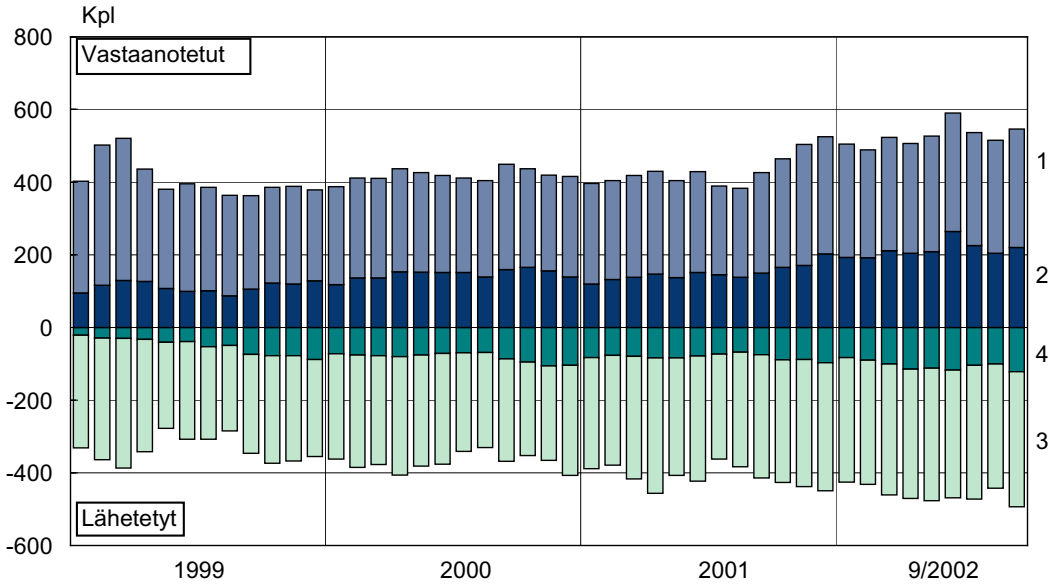
[6] Tarkempaa informaatiota TARGET-järjestelmän toiminnasta löytyy Euroopan keskuspankin sivuilta (www.ecb.int). EKP julkaisee mm. TARGET-vuosikirjaa (*TARGET Annual Report*), jollainen on tähän mennessä ilmestynyt kaksi kertaa: toukokuussa 2001 ja huhtikuussa 2002. Lisäksi TARGETin toiminnasta kerrotaan EKP:n vuosikirjassa sekä maalis-, kesä-, syys- ja joulukuun Kuukausikatsauksissa.

TARGET muodostuu viidestätoista kansallisesta RTGS-järjestelmästä (Real-Time Gross Settlement System eli reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä) ja Euroopan keskuspankin maksumekanismista (EPM), jotka on kytketty yhteen ns. interlinking-mekanismin avulla. TARGET-järjestelmään kuuluvat euroalueen 12 kansallista keskuspankkia (Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kreikka, Luxemburg, Portugali, Ranska, Saksa ja Suomi), Euroopan keskuspankki sekä keskuspankit niistä kolmesta EU-maasta, jotka eivät ole ottaneet euroa käyttöön (Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska). TARGET-järjestelmän kautta voidaan välittää maksuja yli 5 000 tilinhaltijalle, jotka ovat yhteydessä EU-alueen kansallisiin RTGS-järjestelmiin. Näin ollen TARGETin kautta on mahdollista tavoittaa lähes kaikki EU:n alueella toimivat luottolaitokset, ja järjestelmän kautta onkin välitetty keskimäärin yli 45 000 maksua päivässä maasta toiseen.

TARGET on reaaliaikainen järjestelmä, ja normaalioloissa maksut saapuvat maksunsaajan pankin keskuspankkitilille keskimäärin muutamassa minuutissa tai jopa muutamassa sekunnissa maksajapankin tilin veloittamisesta. Toimintaperiaatteeltaan TARGET on bruttomaksujärjestelmä, jossa maksuja ei nettouteta, vaan jokainen maksu käsitellään yksitellen. TARGETissa kaikki maksut myös käsitellään samalla tavalla niiden koosta riippumatta. Maksu on TARGETissa lopullinen jo päivän sisällä heti, kun tilisiirto on tehty. Vastaanotetut varat ovat keskuspankkirahaa, jota voidaan käyttää uudelleen ja kierrättää useita kertoja päivässä. Näin ollen likviditeetti on sidottu vain reaaliaikaisen käsittelyn ajan.

Tarkasteltaessa Suomen Pankin sekkitilijärjestelmän kautta ulkomaille lähetettyjen ja ulkomailta vastaanotettujen TARGET-maksujen lukumäärien ja arvojen kehitystä jaoteltuna asiakas- ja interbankmaksuihin, käy ilmi, että asiakasmaksuja on kappalemäärillä mitaten kohtalaisen paljon (kuvio 5). Arvolla mitattuna asiakasmaksut muodostavat kuitenkin vain hyvin pienen osan kaikista TARGETin kautta suoritetuista maksuista (kuvio 6).

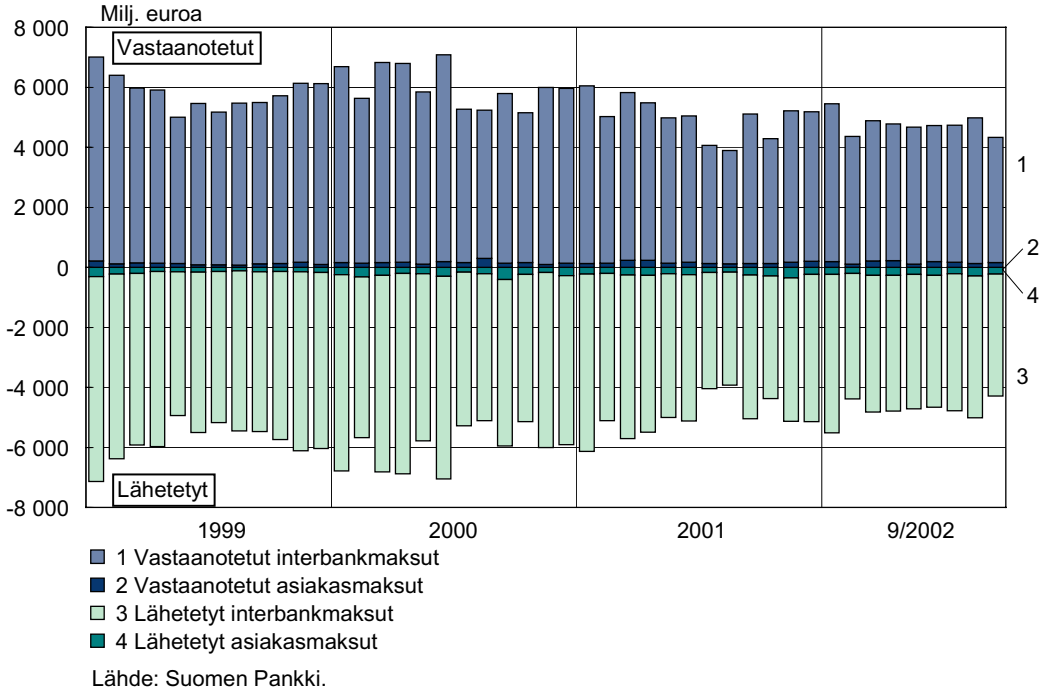
Kuvio 5. **Ulkomaille lähetettyjen ja ulkomailta vastaanotettujen TARGET-maksujen päiväkeskiarvot (lukumäärä) kuukausittain vuosina 1999–2002**



1 Vastaanotetut interbankmaksut
2 Vastaanotetut asiakasmaksut
3 Lähetetyt interbankmaksut
4 Lähetetyt asiakasmaksut

Lähde: Suomen Pankki.

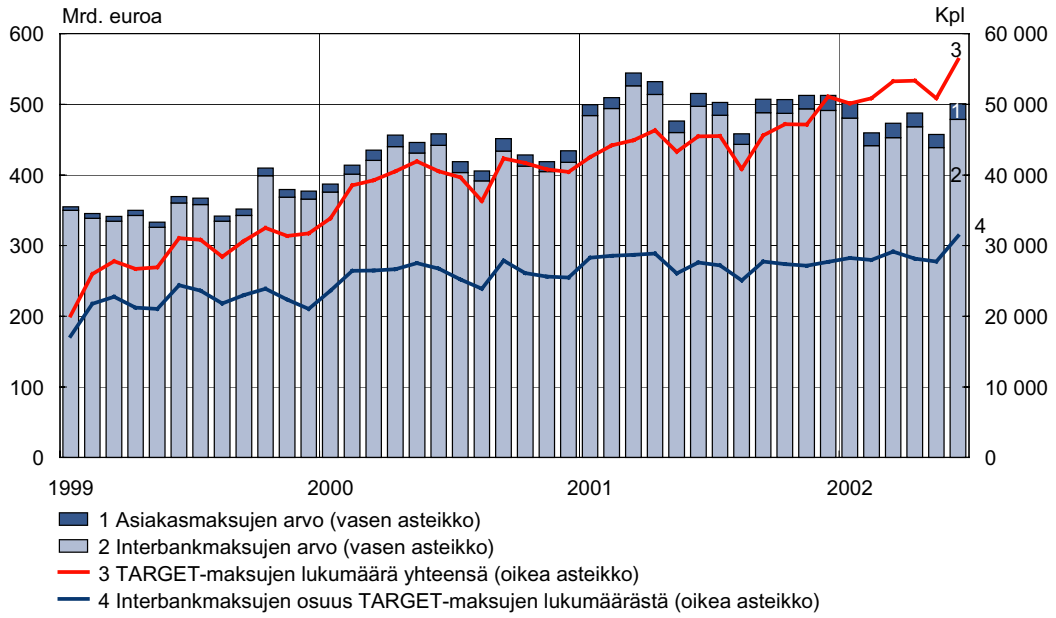
Kuvio 6. **Ulkomaille lähettyjen ja ulkomailta vastaanotettujen TARGET-maksujen päiväkeskiarvot kuukausittain vuosina 1999–2002**



Lähde: Suomen Pankki.

Tarkasteltaessa TARGET-järjestelmää kokonaisuutena (kuvio 7) voidaan todeta, että niin TARGET-maksujen kokonaismäärät kuin -arvotkin ovat kasvaneet järjestelmän käyttöönoton jälkeen. Kuviosta 7 käy myös selkeästi ilmi, että interbankmaksujen kokonaisarvot ovat selvästi asiakasmaksujen kokonaisarvoja suurempia, mikä oli havaittavissa myös Suomen Pankin sekkitilin kautta välitettyjen TARGET-maksujen suhteen (kuviot 5 ja 6). Näin ollen välitetyt asiakasmaksut ovat olleet keskimäärin arvoltaan interbankmaksuja huomattavasti pienempiä niin Suomessa kuin myös koko EU-alueellakin.

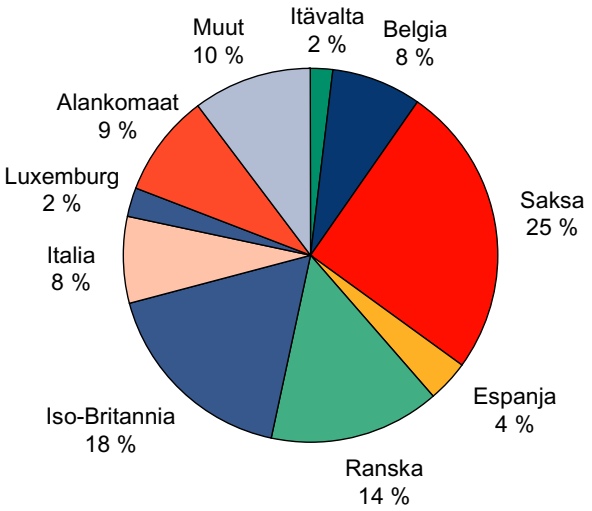
Kuvio 7. **Maasta toiseen suoritettujen TARGET-maksujen päiväkeskiarvot (lukumäärä ja arvo) kuukausittain EU-alueella vuosina 1999–2002**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

TARGET-maksujen maittaisten osuuksien tarkastelu paljastaa selvästi, että tiettyjen suurien maiden kautta välitetään valtaosa maksuista (kuvio 8). Maksujen arvolla mitattuna Saksan, Iso-Britannian ja Ranskan yhteenlaskettu osuus oli 57 % kaikista maasta toiseen suoritetuista TARGET-maksuista vuonna 2001. Suomen osuus oli noin 1 prosentin suuruinen.

Kuvio 8. **Maasta toiseen suoritettujen TARGET-maksujen osuus maittain (arvo) vuonna 2001**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

4.3.4 Maksuvälinehuolto

Suomen Pankki vastaa maksuvälinehuollon viranomaistehtävistä.[7] Suomen Pankin maksuvälineosaston keskeinen tehtävä on turvallinen ja tehokas setelien ja metallirahojen liikkeeseenlasku sekä maksuvälineiden käsittelystä ja kierrosta huolehtiminen. Rahahuoltotehtäviä varten Suomen Pankilla on viisi toimipaikkaa: Helsinki-Vantaan ja Turun aluetoimistot sekä Kuopion, Oulun ja Tampereen konttorit, jotka kaikki kuuluvat pankin maksuvälineosastoon. Suomen Pankki laskee Euroopan keskuspankin luvalla setelit ja kolikot liikkeeseen Suomessa ja huolehtii niiden laadusta, aitoudesta ja saatavuudesta koko maassa. Suomen Pankin keskeisenä tehtävänä on myös huolehtia tehokkaasta ja turvallisesta rahahuoltojärjestelmästä Suomessa yhteistyössä pankkien ja muiden osapuolten kanssa. Lisäksi Suomen Pankki osallistuu EKPJ:n seteliasioita koskevaan valmisteluun ja päätöksentekoon sekä vastaa EKPJ:n yhdenmukaistettujen päätösten voimaansaattamisesta Suomessa.

Suomen rahahuoltojärjestelmää on kehitetty vuosien mittaan muuttuneiden tarpeiden mukaan. Viimeksi vuoden 2001 aikana Suomen rahahuoltojärjestelmä uudistettiin kokonaisuudessaan osana eurokäteisen käyttöönoton valmistelua. Vuoden 2001 alusta Automatian

[7] Ks. tarkemmin maksuvälinehuollosta ja eurokäteisen käyttöönotosta esim. Suomen Pankin vuosikertomus 2001.

omistajapankit Nordea, Osuuspankkikeskus-OPK ja Sampo Pankki keskittivät rahahuoltonsa hallinnoinnin ja kehittämisen Automatia Pankkiautomaatit -yhtiölle. Tämän vuoksi Suomen Pankki myönsi Automatialle luotottoman sekkitilioikeuden ja allekirjoitti sen kanssa rahahuoltosopimuksen. Syyskuun 2001 jälkipuoliskolla myös muut RAHU-sopimuksen[8] osapuolet eli Paikallisosuuspankkiliitto, Säästöpankkiliitto, Svenska Handelsbanken ja Ålandsbanken liittyivät rahahuollon peruspalveluissa Automatian hallinnoimaan järjestelmään. Samalla markka-ajan rahahuoltoa varten rakennettu RAHUn tietojärjestelmä voitiin korvata 1.10.2002 alkaen euroaikaan soveltuvalla Suomen Pankin ja Automatian välisellä eurojen tilaus- ja toimitusjärjestelmällä (ETT). Pankkikonttoreiden perusrahahuollossa käytetään Automatian ja pankkien välistä tietojärjestelmää. Uudessa rahahuoltojärjestelmässä Suomen Pankin ainoana asiakkaana on Automatia, joka alihankkijoidensa avulla hoitaa pankkien ja niiden asiakkaiden rahahuollon.

4.3.5 Tulevaisuudennäkymiä

Maksujärjestelmien luotettavan ja turvallisen toiminnan varmistaminen osana rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamista on perinteisesti ollut yksi keskuspankkien perustehtävistä. Tämä tehtävä säilyy keskuspankeilla myös tulevaisuudessa. Riskittömän keskuspankkirahan käyttö maksujärjestelmien (ml. yksityisen sektorin ylläpitämät maksujärjestelmät) katteensiiroissa edistää omalta osaltaan rahoitusjärjestelmän vakautta, ja keskuspankkien rooli palvelun tarjoajana tällä alueella tullee säilymään.

Suomessa Suomen Pankin operatiivinen rooli maksujärjestelmäalueella on keskittynyt sekkitilijärjestelmän ylläpitämiseen, eikä keskuspankki tarjoa maksupalveluja yrityksille eikä yksityishenkilöille. Suomen Pankin keskeisenä roolina säilynee myös tulevaisuudessa sekkitilijärjestelmän ylläpitäminen, mikä mahdollistaa pankkien ja selvityskeskusten katteensiirtojen ja yksittäisten maksujen suorittamisen turvallisesti keskuspankkirahalla. TARGET-järjestelmää, jonka osa Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä on, ollaan myös kehittämässä vastaamaan tulevaisuuden haasteisiin.

---

[8] RAHU = Lokakuusta 1998 syyskuun 2001 loppuun käytössä ollut Suomen Pankin ja pankkien välinen käteisrahojen tilaus- ja palautusjärjestelmä.

Lähdeluettelo

European Central Bank (2002) **TARGET Annual Report 2001.**

European Central Bank (2001) **TARGET Annual Report 2000.**

Karppinen, H. – Kemppainen, K. (1999) **Keskuspankkien tehtävistä ja roolista maksujärjestelmien yleisvalvojana.** Suomen Pankin lakiasiat -yksikön ja rahoitusmarkkinaosaston työpaperi 1/1999.

Suomen Pankin vuosikertomus 2001. Helsinki.

Suomen Pankin säännöt vastapuolille ja tilinhaltijoille (osio 2).

Internet-lähteet:

Suomen Pankin kotisivu: www.bof.fi

Euroopan keskuspankin kotisivu: www.ecb.int

Suomen Pankkiyhdistyksen kotisivu: www.pankkiyhdistys.fi

Jenni Koskinen
Rahoitusmarkkinaosasto

4.4 EU-alueen maksuliike ja maksujärjestelmät

4.4.1 Pankkien kansainvälinen maksuliike ja maksujärjestelmät

Yleistä

Suomalaiset pankit käyttävät kirjeenvaihtajapankkipalvelua (correspondent banking) hoitaessaan asiakkaidensa ulkomaisia maksuja. Tätä tarkoitusta varten niillä on usein molemminpuolinen tilisuhde ulkomaisiin kumppaneihinsa. Yhteistyöpankit tarjoavat palveluja ulkomaisten pankkiasioiden hoitamiseksi ja suomalaiset pankit vastaavia palveluja Suomessa ulkomaisille kumppaneilleen. Ulkomaanmaksujen toimeksiantojen mukaiset maksusanomat välitetään SWIFT-verkolla[1] yhteistyöpankeille, jotka veloittavat katteen toimeksiantajapankkien tileiltä ulkomailla. Euroalueella kirjeenvaihtajapankkijärjestelmän merkitys on vähentynyt euron myötä.

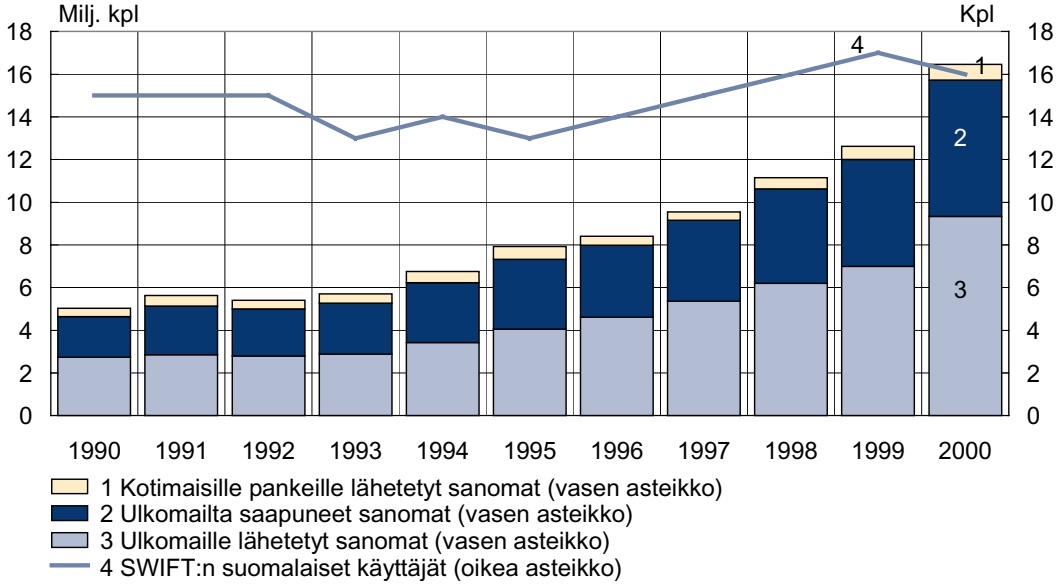
SWIFT ja kirjeenvaihtajapankkijärjestelmä

Kansainvälistä maksuliikettä pyritään tehostamaan standardien avulla, mutta standardien käytön omaksuminen on ollut hidasta erilaisten kansallisten järjestelmien ja käytäntöjen tähden. Kansainvälisten rahalaitosten tiedonsiirtoa varten 239 pankkia perusti vuonna 1973 SWIFTin, jossa sanomien välitys perustuu pankit yksilöiviin BIC-koodeihin.[2] Se on ollut menestyksekkäästi käytössä vuodesta 1977. SWIFT on keskeinen vaikuttaja pankkitoimintaan liittyvien käytäntöjen kehittämisessä ja maksujenvälityksen automaation asteen lisäämisessä. SWIFT on noin kolmikymmenvuotisen historiansa ajan edellyttänyt pankeilta voimakasta sitoutumista sanomien kehitystyöhön tehokkaan ja käytännöllisen järjestelmän luomiseksi. Keskuspankit ovat tunnustaneet SWIFTin tavoitteiden merkityksen rahoitusmarkkinoilla ja liittyneet siihen jäseniksi Belgian keskuspankin oltua ensimmäinen keskuspankkijäsen. Suomessa oli 16 SWIFTin käyttäjää vuonna 2000 (kuvio 1). Suomalaisten pankkien SWIFT-sanomaliikenne on kasvanut tasaisesti 1990-luvun alkuvuosista lähtien. Vuonna

[1] Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.
[2] www.swift.com.

2000 suomalaiset pankit lähettivät SWIFTin kautta ulkomaille kaikkiaan 9,3 milj. sanomaa ja vastaanottivat ulkomailta 6,4 milj. sanomaa. Kotimaisten pankkien välillä lähetyt SWIFT-sanomat ovat lisääntyneet vain hyvin vähän viimeisten kymmenen vuoden aikana. Kaikkiaan SWIFTillä on nykyään yli 7 000 käyttäjää miltei 200 maassa. Vuonna 2000 lähetettiin yhteensä noin 1,3 mrd. SWIFT-sanomaa.[3]

Kuvio 1. **Suomalaisten pankkien SWIFT-sanomaliikenne vuosina 1990–2000**



Lähde: Euroopan keskuspankki.

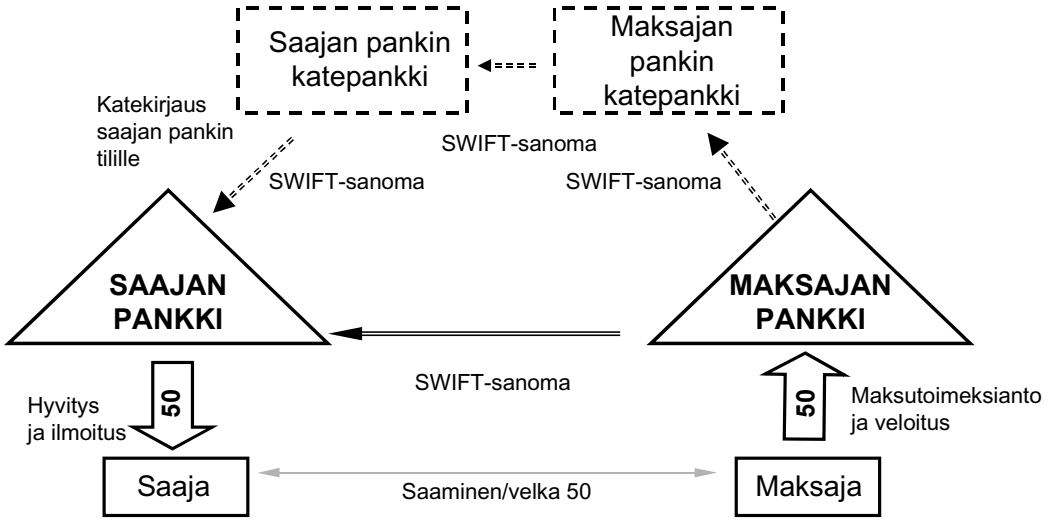
Maksutoimeksianto voi perustua avoimeen luottoon, jolloin maksu maksetaan ennakkona ennen tavaran saapumista tai jälkikäteen maksuehtojen mukaisesti. Maksajan ja saajan välillä suoritetaan tällöin ns. *puhdas maksu* (clean payment), jossa maksajan pankki välittää maksajalta saamiensa tietojen perusteella maksun joko suoraan saajan pankille tai välittäjäpankille. Suomalaisten pankkien asiakkaille tarjoamia puhtaita maksutapoja ovat mm. manuaalisesti ja verkkopankissa sekä erilaisten pankkiyhteysohjelmistojen kautta suoritettavat maksutoimeksiannot ja SWIFT-sekki.

Maksun käsittelyn monimutkaisuus ja käsittelyketjun pituus riippuvat mm. toimeksiantoon sisältyvistä tiedoista ja maksajan pankin yhteistyöpankkiverkostosta. Ulkomaanmaksun reitin valinta vaihtelee sen mukaan, onko maksu kotimaanvaluutan vai ulkomaanvaluutan

[3] Vuoden 2001 tiedot ovat Euroopan keskuspankin tilastointikäytäntöjen tähden saatavilla vasta vuonna 2003.

määräinen (kuvio 2). Jos maksu (50) on kotimaanvaluuttaa ja jos saajan pankki on sama kuin maksajan pankin tilipankki ulkomailla, maksun tiedot yksilöivä SWIFT-sanoma voidaan lähettää suoraan saajan pankkiin. Usein lähtevä maksu on kuitenkin ulkomaanvaluuttaa. Tällöin maksajan pankki tekee valuuttakaupan, jossa se myy maksajalle maksun (50) valuuttamäärän ja veloittaa vastaavan summan kotimaanvaluuttaa maksajan tililtä. Valuuttakaupan jälkeen maksajan pankki lähettää SWIFT-sanoman sekä saajan pankille että katepankille. Maksajan pankin on myös huolehdittava, että tarvittava valuuttamäärä on käytettävissä sen tilillä katepankissa. Maksajan katepankki siirtää maksun katteen saajan pankin katepankkiin, jossa varat puolestaan kirjataan saajan pankin tilille. Saajan pankki toimii saajan lukuun ja siirtää varat (50) saajan tilille tai pitää ne saajan saatavilla, ellei tiliä ole.

Kuvio 2. **Ulkomaanmaksun reitti maksajalta saajalle**



Lähde: Suomen Pankki.

Ns. puhtaiden maksutapojen lisäksi pankkien ulkomaanpalveluihin kuuluvat myös *asiakirjamaksut*, joita kutsutaan myös dokumenttimaksuiksi. Asiakirjamaksutapoja ovat perittävät ja remburssit, joissa pankkien välityksellä varmistetaan, että tavaran toimitus ja luovuttaminen sekä maksun suorittaminen tapahtuvat ostajan ja myyjän välisen sopimuksen määräämin ehdoin.

Eurooppalaisten pankkien yhteistyö

Kirjeenvaihtajapankkijärjestelmän rinnalle markkinaosapuolet ovat kehittäneet halvempia, pankkien keskinäiseen yhteistyöhön ja markkinointiin pohjautuvia kotitalouksille ja pienyrityksille tarkoitettuja maksujen-välityspalveluja. Esimerkiksi Unico Banking Group on eurooppalaisten osuuspankkien keskuspankkien 1977 perustama yhteistyöryhmä, jonka pääpainopisteenä on yhteisten tuotteiden, kuten maksujenvälityksen, helpottaminen yhteistyöpankkien välillä. Lähes kaikki suomalaiset osuuspankit kuuluvat mm. Unicon kehittämään asiakkaiden pankkipalvelujen sujumista helpottavaan UniCash-järjestelmään. Eurooppalaiset postipankit puolestaan ottivat vuonna 1992 käyttöön Eurogiro-järjestelmän, joka pyrkii vähentämään tilisiirtojen kustannuksia ja parantamaan palvelun laatua yhteistyön kautta. Sampo Pankki, joka tosin on nykyisin liikepankki, kuuluu edelleen Eurogiro-järjestelmään. Alunperin eurooppalaisten postipankkien yhteistyöverkosto on nykyisin laajentunut kansainväliseksi. Suomalaiset säästöpankit kuuluvat EUFISERV-ryhmään, joka tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden hyödyntää Euroopan laajuista säästöpankkien automaattiverkostoa. EUFISERV on lisäksi solminut yhteistyösopimukset useiden luottokorttiyhtiöiden kanssa, mikä puolestaan mahdollistaa korttinostojen tekemisen näiden yhtiöiden korteilla. Pankit voivat luonnollisesti hoitaa kansainvälistä maksuliikennettä myös omien ulkomaisten toimipaikkojensa välityksellä.

Maksujenvälityspalvelujen tarjonta

EKP ja myös kaupalliset yhteisöt ovat olleet kiinnostuneita maksujenvälityspalvelujen tarjoamisesta. Merkittävä osa suurista euromaksuista (vähintään 50 000 euroa) välitetään EBAn (Euro Banking Association) EURO 1 -järjestelmässä. EBA on yhdistys, jonka 18 liikepankkia ja Euroopan investointipankki perustivat vuonna 1985 Euroopan komission ja Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) tuella.[4] Ennen euron käyttöönottoa tilivaluuttana vuoden 1999 alussa EBA käytti toiminnassaan ecuja. EBAn tarkoitus on nykyään mm. tukea ja kehittää euron käyttöön liittyviä järjestelmiä sekä palveluita. EBA Euro Clearing Company puolestaan on EBAssa mukana olevien clearingpankkien omistama ja periaatteiltaan EBAn hyväksymä yhtiö, joka välittää euromaksuja täysin automaattista maksunkäsittelyä (STP

[4] www.abe.org.

eli Straight Through Processing) hyödyntäen ja jatkuvan nettoutuksen perusteella. Järjestelmässä operoidaan SWIFT-verkon välityksellä ja nettovelvoitteet suoritetaan päivän päätteeksi TARGETin välityksellä.

EBA Clearing -keskus välittää maksut jatkuvalla periaatteella EURO 1 -maksujärjestelmässä saajapankeille ja nettouttaa niistä johtuvat saamiset monenkeskisesti maksujen katesiirtojen tekemistä varten. Suomalaisista pankeista EURO 1 -järjestelmässä ovat mukana Nordea, OKO ja Sampo Pankki.

Pieniä maksuja varten (enintään 50 000 euroa) EBA otti marraskuussa 2000 käyttöön STEP 1 -järjestelmän, joka myös perustuu automaattiseen maksujenkäsittelyyn maksajalta saajalle. Maksujen toimitusaika on yksi pankkipäivä. STEP 1 -järjestelmään pyrkivien pankkien on sovittava katteiden siirrosta jonkin EURO 1 -pankin välityksellä. Maksujen katteet siirretään arvopäivittäin EURO 1 -järjestelmässä. Myös kaikki EURO 1:ssä jäseninä olevat pankit voivat käyttää STEP 1 -järjestelmää. Suomalaisista pankeista ovat tällä hetkellä STEP 1 -järjestelmässä EURO 1 -jäseninä mukana Nordea, OKO ja Sampo ja STEP 1 -pankkeina Säästöpankki Aktia ja Ålandsbanken.

Pienten euromääräisten maksujen järjestelmiä kehitetään parhaillaan. EBA suunnittelee STEP 2 -järjestelmää, johon voidaan lähettää kerralla suuri määrä pieniä maksuja, kuten eläkkeitä ja palkkoja. STEP 2:ssa lähetetyt maksuerät lajitellaan oikeellisuustarkistusten jälkeen saajapankkikohtaisiksi eriksi. Erien katteet välitetään edelleen EURO 1 -järjestelmään prosessoitavaksi. Maksujen niputtaminen suuriin eriin voi aiheuttaa muitakin muutoksia EBAn tarjoamiin palveluihin. STEP 1:een verrattuna STEP 2 tarjoaa kehittyneempiä palveluita. STEP 2 -järjestelmää on testattu 29 eurooppalaisen pilottipankin avustuksella ja järjestelmän käyttöönotto ajoittuu kesään 2003.

Maksujenvälityksen tehokkuuden lisääminen ja viranomaisten toimenpiteet

EU-viranomaiset ovat pitkään seuranneet EU:n yhteismarkkina-alueen maksujenvälityskäytäntöjä, sillä euroalueelle halutaan luoda myös maksuliikepalveluissa toimivat markkinat. Keskeinen tavoite on lisätä euroalueen kilpailukykyä ja mm. varmistaa, että EU-alueen kuluttajat saavat yhtä tehokasta ja luotettavaa palvelua niin yksittäisissä EU-maissa kuin koko yhteismarkkina-alueellakin.

EU-direktiiviin (97/5) pohjautuva tilisiirtolaki tuli Suomessa voimaan elokuussa 1999. Lain mukaan tilisiirron varat on Euroopan talousalueella maksettava saajan laitoksen tilille viimeistään viidentenä maksumääräyksen hyväksymistä seuraavana pankkipäivänä. Saajan

laitoksen on puolestaan maksettava varat saajan tilille viimeistään seuraavana pankkipäivänä sen jälkeen, kun varat maksettiin saajan laitoksen tilille. Maksumääräyksen antajan on lain mukaan huolehdittava myös tilisiirron aiheuttamista kustannuksista, ellei muuta ole sovittu. Maksujen välitys on kaikkiaan hoidettava mahdollisimman edullisesti, turvallisesti ja tehokkaasti.

Euroopan komission kiinnostus pienten maksujen välitystä kohtaan on viime aikoina entisestään lisääntynyt. Komissio on puuttunut maasta toiseen suoritettavien euromääräisten pienten maksujen, automaattinostojen ja maksukorttitapahtumien hinnoitteluun. Komission asetus, joka sääntelee alle 12 500 euron maksujen hinnoittelua, hyväksyttiin Euroopan parlamentissa joulukuussa 2001. Asetuksen mukaan euromaksujen toimitusmaksujen on vastattava suuruudeltaan kotimaisia. Asetus rajat ylittävistä euromääräisistä maksuista tulee voimaan asteittain: maksukorttien ja pankkiautomaattien osalta se tuli voimaan 1.7.2002 ja tilisiirtojen osalta se tulee voimaan 1.7.2003. Vuoden 2006 alussa asetuksen vaikutus ulottuu kaikkiin alle 50 000 euron maksuihin. Asetusehdotus ja asetuksen voimaantulo ovat herättäneet runsaasti keskustelua ja vastustusta pankkien puolelta.

Kansainvälisten maksujen välittäminen on pankkien näkökulmasta kallista, sillä investoinnit ja maksujen käsittelykustannukset ovat verraten suuret. Kustannuksia aiheuttaa esimerkiksi kansainvälisen maksujenvälityksen vähäinen automaatio. Pienten maksujen vähäisyys ei ole luonut riittävästi kustannuspaineita järjestelmien kehittämiseksi, joten näiden maksujen välityksen yksikkökustannukset ovat tyypillisesti suuret. Lisäksi esimerkiksi maasta toiseen suoritettavien maksujen ilmoittaminen maksutasetilastoja varten aiheuttaa monessa maassa kustannuksia pankeille. Suomessa tilastointi kuitenkin perustuu otantaan. Talletusmarkkinoiden kilpailua ja maksuliikepalvelujen hinnoittelukäytäntöjä seurataan asetuksen myötä.

Asiakas- ja pankkijärjestelmien tekninen kehitystaso ja automaatioaste vaihtelevat merkittävästi maittain ja pankeittain. Suurimmat suomalaiset pankit tarjoavat edullista palvelua Euroopan alueella välitettävissä maksuissa. Ns. Eurooppa-maksu välitetään täysimääräisesti vastaanottajamaan valuutan määräisenä maksun saajan tilille, jos saajan pankkiyhteystiedot on merkitty pankin BIC-koodilla[5] ja tilinumero IBAN-muotoisesti[6]. Maksun enimmäismäärä on rajoitettu 2 500 euroon.

---

[5] SWIFTin kehittämä Bank Identifier Code.
[6] International Banking Account Number.

Euroopan pankkistandardeja kehittelevä komitea European Committee for Banking Standards (ECBS) on luonut kansainvälisen tilinumerostandardin IBANin, jonka myös suomalaiset pankit ja niiden asiakkaat ottivat käyttöön vuoden 2002 alusta alkaen. ECBS on kehittänyt myös kansainväliseen laskutukseen luotua maksulomaketta, IPI:tä (International Payments Instruction). Suomalaiset pankit ovat suhtautuneet IPI:hin kriittisesti, koska lomakkeen käsittely on manuaalista. Elektroninen, viitetietoihin perustuva lomake sopisi suomalaisille pankeille paremmin.

4.4.2 Valuuttakaupan maksujen toimitusriski ja sen hallinta

Kansainvälinen valuuttakauppa ja euro

Kansainvälisiin maksuihin liittyy usein valuuttakauppaa. Kansainvälisesti merkittävimmät, kauppojen kohteena olevat valuutat ovat Yhdysvaltain dollari, euro ja Japanin jeni. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) tuoreimman selvityksen[7] mukaan koko kansainvälisen valuuttakaupan päivittäinen volyymi oli 1 200 mrd. Yhdysvaltain dollaria huhtikuussa 2001. Valuuttakauppa oli supistunut 19 % huhtikuusta 1998. Kaupan volyymin vähentymiseen on pääsyynä ollut yhdentoista Euroopan maan siirtyminen talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen 1.1.1999, jolloin euro korvasi näiden yhdentoista maan kansalliset valuutat. Valuuttakaupan volyymin vähentymiseen ovat vaikuttaneet myös pankkitoimialan fuusiot, kaupankäynnin elektronisoituminen pankkien välisillä spot- eli avistamarkkinoilla[8] sekä kansainvälisillä markkinoilla toimivien valuuttakaupan asiakasyritysten fuusiot.[9] Eurosta on tullut merkittävä kansainvälisessä valuuttakaupassa; se oli toisena kaupankäyntivaluuttana 38 prosentissa valuuttakaupoista. Euron osuus vuonna 2001 oli suurempi kuin Saksan markan osuus (30 %) kansainvälisen järjestelypankin (BIS) edellisessä, vuoden 1998 selvityksessä, mutta kuitenkin pienempi kuin euroalueen kansallisten valuuttojen yhteenlaskettu arvo (53 %) vuonna 1998.

---

[7] BIS 2002.

[8] Spot- eli avistakauppoja ovat valuuttakaupat, joihin liittyvät valuuttojen siirrot ja maksut toteutetaan kahden pankkipäivän tai sitä lyhyemmän ajan kuluttua kaupantekopäivästä.

[9] Galati Gabriele 2001.

Riskienhallinta, viranomaisten ja markkinaosapuolten toimenpiteet

Valuuttakaupan prosessiin liittyy useita riskejä:

- operationaaliset, toiminnalliseen varmuuteen liittyvät riskit
- markkinariski valuuttakurssitappioiden kautta
- valuuttakaupan maksujen toimitusriski.

Valuuttakaupan maksujen toimitusriski toteutuu, jos valuuttakaupan kohteena olevan pääoman periminen valuuttakaupan vastapuolelta ei onnistu, ja pääoma menetetään. Valuuttakaupan maksujen toimitusriski voi pahimmassa tapauksessa aiheuttaa valuuttakaupan osapuolen ja tämän ulkomaanvaluutan määräisiä tilejä hallinnoivan katepankin kaatumisen. Se voi aiheuttaa myös merkittäviä, kokonaistaloudellisia seurausvaikutuksia, joissa tappiot leviävät ja moninkertaistuvat. Tällöin korvaavan likviditeetin hankkiminen markkinoilta vaikeutuu ja lopulta estyy.

Valuuttakauppojen maksujen toimitusriskit ja kansainvälisten valuuttamarkkinoiden vakaus ovat olleet keskuspankkien erityisen huolen aiheina suurten, jatkuvasti kasvaneiden kauppavolyymien vuoksi. G10-maiden keskuspankkien pääjohtajat ovat järjestelmällisesti vuodesta 1974 alkaen luoneet ja ylläpitäneet strategiaa, jolla voitaisiin valvoa ja vähentää valuuttakaupan maksujen toimitusriskiä. Strategia on perustunut selvityksiin, suosituksiin ja julkilausumiin, jotka valuuttakaupan maksujen toimitusriskin supistamiseksi on laadittu Kansainvälisessä järjestelypankissa (BIS) G10-maiden keskuspankkien toimeksiannosta. Suomessa Rahoitustarkastus ja Suomen Pankki ovat seuranneet tilannetta suomalaisten pankkien osalta. Maksujen toimitusriski on supistunut huomattavasti vuoden 1997 tilanteesta, mutta parantamisen varaa suomalaisissa pankeissa on edelleen. Riskin kestoaika on BISin määritelmän mukaan ajanjakso, joka alkaa, kun lähtevää maksua ei voi enää yksipuolisesti peruuttaa, ja loppuu, kun ostetun valuutan saaminen on voitu todentaa. Riskin kesto oli syyskuun 2000 lopussa Suomessa noin 2–3 päivää. Suurissa ulkomaisissa pankeissa riskin kesto lasketaan tunnin tarkkuudella.[10]

Yhteisen eurorahan käyttöönotto vuoden 1999 alussa poisti valuuttakaupan ja sen myötä valuuttakurssiriskin ja valuuttakaupan maksujen toimitusriskin yhdentoista kansallisen valuutan väliltä. Suomalaisten pankkien valuuttakaupat ulkomaisten pankkien kanssa olivat

[10] Palva – Saarinen 2001.

yhteensä noin 1,3 mrd. euroa päivässä vuonna 2001. Ennen euron käyttöönottoa vuosina 1997–1998 ne olivat noin 3–4 mrd. euroa päivässä. Myös EKP:n reaaliaikainen TARGET-maksujärjestelmä (ks. 4.3) sekä EBAn Euro 1 ovat parantaneet eurolikviditeetin hallinnan tehokkuutta. TARGETissa maksut suoritetaan reaaliaikaisesti bruttomääräisinä keskuspankkirahalla, joten kateriskiä ei synny.

Kansainväliset suurpankit perustivat vuonna 1997 CLS Services Limited -yhtiön (CLSS), joka kehittää keskitettyä valuuttakauppojen selvitysjärjestelmää.[11] Järjestelmä aloitti toimintansa syyskuussa 2002. CLS-järjestelmässä valuuttakaupat mukaan tulevilla valuutoilla selvitetetään vaiheittain CLS-pankin (Continuous Linked Settlement Bank eli CLSB) kautta. Selvitysosapuolet lähettävät valuuttakauppansa suoraan CLS-pankkiin, joka selvittää valuuttakauppoja jatkuvasti selvityspäivän aikana asettaen täsmäytetyt kaupat selvitysjonoon. CLS tarkistaa jokaisen jonottavan kaupan tapauksessa mm., riittääkö tuohon kauppaan tarvittava likviditeetti vai asetetaanko kauppa jonon viimeiseksi.

Jokainen selvitysosapuoli maksaa CLS-pankille päivittäin valuuttakohtaiset nettovelkansa ja saa valuuttakohtaiset nettosaamisensa. Järjestelyllä voidaan vähentää likviditeetin tarvetta. CLS-pankin selvitysosapuolille avataan selvitysjärjestelmässä tilit, yksi kutakin järjestelmässä käsiteltävää valuuttaa kohti. Alkuvaiheessa nämä valuutat ovat Yhdysvaltain dollari, Japanin jeni, euro, Englannin punta, Sveitsin frangi, Kanadan dollari, Australian dollari, Norjan kruunu, Ruotsin kruunu, Tanskan kruunu ja Singaporen dollari. CLS-järjestelmässä valuuttakauppoihin liittyvä maksujen toimitusriski poistuu, kun maksujen suoritus tapahtuu maksu maksua vastaan -periaatteella (payment-versus-payment, PvP). Järjestely varmistaa sen, että valuuttakaupassa lopullinen valuutan siirto toteutuu vain, jos samalla toteutuu myös toisen valuutan lopullinen siirto. Likviditeetin hallinnan näkökulmasta on tärkeää, että CLS-järjestelmässä mukana olevat huolehtivat päiväkohtaisista nettomaksuistaan saamiensa aikataulujen mukaisesti. Suomalaisista pankeista Nordeasta tuli CLS-järjestelmän selvitysosapuoli konsernin tanskalaisen jäsenen Unibankin kautta.

4.4.3 Tulevaisuudennäkymät

Euroalueen suurten maksujen järjestelmät ovat kehittyneet pienten maksujen järjestelmiä paremmin. Eurorahan käyttöönotto ei ole pois-

[11] www.cls-services.com.

tanut euroalueen pienten maksujen välityksen tehokkuus-, laatu- ja hintaeroja, vaikka vähittäismaksujärjestelmät ovat Suomen ohella kehittyneitä ja automatisoituja eräissä muissakin euroalueen maissa. Kehitystä hidastavia tekijöitä on ollut useita. Näkemyserot pankkien välillä ovat olleet suuret, sillä mm. maksutottumukset eroavat paljon eri maissa.

Eurooppalaiset pankit ovat kuitenkin viranomaisten painostuksesta ryhtyneet toimiin yhtenäisen pienten maksujen järjestelmän kehittämiseksi euroalueelle (Single Euro Payment Area) ja järjestäytyneet pankkiyhdistysten kanssa eurooppalaisten maksujen neuvostoon EPC:hen (European Payments Council) kesäkuussa 2002. Myös Suomi on mukana EPC:ssa. EPC:n tavoitteena on yksinkertaistaa ja yhtenäistää maksukäytäntöjä sekä lisätä maksujenkäsittelyn automaatiota. Tavoitteet saavuttaakseen pankit ovat päättäneet, että on otettava käyttöön kaikille eurooppalaisille pankeille avoin eurooppalaisten maksujen automaattinen clearingkeskus. Tämän ohella on lisättävä ja parannettava täysin automaattista maksujenkäsittelyä maksajalta saajalle. Lisäksi paperipohjaisista maksutavoista, kuten esimerkiksi sekeistä, pyritään keskipitkällä aikavälillä siirtymään maksutapoihin, joissa maksut voidaan käsitellä elektronisesti maksajalta saajalle.

Pankit ovat myös korostaneet viranomaisten ja valvojien yhteistyön ja sitoutumisen merkitystä pyrkiessään yhtenäistämään markkinakäytäntöjä. Euroopan komissio on järjestänyt yhtenäisen maksualueen edistämiseksi rahoitusalan vähittäispalveluja koskevan kuulemiskierroksen kesällä 2002. Eurooppalaisten kuluttajien, teollisuuden ja pankkien edun vuoksi kaikille kiinnostuneille on siten avoimesti annettu tilaisuus arvioida yhtenäisten, kattavien ja ajanmukaisten sääntelypuitteiden tarpeellisuutta. Suomen Pankki, kuten muutkin kansalliset keskuspankit, sekä EKP jatkavat aktiivisesti osallistumistaan eurooppalaisen maksualueen kehittämiseen.

Lähdeluettelo

BIS (2002) **Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity** in 2001. Maaliskuu.

Galati, G. (2001) **Why has global FX turnover declined?** Explaining the 2001 triennial survey. BIS Quarterly Review. Joulukuu.

Palva, M. – Saarinen, V. (2001) **Valuuttakauppojen selvitysriskit.** Euro & talous 2/2001. Suomen Pankki. Helsinki.

Internet-lähteet:

www.abe.org.

www.cls-services.com.

www.swift.com.

Luku 5

Rahoitusmarkkinalainsäädäntö

Hannu Karppinen – Katri Nuotio –Jarkko Karjalainen

Hannu Karppinen
Lakiasian yksikkö
5 Rahoitusmarkkinalainsäädäntö 268
5.1 Suomen Pankki, Euroopan keskuspankki ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä 269
Lähdeluettelo.....278

Katri Nuotio
Valtiovarainministeriö
5.2 Luottolaitoslainsäädäntö.....279

Jarkko Karjalainen
Valtiovarainministeriö
5.3 Arvopaperi- ja johdannaismarkkinalainsäädäntö.....285
5.4 Rahoitusmarkkinalainsäädännön tulevaisuudennäkymiä – rahoituspalveluja koskeva toimintasuunnitelma 294
Liite 297

5 Rahoitusmarkkinalainsäädäntö

Hannu Karppinen
Lakiasiain yksikkö

Rahoitusmarkkinalainsäädäntö luo pohjan tehokkaasti toimiville rahoitusmarkkinoille. Parhaimmillaan se antaa talouden toimijoille selkeän kuvan toimintamahdollisuuksista asettamatta tarpeettomia esteitä toiminnan kehittämiselle. Ollessaan riittävän joustava lainsäädäntö ottaa kuitenkin huomioon yksittäisiä toimijoita laajemmat kansalliset näkökohdat, kuten asiakkaan ja sijoittajan suojaan liittyvät kysymykset, ja erinäiset kansainväliset näkökohdat. Suomessa tähän on pyritty paitsi toiminnallisella, erilaista toimintaa koskevat näkökohdat huomioon ottavalla, myös erilaiset toimijat, kuten luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset, huomioon ottavalla rahoitusmarkkinalainsäädännöllä.

Keskuspankki on rahoitusmarkkinoilla muun muassa keskeisten maksujärjestelmien ylläpitäjä ja osallisena rahoitusmarkkinoiden valvonnassa, sääntelyssä ja kehittämisessä. Suomen Pankin valtiosääntöoikeudellinen asema on määritelty Suomen perustuslaissa ja Suomen Pankista annetussa laissa. Viimeksi mainitun mukaan Suomen Pankki on yhtäältä itsenäinen julkisoikeudellinen laitos ja Suomen keskuspankki sekä toisaalta osa Euroopan keskuspankkijärjestelmää (EKPJ) Euroopan yhteisön perustamissopimuksessa ja EKPJ:n ja Euroopan keskuspankin (EKP) perussäännössä määrätyllä tavalla.

Lainsäädännön valmistelu alkaa kustakin lainsäädäntöalueesta vastaavalle ministeriölle tulevista aloitteista tai kunkin ministeriön itse harjoittaman seurannan tuloksena. Rahoitusmarkkinasektorilla vastuunalaisia ministeriöitä ovat etenkin valtiovarainministeriö ja sosiaali- ja terveysministeriö. Valtiovarainministeriö vastaa Suomen Pankkia koskevasta lainsäädännöstä ja muusta, rahoitusmarkkinoita koskevasta erityislainsäädännöstä lukuun ottamatta arvo-osuustileistä annettua lakia (827/1991) ja lakia eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (1084/1999). Nämä lait kuuluvat oikeusministeriön vastuualueeseen samoin kuin suuri osa jäljempänä mainitusta taustalainsäädännöstä. Sosiaali- ja terveysministeriö vastaa yleisesti vakuutusyhtiölainsäädännöstä.

Rahoitusmarkkinalainsäädännön taustalla olevan muun lainsäädännön kautta huomattava merkitys on myös kauppa- ja teollisuusministeriöllä. Ministeriöiden ulkopuoliset aloitteet voivat tulla esimerkiksi eduskunnalta, eri viranomaisilta tai talouden toimijoilta, mutta Suomen liityttyä Euroopan unioniin yhä useammin unionitasoisesta

lainvalmistelusta. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että ministeriöt ainoastaan panisivat kansallisesti toimeen muualta annetut, unionin jäsenvaltioita velvoittavat direktiivit- tai muun lainsäädännön. Ministeriöt tekevät itse aloitteita ja osallistuvat esimerkiksi direktiivien valmisteluun jo ennen komission direktiiviehdotusten antamista ja myös sen jälkeen. Unionitason lainsäädäntö on Euroopan unionin eri instituutioiden, Euroopan komission, Euroopan parlamentin ja EU:n neuvoston yhteisen työn tulosta. Tässä valmistelussa yksi merkittävä tekijä on myös Euroopan keskuspankki ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä.

5.1 Suomen Pankki, Euroopan keskuspankki ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä

Suomen Pankki

Suomen Pankin valtiosääntöoikeudellinen asema on määritelty Suomen perustuslaissa (731/1999, § 91). Suomen Pankki toimii eduskunnan takuulla ja hoidossa sen mukaan kuin lailla säädetään. Ilmaisulla ”eduskunnan takuulla” tarkoitetaan sitä, että eduskunta viime kädessä vastaa Suomen Pankin taloudellisista velvoitteista. Ilmaisun ”eduskunnan hoidossa” on puolestaan tarkoitettu merkitsevän Suomen Pankin riippumattomuutta suhteessa hallitukseen ja erillisyyttä säännönmukaisesta valtionhallinnosta. Lisäksi sillä viitataan eduskunnan valitsemien pankkivaltuutettujen asemaan Suomen Pankin päätöksenteossa ja valvonnassa.

Suomen Pankin toimintaa säätelee laki Suomen Pankista (LSP, 214/1998). Suomen Pankin toimielimiä ovat pankkivaltuusto ja johtokunta. Laissa erikseen luetellut pankkivaltuuston tehtävät ovat valvontatehtäviä, keskeisiä hallintotehtäviä ja muita tehtäviä. Johtokunnan tehtävänä puolestaan on huolehtia Suomen Pankille kuuluvien tehtävien hoitamisesta ja pankin hallinnosta, mikäli nimenomaista hallintotehtävää ei ole lailla säädetty kuuluvaksi pankkivaltuustolle. Pankkivaltuustoon kuuluu yhdeksän eduskunnan valitsemaa pankkivaltuutettua. Johtokuntaan puolestaan kuuluu puheenjohtaja ja enintään viisi muuta jäsentä, jotka tasavallan presidentti nimittää.

Kun Suomen Pankkia koskevaa lainsäädäntöä uudistettiin vuonna 1998, siihen otettiin säännökset, jotka olivat tarpeen Suomen Pankin liittämiseksi osaksi Euroopan keskuspankkijärjestelmää (EKPJ). Lain pykälät heijastelevat siten Euroopan keskuspankin (EKP) ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän perussäännön artiklojen keskeistä sisältöä.

Suomen Pankista annetun lain 1 §:n mukaan Suomen Pankki on yhtäältä itsenäinen julkisoikeudellinen laitos ja Suomen keskuspankki sekä toimii toisaalta osana EKPJ:tä EY:n perustamissopimuksessa ja EKPJ:n ja EKP:n perussäännössä määrätyllä tavalla.

Kun Suomen Pankki hoitaa EKPJ:n tehtäviä, se toimii EKP:n suuntaviivojen ja ohjeiden mukaisesti. EKPJ:n tehtäviä hoitaessaan Suomen Pankki ei saa pyytää tai ottaa vastaan toimintaansa koskevia määräyksiä muulta kuin Euroopan keskuspankilta. Muutoin pankki on tarvittaessa yhteistoiminnassa valtioneuvoston ja muiden viranomaisten kanssa. Vaikka Suomen Pankki määritellään osaksi EKPJ:tä, sillä voi olla myös EKPJ:stä riippumattomia kansallisia tehtäviä. Kansalliset keskuspankit suorittavat nämä tehtävät omalla vastuullaan ja omaan lukuunsa eikä niitä pidetä osana EKPJ:n tehtäviä.

Suomen Pankin tehtävät määräytyvät Suomen Pankista annetun lain 3 §:n mukaan. Keskeisin tehtävä pankilla on toteuttaa osaltaan Euroopan keskuspankin neuvoston määrittelemää rahapolitiikkaa. Muita tehtäviä ovat huolehtia rahahuollosta ja setelien liikkeeseen laskusta, valuuttavarannon hallussapidosta ja hoidosta sekä tarpeellisten tilastojen laatimisesta ja julkaisemisesta.

Rahoitusmarkkinasektorin kannalta keskeisin pankin tehtävä on huolehtia osaltaan maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistua sen kehittämiseen. Näistä tehtävistä vain rahahuollossa Suomen Pankilla on Suomen Pankista annetun lain 5 §:n 1 momentin 6 kohdan mukaan oikeus antaa pankeille ja muille rahalaitoksille sekä vastaaville yhteisöille rahan käsittelyä koskevia määräyksiä ja ohjeita.

Maksu- ja selvitysjärjestelmää koskevat Suomen Pankin tehtävät liittyvät pääasiallisesti edellä todettujen EKPJ:n tehtävien toteuttamiseen kansallisella tasolla. EKP:llä on myös merkittävää norminantovaltaa tällä alueella. Olennaista on, että kansallisen keskuspankin on pantava täytäntöön EKP:n normit omassa maassaan. Eräissä jäsenvaltioissa kansallisen keskuspankin lainsäädäntöä on muutettu EKPJ:n toimintaa varten siten, että se tukee ja edistää norminannon soveltamista.

Suomen Pankin kansallisiin tehtäviin kuuluvat oikeus antaa lausuntoja, tulla kuulluksi ja osallistua kotimaiseen viranomaisyhteistyöhön ja rahoitusjärjestelmää koskeviin kansallisiin kehityshankkeisiin. Suomen Pankin tehtävistä säädetään myös kansallisissa erityislaeissa.

Kansainvälistä valuuttarahastoa (IMF) koskevan sopimuksen eräiden muutosten hyväksymisestä annetun asetuksen (SopS 69/1977) mukaan Suomen Pankki on valtion puolesta yhteydessä Kansainväliseen valuuttarahastoon ja on rahaston hallussa olevan Suomen valuutan talletuspaikka. Sopimuksessa edellytetyt liiketoimet hoitaa ja so-

pimuksesta johtuvat ilmoitukset ja sitoumukset antaa Suomen valtion puolesta Suomen Pankki. Viime vuosina Suomen Pankki on valtion puolesta osallistunut yhdessä muiden jäsenvaltioiden tai niiden keskuspankkien kanssa eräisiin Kansainvälisen valuuttarahaston toteuttamiin rahoitushankkeisiin.

Toinen merkittävä Suomen Pankin toimintaan liittyvä laki on perustuslain säätämisjärjestyksessä säädetty valmiuslaki (1080/1991). Tämän lain tarkoituksena on vakavissa poikkeusoloissa muun muassa turvata väestön toimeentulo ja maan talouselämä. Valmiuslaki antaa valtioneuvostolle poikkeusoloissa oikeuden antaa määräyksiä Suomen Pankin tehtävistä ja toimimisesta säännöstelyviranomaisena. Valmiuslain 11–13 §:ssä on säädetty valuutansiirtoja koskevista säännöstelyvaltuuksista. Useita vuosia on ollut vireillä lain säännöstelyvaltuuksien ulottaminen rahoitusmarkkinoihin siten, että samalla huomioon otettaisiin Euroopan yhteisöjen perustamissopimuksen määräykset ja Suomen euroalueeseen osallistuminen.

EKP ja EKPJ

EKPJ:n muodostavat EY:n perustamissopimuksen artiklan 107 kohdan 1 sekä EKPJ:n perussäännön artiklan 1 mukaan EKP ja kansalliset keskuspankit. Eurojärjestelmään[1] kuuluvat kansalliset keskuspankit ovat EKP:n omistajia.

Kansalliset keskuspankit ovat kunkin maan kansallisen lainsäädännön mukaisia oikeushenkilöitä. EKP on niin ikään perustamissopimuksen artiklan 107 kohdan 2 mukaan oikeushenkilö, kun taas EKPJ ei ole. EKPJ:tä johtavat EKP:n päätöksentekoelimet, EKP:n neuvosto ja EKP:n johtokunta. Lisäksi perussäännön artiklan 45 mukaan EKP:n kolmanneksi päätöksentekoelimeksi on muodostettu yleisneuvosto, tämän kuitenkaan rajoittamatta artiklan 107 kohdan 3 soveltamista.

EKP:n neuvoston muodostavat EKP:n johtokunnan kuusi jäsentä sekä euroalueeseen osallistuvien kahdentoista maan kansallisen keskuspankin pääjohtajat. Neuvostossa kullakin jäsenellä on yksi ääni, ja päätökset tehdään yksinkertaisella äänten enemmistöllä. Poikkeuksena ovat eräät EKP:n pääomaan liittyvät kysymykset, joita ratkaistaessa jäsenten äänet painotetaan sen mukaan, miten suuri osuus kansallisella keskuspankilla on EKP:n merkitystä pääomasta. Näissä tapauksissa

[1] Eurojärjestelmällä tarkoitetaan kokonaisuutta, jonka muodostavat EKP ja niiden 12 jäsenvaltion keskuspankit, jotka ovat ottaneet euron käyttöön yhteisenä rahana.

EKP:n johtokunnan jäsenten äänet painotetaan nollaksi. EKP:n neuvosto antaa suuntaviivat EKP:n ja eurojärjestelmän toiminnalle ja määrittelee yhteisön rahapolitiikan ja tekee sitä koskevat päätökset.

EKP:n johtokuntaan kuuluu puheenjohtaja, varapuheenjohtaja ja neljä muuta jäsentä. Johtokunta vastaa EKP:n operatiivisten tehtävien hoitamisesta. Se toteuttaa rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti. Johtokunta antaa tätä koskevat tarpeelliset ohjeet kansallisille keskuspankeille.

Perustamissopimus edellyttää, että EKP, kansalliset keskuspankit ja EKP:n sekä kansallisten keskuspankkien päätöksentekoelinten jäsenet ovat itsenäisiä eivätkä ota vastaan ohjeita miltään taholta. Tämä tarkoittaa mm. pääjohtajan itsenäistä asemaa EKP:n neuvoston jäsenenä suhteessa kansalliseen keskuspankkiin sekä EKP:n johtokunnan jäsenen riippumattomuutta kansallisesta keskuspankista. Näin ollen perustamissopimus lähtee siitä, että neuvoston ja johtokunnan jäsenet eivät toimessaan edusta mitään kansallista tahoa, vaan ”itseään” (ts. rahatalouden tai pankkitoiminnan asiantuntemusta, kuten EKPJ:n perussäännön artikla 11.2 edellyttää).

EKPJ:n päätöksenteko on keskitettyä, mutta päätösten toimeenpano hajautettua. EKPJ:n perussäännön artiklan 12.1 mukaan EKP käyttää kansallisia keskuspankkeja sellaisten toimien suorittamiseen, jotka kuuluvat EKPJ:n tehtäviin. Säännöksen on tulkittu luovan perustan EKPJ:n hajautetulle toimintamallille.

EKP:n eri toimintasektoreille perustettujen, neuvoa-antavien komiteoiden kautta euroalueen kansalliset keskuspankit osallistuvat EKP:n neuvostolle esiteltyjen asioiden valmisteluun yhdessä EKP:n kanssa. Komiteoiden ehdotukset eivät sido EKP:n johtokuntaa, mutta niiden näkemykset raportoidaan kuitenkin neuvostolle päätöksenteon yhteydessä.

Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 2 mukaan EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ tukee myös yleistä talouspolitiikkaa yhteisössä. EKPJ:n perustehtäviä ovat

- yhteisön rahapolitiikan määritteleminen ja toteuttaminen
- valuuttamarkkinatoimien suorittaminen
- jäsenvaltioiden virallisten valuuttavarantojen hallussapito ja hoito
- maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen.

EKP:tä kuullaan artiklan 105 kohdan 4 mukaan seuraavasti:

- Ehdotuksista yhteisön säädöksiksi EKP:n toimivaltaan kuuluvilla aloilla.

– Suunnitelmista lainsäädännöksi EKP:n toimivaltaan kuuluvilla aloilla, mutta niissä rajoissa ja sellaisin ehdoin, jotka neuvosto vahvistaa artiklan 107 kohdassa 6 määrättyä menettelyä noudattaen; tällöin EKP:tä kuulevat kansalliset viranomaiset. Tähän liittyy neuvoston 29.5.1998 tekemä päätös (98/415/EY), jonka mukaan jäsenmaiden viranomaisten on kuultava EKP:tä suunnitelmista lainsäädännöksi sen toimivaltaan perustamissopimuksen mukaisesti kuuluvilla aloilla. Näitä aloja ovat erityisesti seuraavat:
– valuuttakysymykset,
– maksuvälineet,
– kansalliset keskuspankit,
– raha-, rahoitus-, pankki-, maksujärjestelmä- ja maksutasetilastojen kerääminen, laatiminen ja jakaminen,
– maksu- ja selvitysjärjestelmät ja rahoituslaitoksiin sovellettavat säännökset siltä osin kuin ne vaikuttavat merkittävästi rahoituslaitosten ja markkinoiden vakauteen.

Lisäksi muiden kuin euroalueen viranomaisten on kuultava EKP:tä suunnitelmista rahapolitiikan välineitä koskevaksi lainsäädännöksi.

EKP voi toimivaltaansa kuuluvilla aloilla antaa lausuntoja asianomaisille yhteisön toimielimille ja laitoksille sekä kansallisille viranomaisille.

Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 5 mukaan EKPJ myötävaikuttaa luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvän toimivaltaisten viranomaisten politiikan moitteettomaan harjoittamiseen. Lisäksi perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 6 mukaan EU:n neuvosto voi yksimielisesti ja komission ehdotuksesta ja EKP:tä kuultuaan sekä Euroopan parlamentin puoltavan lausunnon saatuaan antaa EKP:lle erityistehtäviä, jotka koskevat luottolaitosten sekä muiden rahoituslaitosten kuin vakuutusyritysten toiminnan vakauden valvontaan liittyvää politiikkaa.

EKP:llä on perustamissopimuksen artiklan 106 mukaan yksinoikeus antaa lupa setelien liikkeeseen laskuun yhteisössä. EKP ja kansalliset keskuspankit voivat laskea liikkeeseen seteleitä. Ainoastaan EKP:n ja kansallisten keskuspankkien liikkeeseen laskemat setelit ovat laillisina maksuvälineinä kelpaavia seteleitä yhteisössä. Jäsenvaltiot voivat laskea liikkeeseen metallirahoja saatuaan EKP:n hyväksymisen liikkeeseen laskettavien kolikoiden määrälle.

Siltä osin kun kyseessä ovat EKPJ:n tehtävät, kansalliset keskuspankit toimivat EKP:n norminantovallan alaisina. EKP:lle on annettu perustamissopimuksen artiklassa 110 säädösvaltaa, jota on tarkennettu EKPJ:n perussäännön artiklassa 34. EKP voi antaa säädöksiä perustamissopimuksen ja perussäännön mukaisesti sikäli kuin säädökset

ovat tarpeen EKPJ:lle kuuluvien tehtävien hoitamiseksi. EKP voi antaa asetuksia (regulations), jotka ovat kaikilta osiltaan velvoittavia ja joita sovelletaan sellaisinaan kaikissa jäsenvaltioissa. Asetukset voivat koskea yhteisön rahapolitiikan määrittelemistä ja toteuttamista (perussäännön artikla 3.1), luottolaitosten vähimmäisvarantoja EKP:ssä tai kansallisissa keskuspankeissa (artikla 19.1) sekä selvitys- ja maksujärjestelmiä (artikla 22). EKP voi myös tehdä sitovia päätöksiä sekä antaa suuntaviivoja ja ohjeita. EKP:n suuntaviivat ovat EKPJ:n sisäisiä oikeudellisia normeja, jotka sitovat euroalueeseen osallistuvia kansallisia keskuspankkeja. Niitä ei voida osoittaa kolmansille osapuolille, eivätkä ne voi suoraan sitoa kolmansia osapuolia, vaan ne edellyttävät kansallista täytäntöönpanoa.

Maksujärjestelmät ja yleisvalvontatehtävät

Maksujärjestelmien osalta EKPJ:n perussäännön artiklassa 22 määrätään, että EKP ja kansalliset keskuspankit voivat tarjota järjestelyjä ja EKP voi antaa asetuksia varmistaakseen selvitys- ja maksujärjestelmien tehokkuuden ja vakauden yhteisön sisällä sekä kolmansien valtioiden kanssa. Maksu- ja selvitysjärjestelmien kehittäjänä EKP ja kansalliset keskuspankit pyrkivät muun muassa varmistamaan rahapolitiikan tehokkaan toteutuksen, pienentämään keskuspankkien omia riskejä sekä edistämään maksuliikkeen moitteetonta toimintaa.

EKP:n ja kansallisten keskuspankkien toiminta maksujärjestelmien yleisvalvojana perustuu nimenomaan EKPJ:n tehtävään maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäjänä. Yleisvalvonnalla (oversight) tarkoitetaan tyypillisesti juuri keskuspankeille soveltuvaa tehtävää eli maksu- ja selvitysjärjestelmien seuraamista kokonaisuutena rahoitusjärjestelmän vakauden ja systeemiriskien ehkäisemisen näkökulmasta.

Osana tätä valvontaa Suomen Pankki osallistuu välillisesti rahanpesun estämiseen. Euroopan keskuspankin neuvoston 1.10.2001 tekemän päätöksen mukaisesti eurojärjestelmä tukee myös kaikkia toimenpiteitä, joilla estetään rahoitusjärjestelmän käyttäminen terrorismin rahoittamiseen. Tämän päämäärän saavuttamiseksi eurojärjestelmä toimii yhteistyössä muiden toimivaltaisten kansainvälisten, eurooppalaisten ja kansallisten instituutioiden ja viranomaisten kanssa.

Paitsi kansallisten maksujärjestelmien yleisvalvojina EKP ja kansalliset keskuspankit ovat myös koko euroalueen kattavien yksityisten suurten maksujen järjestelmien yleisvalvojia. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että ne järjestelmien rakentamisvaiheessa varmistavat

maksujärjestelmien rakenteen, toiminnan ja sääntöjen moitteettomuuden riskien hallinnan kannalta.

Maksujärjestelmien yleisvalvonnan päätavoitteet ovat rahoitusjärjestelmän vakauden ylläpitäminen, tehokkuuden edistäminen ja rahapolitiikan välitysmekanismin turvaaminen. Toimenpiteet, joiden avulla näihin tavoitteisiin pyritään, voidaan jakaa neljään kategoriaan: yleisvalvontapolitiikan määrittäminen, yleisvalvontapolitiikan toteuttaminen, jatkuva yleisvalvonta sekä kriisi- ja ongelmatilanteiden hallinta.

EKP:n neuvosto määrittää yleisen valvontapolitiikan sekä kotimaisille että maasta toiseen suoritettavia maksuja välittäville järjestelmille. Avustavana ja neuvoa-antavana ryhmänä politiikan valmisteluun osallistuu EKPJ:n maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (Payment and Settlement Systems Committee, PSSC). Yleinen valvontapolitiikka kattaa kaikki kysymykset, jotka koskevat rahapolitiikan tehokasta toteuttamista, rahoitusmarkkinoiden vakautta, kilpailun tasapuolisuutta sekä kotimaisia ja maasta toiseen EU:n sisällä suoritettavia maksuja sekä maksuja kolmansiin maihin. Sellaisissa kysymyksissä, joissa nämä näkökohdat ovat vähemmän esillä, vaaditaan vähemmän yhteensovittamista, ja tällöin kansallisille keskuspankeille jää liikkumavaraa subsidiariteettiperiaatteen mukaisesti.

EKP ja kansalliset keskuspankit ovat neuvoston hyväksymän yleisvalvontapolitiikan toteuttajia. Tähän tarkoitukseen EKP voi käyttää ohjeita tai suuntaviivoja, joissa määritetään politiikan toteutuksen yleiset linjat. Tällaisia suuntaviivoja ei ole toistaiseksi annettu. Yleisvalvontapolitiikan toteuttaminen kuuluu kansallisille keskuspankeille silloin, kun on kysymys kotimaisesta järjestelmästä. Kotimaisessa järjestelmässä kaikkien osallistujien tilit sijaitsevat yhdessä yksittäisessä kansallisessa keskuspankissa ja järjestelmä toimii yhden lainsäädännön alaisuudessa. Sen sijaan kansainvälisten maksujärjestelmien (maiden väliset, offshore- ja monivaluuttajärjestelmät) osalta on päädytty ratkaisuun, jossa politiikan toteutusvastuu (eli päävalvojana toimiminen) kuuluu sille kansalliselle keskuspankille, jonka kotimaan lainsäädännön mukaan järjestelmä toimii, ellei EKP:n neuvosto järjestelmän piirteiden pohjalta päätä toisin.

Makrovakauden valvonta

EKPJ:n muihin tehtäviin kuuluu perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 5 mukaan myötävaikuttaa luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvän toimivaltaisten viranomaisten politiikan moitteettomaan harjoittamiseen. Tehtävä on

velvoittava ja koskee koko EKPJ:tä, eikä pelkästään EKP:tä. Tehtävä on myös korostetusti myötävaikuttamista; viime kädessä valvontavastuu on läheisyysperiaatteen mukaisesti kansallisilla viranomaisilla.

Tarvittaessa EU:n neuvosto voi artiklan 105 kohdan 6 mukaan yksimielisesti komission ehdotuksesta ja EKP:tä kuultuaan sekä Euroopan parlamentin puoltavan lausunnon saatuaan antaa EKP:lle myös erityistehtäviä, jotka koskevat luottolaitosten sekä muiden rahoituslaitosten kuin vakuutusyritysten toiminnan vakauden valvontaan liittyviä tehtäviä. Eurojärjestelmälle annetaan myös neuvoa-antava tehtävä sääntelyprosessissa ja järjestelyissä, jotka vaikuttavat rahoitusjärjestelmän vakaustavoitteiden saavuttamiseen.

EKPJ:n pankkivalvontakomitea (Banking Supervision Committee, BSC), joka koostuu kaikkien 15 EU-maan kansallisten keskuspankkien ja pankkivalvontaviranomaisten korkean tason edustajista, avustaa eurojärjestelmää rahoitusjärjestelmän vakauteen ja luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan liittyvien tehtävien suorittamisessa. Pankkivalvontakomitea voi toimia EU-maiden pankkivalvontaviranomaisten välisenä kansainvälisenä keskustelu- ja yhteistyöfoorumina myös sellaisissa asioissa, jotka eivät liity eurojärjestelmän valvontatehtäviin. Pankkivalvontakomitean rooli on siten keskeinen eurojärjestelmän ja valvontaviranomaisten väliseen yhteistyöhön liittyvissä asioissa. Komitea tutkii makrovakauteen liittyviä asioita, seuraa pankki- ja rahoitusjärjestelmien kehitystä ja edistää tietojenvaihtoa eurojärjestelmän ja pankkivalvontaviranomaisten sekä muiden viranomaisten välillä.

Keskuspankeille kuuluvaan maksujärjestelmien yleisvalvontaan verrattuna arvopapereiden selvitysjärjestelmien yleisvalvontatehtävän juridinen pohja on epämääräisempi, ja lainsäädäntö tällä alueella on useassa maassa vasta kehitteillä. EKP:n ja kansallisten keskuspankkien tehtävä arvopapereiden selvitysjärjestelmien ”yleisvalvojana” perustuu ensi sijassa keskuspankkien toimintaan huomattavana selvitysjärjestelmien käyttäjänä ja eräissä jäsenvaltioissa myös selvityspalvelun tarjoajana. Tällä alueella yleisvalvonta tarkoittaa lähinnä seurantaa ja analyysia sekä kriteerien asettamista, ei norminantoa.

Arvopapereiden selvitysjärjestelmillä on huomattava merkitys keskuspankeille, koska näissä järjestelmissä selvitetään keskuspankkiluottoja vastaan saatavat arvo-osuusmuotoiset vakuudet. EKPJ:n tehtävät arvopaperien selvitysjärjestelmien yleisvalvojana voidaan johtaa myös EKPJ:n rahapoliittisista tehtävistä ja arvopaperien selvitysjärjestelmien kytkeytymisestä EKPJ:n yleisvalvonnan piirissä oleviin maksujärjestelmiin sekä yleisestä vakaustehtävästä. EKPJ on lisäksi näiden selvitysjärjestelmien merkittävänä käyttäjänä laatinut

näille selvitysjärjestelmille yhdeksän kriteeriä, joiden täyttymistä seurataan vuosittain. Arvopaperikeskusten väliset linkit on sisällytetty myös EKPJ:n arviointien piiriin. EKPJ:llä ei ole myöskään vielä selvitysjärjestelmien yleisvalvonnan perusdokumenttia, kuten on maksujärjestelmien osalta.

Lähdeluettelo

Euroopan yhteisön perustamissopimus

Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussääntö

Suomen perustuslaki (731/1999)

Suomen Pankista annettu laki (214/1998) ja hallituksen esitys laiksi Suomen Pankista, (HE6/1998)

5.2 Luottolaitoslainsäädäntö

Luottolaitoslainsäädännön piiriin kuuluvia keskeisiä toimijoita ovat talletuspankit, kiinnitysluottopankit sekä muut luottolaitokset kuten rahoitus- ja luottokorttiyhtiöt. Luottolaitosten toimintaa säännellään erityislaeissa, joita ovat luottolaitostoiminnasta annettu laki (1607/1993), liikepankeista ja muista osakeyhtiömuotoisista luottolaitoksista annettu laki (1501/2001), säästöpankkilaki (1502/2001), osuuspankeista ja muista osuuskuntamuotoisista luottolaitoksista annettu laki (1504/2001), kiinnitysluottopankkilaki (1240/1999). hypoteekkiyhdistyksistä annettu laki (936/1978) ja talletuspankin toiminnan väliaikaisesta keskeyttämisestä annettu laki (1509/2001). Luottolaitoksia koskeva erityislainsäädäntö ei ole kuitenkaan oma itsenäinen kokonaisuutensa. Luottolaitosten toiminnan kannalta keskeisiä lakeja ovat lisäksi muun muassa osakeyhtiölaki (734/1978), osuuskuntalaki (1488/2001), kuluttajansuojalaki (38/1978), laki yksityishenkilön velkajärjestelystä, (57/1993), laki yrityksen saneerauksesta (47/1993) sekä laki takauksesta ja vierasvelkapanttauksesta (361/1999).

Laki luottolaitostoiminnasta

Talletuspankkien ja muiden luottolaitosten toimintaa säännellään luottotoiminnasta annetussa laissa (1607/1993, jäljempänä luottolaitoslaki), joka tuli voimaan vuonna 1994. Laki koskee liiketoimintaa (luottolaitostoimintaa), jossa hankitaan takaisinmaksettavia varoja yleisöltä ja jossa näillä varoilla tarjotaan omaan lukuun luottoja ja muuta niihin verrattavaa rahoitusta taikka harjoitetaan yleistä maksujenvälitystä tai lasketaan liikkeeseen sähköistä rahaa. Luottolaitostoimintana ei kuitenkaan pidetä konserniin kuuluvien yritysten sisäistä rahoitusta eikä sellaista rahoitusta, jonka tarkoituksena on pelkästään maksuajan myöntäminen ostajalle myyjän omia tuotteita tai palveluja myytäessä.

Luottolaitos on yritys, jolla on toimilupa luottolaitostoimintaan. Luottolaitoksia ovat talletuspankit, luottoyhteisöt ja maksuliikeyhteisöt. Talletuspankkeja ovat liikepankit, säästöpankit, säästöpankkiosakeyhtiöt, osuuspankit ja osuuspankkiosakeyhtiöt. Talletuspankeille on laissa annettu muihin luottolaitoksiin verrattuna erityisoikeus talletusten vastaanottamiseen yleisöltä. Samalla niiden on kuuluttava

laissa säädettyyn talletussuojarahastoon tallettajien saamisten turvaamiseksi. Luottoyhteisöjä, jotka siis eivät saa vastaanottaa yleisöltä talletuksia, ovat esimerkiksi kiinnitysluottopankit ja Suomen Hypoteekkiyhdistys.

Luottolaitoksen toimiluvan myöntää valtiovarainministeriö. Eduskunnan käsiteltävänä olevassa hallituksen esityksessä 175/2002 vp toimiluvan myöntäminen ehdotetaan siirrettäväksi Rahoitustarkastukselle. Toimilupa voidaan antaa talletuspankin, luottoyhteisön tai maksuliikeyhteisön toimintaan. Luottolaitokselle on myönnettävä toimilupa, jos saadun selvityksen mukaan voidaan varmistua siitä, että luottolaitoksen omistajien ja hallintohenkilöiden luotettavuuden ja sopivuuden perusteella luottolaitosta tullaan johtamaan ammattitaitoisesti sekä terveiden ja varovaisten liikeperiaatteiden mukaisesti. Luottolaitoksen ja muun oikeushenkilön tai luonnollisen henkilön välillä oleva merkittävä sidonnaisuus ei saa estää luottolaitoksen tehokasta valvontaa. Myöskään luottolaitokseen merkittävässä sidonnaisuudessa olevaan luonnolliseen henkilöön tai oikeushenkilöön sovellettavat Euroopan talousalueen ulkopuolisen valtion lait, asetukset tai hallinnolliset määräykset eivät saa estää luottolaitoksen tehokasta valvontaa. Luottolaitoksen pääkonttorin on sijaittava Suomessa.

Talletuspankin ja luottoyhteisön osakepääoman, osuuspääoman tai peruspääoman on oltava vähintään 5 miljoonaa euroa. Maksuliikeyhteisön osake- tai osuuspääoman on oltava vähintään 1 miljoona euroa. Luottolaitokset ovat Rahoitustarkastuksen valvonnassa rahoitustarkastuslain (503/1993) nojalla.

Luottolaitoslaissa säädetään talletuspankin, luottoyhteisön ja maksuliikeyhteisön sallitusta liiketoiminnasta. Luottolaitos saa harjoittaa vain laissa lueteltua ja siihen läheisesti liittyvää toimintaa. Talletuspankki voi vastaanottaa yleisöltä talletuksia ja muita takaisinmaksettavia varoja, tarjota omaan lukuun luottoja tai muuta rahoitusta sekä harjoittaa yleistä maksujenvälitystä ja laskea liikkeeseen sähköistä rahaa.

Talletuspankki saa lisäksi harjoittaa seuraavaa liiketoimintaa ja siihen liittyvää toimintaa:

1) talletusten ja muiden takaisinmaksettavien varojen hankinta yleisöltä
2) muu varainhankinta
3) luotonanto ja rahoitustoiminta sekä muu rahoituksen järjestäminen
4) rahoitusleasing
5) yleinen maksujenvälitys ja muu maksuliike

6) sähköisen rahan liikkeeseenlasku, siihen liittyvä tietojenkäsittely ja tietojen tallentaminen sähköiselle tietovälineelle muun yrityksen lukuun
7) maksujen periminen
8) valuutanvaihto
9) notariaattitoiminta
10) arvopaperikauppa ja muu arvopaperitoiminta
11) takaustoiminta
12) luottotietotoiminta
13) asuntosäästötoimintaan liittyvä asunto-osakkeiden ja -osuuksien sekä omakotikiinteistöjen välitys
14) muu 1–13 kohdassa tarkoitettuihin toimintoihin verrattava toiminta.

Luottoyhteisölle sallittu liiketoiminta eroaa talletuspankille sallitusta liiketoiminnasta siten, että luottoyhteisö ei saa vastaanottaa eikä hankkia talletuksia yleisöltä. Luottoyhteisö saa vastaanottaa yleisöltä muita vaadittaessa takaisinmaksettavia varoja ainoastaan yleisen maksujenvälityksen ja sähköisen rahan liikkeeseenlaskun yhteydessä. Luottoyhteisö voi myös harjoittaa kiinnitysluottopankkitoimintaa, jos sillä on tähän annettu toimilupa.

Maksuliikeyhteisö saa harjoittaa yleistä maksujenvälitystä, muuta maksuliikettä sekä sähköisen rahan liikkeeseenlaskua ja siihen liittyvää tietojen käsittelyä. Maksuliikeyhteisö saa vastaanottaa yleisöltä muita vaadittaessa takaisinmaksettavia varoja ainoastaan yleisen maksujenvälityksen ja sähköisen rahan liikkeeseenlaskun yhteydessä. Maksuliikeyhteisö ei saa myöntää luottoa tai muuta rahoitusta.

Vakavaraisuussäännökset ovat luottolaitoslaissa keskeisiä. Talletuspankin ja luottoyhteisön omien varojen on oltava riittävät suhteessa riskeihin, jotka sisältyvät luottolaitoksen varoihin ja taseen ulkopuolisiin sitoumuksiin. Luottolaitoksen omien varojen määrän tulee kuitenkin olla aina vähintään perustamispääoman suuruiset. Luottoriskin kattamiseksi vaadittavien luottolaitoksen omien varojen määrän on oltava vähintään 8 % pankin riskipainotettujen saamisten, sijoitusten ja taseen ulkopuolisten sitoumusten yhteismäärästä.

Luottolaitoslaissa säädetään myös luottolaitoksen maksuvalmiudesta ja riskien hallinnasta. Talletuspankilla tulee olla kassavaranto, joka on vähintään 10 % pankin kaikista veloista ilman tiettyjä eriä. Luottolaitos ei saa toiminnassaan ottaa niin suurta riskiä, että siitä aiheutuu olennaista vaaraa vakavaraisuudelle. Luottolaitoksen on rajoitettava suuria asiakasriskejä siten, ettei yhdeltä asiakkaalta tai tämän kanssa samaan konsolidointiryhmään kuuluvalta olevat vastuut ylitä 25:tä prosenttia luottolaitoksen omista varoista. Maksuliikeyhteisön

maksuvalmiudesta säädetään erikseen, ja maksuliikeyhteisöllä on oltava omia varoja muista luottolaitoksista poiketen vähintään määrä, joka vastaa 2:ta prosenttia yleistä maksujenvälitystä varten tai sähköisen rahan liikkeeseenlaskun vastaan vastaanotettujen yleisövarojen määrästä.

Talletuspankin on kuuluttava talletussuojarahastoon pankin talletettajien saamisten turvaamiseksi. Talletussuojarahaston säännöt vahvistaa valtiovarainministeriö. Talletussuojarahaston varat kerätään talletuspankeilta vuosittaisina kannatusmaksuina. Kannatusmaksu muodostuu kiinteästä maksusta ja pankin konsolidoituun vakavaraisuuteen perustuvasta maksusta. Maksun määrään vaikuttaa talletussuojan piirissä olevien talletusten määrä. Pankin maksukyvyttömyystilanteessa talletussuojarahaston varoista korvataan tallettajan yhdessä pankissa olevien talletusten pääoma ja korko 25 000 euroon asti. Tämän lisäksi talletussuojarahaston varoista korvataan täysimääräisesti asiakkaan oman asunnon myynnistä saamat varat, jos varat käytetään uuden asunnon hankkimiseen ja ne on talletettu tilille enintään kuusi kuukautta ennen pankin maksukyvyttömyyttä.

Ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa säädetään ulkomaisten luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa annetussa laissa.

Luottolaitoslailla on pantu kansallisesti täytäntöön useita rahoitusmarkkinoita koskevia direktiivejä. Näitä ovat esimerkiksi ns. luottolaitosdirektiivi 2000/12/ETY, ns. talletussuojadirektiivi 94/19/EY ja ns. sähkörahadirektiivi 2000/46/ETY (kts. liite, sivu 297).

Ns. pankkilait

Luottolaitosten toimintaa säännellään luottolaitoslain lisäksi myös ns. pankkilaeissa eli liikepankeista ja muista osakeyhtiömuotoisista luottolaitoksista annetussa laissa, säästöpankkilaissa sekä osuuspankeista ja muista osuuskuntamuotoisista luottolaitoksista annetussa laissa. Nämä lait sisältävät yleisiä yhteisöoikeudellisia säännöksiä täydentävät säännökset muun muassa asianomaista yhteisömuotoa olevan luottolaitoksen perustamisesta, hallinnosta, sulautumisesta, jakautumisesta, purkamisesta ja toiminnan keskeyttämisestä.

Kaikkiin luottolaitosmuotoihin sovelletaan osakeyhtiölakia vastaavia sulautumista koskevia periaatteita. Sulautuminen voidaan toteuttaa joko absorptio- tai kombinaatiosulautumisena. Luottolaitos voi sulautua toiseen yhteisömuodoltaan samanlaiseen luottolaitokseen. Luottolaitokseen voi sulautua myös muu yhteisömuodoltaan samanlaiseen yritys kuin luottolaitos. Sen sijaan yhteisömuodoltaan erilaisten luot-

tolaitosten sulautumiseen liittyy muun muassa sellaisia niiden oman pääoman erilaisesta luonteesta johtuvia ongelmia, ettei tällaisten sulautumisten sallimista ole nähty tarkoituksenmukaiseksi. Eri yhteisömuotojen liiketoimintojen yhdistäminen on kuitenkin mahdollista noudattamalla laissa erikseen säänneltyä liiketoiminnan luovutusmenettelyä. Rahoitustarkastuksella on oikeus kieltää sulautuminen, jos se todennäköisesti vaarantaa vastaanottavan luottolaitoksen toimilupaedellytysten säilymisen.

Luottolaitos voi jakautua kahdeksi tai useammaksi yhteisömuodoltaan samanlaiseksi luottolaitokseksi. Luottolaitos voi jakautua myös siten, että koko liiketoiminta luovutetaan kahdelle tai useammalle aikaisemmin perustetulle luottolaitokselle tai muulle yritykselle. Rahoitustarkastuksella on oikeus laissa säädetyin edellytyksin kieltää luottolaitoksen jakautuminen.

Luottolaitoksen sulautumiseen, jakautumiseen ja liiketoiminnan luovutukseen sovelletaan velkojien kuulemisen yleisiä periaatteita lähtökohtaisesti samalla tavoin kuin osakeyhtiöissä ja osuuskunnissa. Yleisen velkojainkuulumismenettelyn soveltamisen ulkopuolelle on kuitenkin rajattu kaikki tallettajavelkojat. Tallettajiin ei sovelleta yleisiä velkojainsuojaperiaatteita siltäkään osin kuin heidän saatavansa ylittää talletussuojan (25 000 euroa) enimmäisrajan.

Kiinnitysluottopankkilaki

Kiinnitysluottopankit ovat luottolaitoslaissa tarkoitettuja luottoyhteisöjä. Kiinnitysluottopankki saa liiketoimintanaan ainoastaan myöntää kiinteistö- ja julkisyhteisöluottoja sekä harjoittaa tähän läheisesti liittyvää liiketoimintaa. Kiinnitysluottopankin oikeutta omistaa kiinteistöjä, osakkeita ja osuuksia on laissa rajoitettu.

Kiinteistöluotolla tarkoitetaan luottoa, jonka vakuutena on asunto- tai kiinteistöosakeyhtiön osake tai maakaaressa tarkoitettu kiinnityskelpoinen kohde. Julkisyhteisöluotolla tarkoitetaan julkisyhteisölle myönnettyä luottoa, jonka vakuutena on julkisyhteisön takaus tai saaminen julkisyhteisöltä. Kiinnitysluottopankki voi laskea liikkeeseen vakuudellisia joukkovelkakirjalainoja, joiden vakuutena on kiinnitysluottopankin myöntämiä kiinteistöluottoja ja julkisyhteisöluottoja.

Laissa säädetään muun muassa vakuudellisten joukkovelkakirjalainojen ja niiden vakuuksien merkitsemisestä erityiseen rekisteriin, johon tehty merkintä perustaa vakuusoikeuden joukkovelkakirjalainan haltijalle. Lisäksi laissa säädetään vakuuden käyvän arvon vähimmäismäärästä suhteessa joukkovelkakirjalainan nimellisarvoon.

Laki hypoteekkiyhdistyksistä

Hypoteekkiyhdistys on luottolaitos, jonka eritystarkoituksena on myöntää pitkäaikaisia lainoja pääasiassa joko kiinnitysvakuutta tai muuta turvaavaa vakuutta vastaan. Hypoteekkiyhdistyksen jäseniä ovat lainanottajat, joilla ei kuitenkaan ole oikeutta hypoteekkiyhdistyksen omaisuuteen eikä osuutta yhdistyksen tuottamaan voittoon. Jäsenet eivät myöskään vastaa hypoteekkiyhdistyksen sitoumuksista.

Hypoteekkiyhdistyksen jäsenten päättämisvaltaa käyttävät hypoteekkiyhdistyksen kokouksessa läsnä olevat jäsenet. Hypoteekkiyhdistyksen hallintoa hoitavat hallintoneuvosto ja hallitus. Jos hypoteekkiyhdistyksen toiminta lakkaa ja omaisuutta jää jäljelle, ylijäämä on käytettävä hypoteekkiyhdistyksen sääntöjen määräämään tarkoitukseen.

Laki talletuspankin toiminnan väliaikaisesta keskeyttämisestä

Laissa säädetään perusteista, joilla viranomainen voi määrätä talletuspankin toiminnan väliaikaisesti keskeytettäväksi. Talletuspankin toiminta voidaan keskeyttää enintään kuukauden ajaksi, kun pankin taloudellinen asema on laissa tarkoitetulla tavalla siinä määrin heikentynyt, että toiminnan jatkuminen vaarantaisi tallettajien tai muiden velkojien aseman tai rahoitusmarkkinoiden vakauden. Keskeytystä voidaan jatkaa yhteensä enintään kuuden kuukauden ajan. Toiminnan keskeytyksen tarkoituksena on erityisesti sellaisen äkillisen talletuspaon estäminen, joka saattaisi aiheuttaa vaaraa rahiotusmarkkinoiden yleiselle vakaudelle.

Päätöksen toiminnan väliaikaisesta keskeyttämisestä tekee valtiovarainministeriö. Kun pankin toiminta on keskeytetty, Rahoitustarkastuksen tulee asettaa pankkiin asiamies. Pankin on myös laadittava toimenpidesuunnitelma, josta käy ilmi, miten pankki aikoo tervehdyttää taloudellisen asemansa. Pankin toiminnan ollessa keskeytettynä valtiovarainministeriö voi tehdä hakemuksen yrityssaneerausmenettelyn aloittamisesta. Talletuspankki ei saa keskeytysaikana vastaanottaa talletuksia eikä muita takaisinmaksettavia varoja eikä maksaa ennen keskeytyspäätöstä syntynyttä velkaa. Keskeytyspäätöksen oikeusvaikutuksiin sovelletaan lähtökohtaisesti, mitä yrityssaneerauslaissa säädetään.

Lakiin sisältyy lisäksi säännöksiä, joiden mukaan eräistä yhtiöoikeudellisista menettelysäännöistä voidaan keskeytysaikana poiketa pankin tervehdyttämisen nopeuttamiseksi.

Jarkko Karjalainen
Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto

5.3 Arvopaperi- ja johdannaismarkkinalainsäädäntö

Arvopaperi- ja johdannaismarkkinoiden keskeisiä toimijoita ovat Suomen Pankin ja luottolaitosten lisäksi etenkin arvopaperipörssi, optioyhteisö, selvitysyhteisö ja arvopaperikeskus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnasta yleisesti sekä arvopaperipörssistä, selvitysyhteisöstä ja niiden osapuolista erityisesti säädetään arvopaperimarkkinalaissa (495/1989), joka tuli voimaan vuonna 1989. Johdannaismarkkinoista, niillä arvopaperipörssiä vastaavasta optioyhteisöstä (johdannaispörssi) ja optioyhteisön osapuolista säädetään laissa kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988, jäljempänä optiokauppalaki). Tämä laki tuli voimaan 1988. Arvopaperikauppaan ja -selvitykseen olennaisena osana liittyvästä arvopaperien arvo-osuusmuotoisesta säilyttämisestä arvopaperikeskuksessa, arvopaperikeskuksen osapuolista ja arvo-osuusjärjestelmään kuuluvista arvo-osuustileistä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (826/1991) ja arvo-osuustileistä annetussa laissa (827/1991). Erityisesti arvopaperiselvityksen kannalta on merkitystä myös lailla eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (1084/1999).

Arvopaperi- ja johdannaiskaupan keskeisiä osapuolia ovat välittäjät, joita ovat luottolaitokset ja sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa (579/1996) tarkoitetut sijoituspalveluyritykset sekä niitä vastaavat ulkomaiset yhteisöt. Välittäjät toimivat markkinoilla paitsi asiakkaidensa eli institutionaalisten sijoittajien – kuten vakuutusyhtiöiden – ja yksityissijoittajien puolesta myös omaan lukuunsa. Merkitystään alati kasvattava sijoittamistapa ovat sijoitusrahastolaissa (48/1999) tarkoitetut sijoitusrahastot.

Arvopaperi- ja johdannaismarkkinoita koskeva erityislainsäädäntö ei ole itsenäinen kokonaisuutensa. Markkinoiden toiminnan kannalta keskeinen merkitys on esimerkiksi yhteisölainsäädännöllä, kuten siihen kuuluvalla osakeyhtiölailla (734/1978), ja yleisellä esine- ja velvoiteoikeudella.

Arvopaperimarkkinalaki

Arvopaperimarkkinalaki koskee tässä laissa tarkoitettujen arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja selvitystoimintaa sekä julkista kaupan-

käyntiä arvopapereilla. Laki koskee siis siinä tarkoitettua toimintaa siinä tarkoitetuilla arvopapereilla. Lain keskeistä sisältöä ovat arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden, kuten osakeyhtiöiden, ja arvopaperipörssin tai muun julkisen kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämässä arvopaperikaupassa kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuudet, tällaisten arvopaperien haltijoiden tiedonantovelvollisuudet, arvopaperipörssin ja selvitysyhteisön toimintaa ja osapuolia koskevat säännökset sekä arvopaperimarkkinoiden valvontaa koskevat säännökset.

Arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuudet voidaan jakaa karkeasti arvopaperien ensi- ja jälkimarkkinoihin liittyviin velvollisuuksiin. Liikkeeseenlaskijoita koskee paitsi lain yleinen harhaanjohtavan tai totuudenvastaisen markkinoinnin kielto myös velvollisuus laatia ja julkistaa tarjous- tai listalleottoesite silloin, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai kun niiden liikkeeseen laskema arvopaperi on tarkoitus saattaa laissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin, kuten pörssilistakaupankäynnin, kohteeksi. Sen jälkeen kun arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, liikkeeseenlaskijaa sitoo velvollisuus julkistaa viivytyksettä liikkeeseen laskemansa arvopaperin arvoon todennäköisesti vaikuttavat seikat eli ns. jatkuva tiedonantovelvollisuus ja ns. säännöllinen tiedonantovelvollisuus, joka koskee säännöllisin väliajoin julkistettavia katsauksia, kuten osavuosikatsauksia.

Arvopaperin julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottamisen jälkeiseen aikaan liittyvät myös tämän kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien haltijoiden (omistajien) tiedonantovelvollisuudet. Näistä velvollisuuksista keskeisimpiä ovat 5 prosentin tai sitä tietyin ilmoitusvälein ylittävää omistusosuutta koskeva ns. liputusvelvollisuus ja laissa tarkoitettujen tahojen velvollisuus pitää yllä sisäpiirirekisteriä ja tehdä siihen omistuksia koskevia sisäpiiriilmoituksia. Kun julkisen kaupankäynnin kohteena olevasta arvopaperista tehdään julkinen ostotarjous, ostotarjouksen tekijän on julkistettava tarjoustaan koskeva tarjousasiakirja. Velvollisuus julkistaa tarjousasiakirja koskee myös sitä, jonka omistusosuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeiden tuottamista äänistä ylittää kaksi kolmasosaa. Tällaisella omistajalla on laissa säädetty velvollisuus tarjoutua lunastamaan muiden omistajien osakkeet ja niihin osakeyhtiölain mukaisesti mahdollisesti oikeuttavat arvopaperit (lunastusvelvollisuus). Tämä ei kuitenkaan tarkoita samaa kuin osakeyhtiölaissa enemmistön (90 %) omistavalle suotu oikeus vähemmistöosakkaiden osakkeiden lunastamiseen (lunastusoikeus).

Julkisen kaupankäynnin järjestämistä koskevat keskeisesti säännökset arvopaperipörssin perustamisesta, toiminnasta ja osapuolista.

Laissa tarkoitettu julkinen kaupankäynti on jaettu kauppaan arvopaperipörssin pörssilistalla ja muuhun julkiseen kaupankäyntiin. Kaupankäyntiä pörssilistalla voi järjestää ainoastaan arvopaperipörssi sen mukaan kuin laissa sekä sitä alemmanasteisissa säädöksissä ja päätöksissä sekä arvopaperipörssin säännöissä ja mahdollisessa muussa arvopaperipörssin itsesääntelyssä määrätään. Tällä hetkellä Suomessa käydään kauppaa arvopaperipörssin pörssilistalla ainoastaan Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiön (jäljempänä Helsingin Pörssi) Päälistalla. Laissa tarkoitettua muuta julkista kaupankäyntiä voivat järjestää arvopaperipörssin ohella laissa tarkoitetut arvopaperinvälittäjät. Näitä ovat luottolaitoslaissa tarkoitetut luottolaitokset (pankit) ja sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa tarkoitetut sijoituspalveluyritykset (pankkiiriliikkeet) sekä niitä vastaavat ulkomaiset yhteisöt. Tällä hetkellä Suomessa on kuitenkin muuta julkista kaupankäyntiä ainoastaan Helsingin Pörssin ylläpitämillä I-, NM- ja Prelistalla. Helsingin Pörssissä on muuta julkista kaupankäyntiä varten myös Meklarien lista[1]. Arvopaperipörssitoiminnan harjoittaminen edellyttää toimilupaa, jonka myöntäminen, rajoittaminen ja peruuttaminen kuuluvat valtiovarainministeriölle. Valtiovarainministeriön on myös vahvistettava arvopaperipörssin ja muun julkisen kaupankäynnin säännöt. Arvopaperimarkkinalaissa säädetään myös muusta ammattimaisesti järjestetystä ja yleisön käytettävissä olevasta kaupankäyntimenettelystä, joka ei kuitenkaan ole laissa tarkoitettua julkista kaupankäyntiä. Tällaista kaupankäyntiä voivat ylläpitää arvopaperipörssi ja arvopaperinvälittäjät. Sen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita tai näiden arvopaperien haltijoita eivät koske edellä selostetut tiedonanto- ja muut velvollisuudet.

Sijoittajat eivät voi itse suoraan osallistua esimerkiksi arvopaperipörssissä tapahtuvaan arvopaperikauppaan, vaan joutuvat käyttämään apuna arvopaperinvälittäjää, luottolaitosta tai sijoituspalveluyritystä. Sama koskee myös esimerkiksi arvopaperipörssissä tehtyä arvopaperikauppaa seuraavaa arvopaperiselvitystä selvitysyhteisössä ja sijoittajien puolesta toimivia selvitysosapuolia. Sijoittajat eivät yleensä voi itse osallistua arvopaperikauppojensa selvitykseen, vaan heidän puolestaan toimivat erityiset selvitysosapuolet. Selvityksessä määritetään ja toteutetaan arvopaperikaupan osapuolten kaupasta johtuvat velvollisuudet (arvopaperien toimittaminen ja maksaminen). Arvopaperinvälittäjät voivat tietyin edellytyksin toimia myös selvitysosapuolina. Arvopaperimarkkinalaki sisältää arvopaperipörssin ja selvitysyhteisön

[1] Valtiovarainministeriö vahvisti 3.6.2002 Meklarien listaa koskevat säännöt, mutta kaupankäyntiä ko. listalla ei kuitenkaan oltu kirjaa kirjoitettaessa vielä aloitettu.

toiminnan perusnormien, kuten toimilupaan, sääntöihin ja selvitysyhteisön toiminnan turvaamiseen liittyvien kysymysten, lisäksi perusnormit osapuolioikeuksien myöntämisestä, rajoittamisesta ja peruuttamisesta sekä selvitysosapuolen aseman turvaamisesta. Selvitysyhteisön toimiluvan myöntää ja säännöt vahvistaa valtiovarainministeriö. Ainoa Suomessa toimiva selvitysyhteisö on Suomen Arvopaperikeskus. Laki sisältää myös säännökset menettelytavoista arvopaperimarkkinoilla. Menettelytapasäännökset koskevat etenkin sijoittajien puolesta toimivia arvopaperinvälittäjiä.

Arvopaperimarkkinoiden valvonta on arvopaperipörssin, selvitysyhteisön, viranomaisten ja osittain arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa tarkoitetun arvopaperikeskuksen yhteistoimintaa. Arvopaperipörssi ja selvitysyhteisö valvovat itse piirissään tapahtuvaa toimintaa. Tämän lisäksi Rahoitustarkastus toimii markkinoiden yleisenä valvojana. Sille kuuluu valvoa paitsi arvopaperipörssiä ja selvitysyhteisöä sekä niiden osapuolia myös esimerkiksi liikkeeseenlaskijoita ja niiden liikkeeseen laskemien arvopaperien haltijoita. Rahoitustarkastuksen valvonta on siis laajempaa kuin julkisuudessa usein esiin tuleva liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden tai sisäpiiriasioiden valvonta. Rahoitustarkastus antaa myös lausuntoja erinäisissä valtiovarainministeriön toimivaltuuksiin kuuluvissa asioissa. Näiden lisäksi valtiovarainministeriöllä ja Suomen Pankilla on oma roolinsa markkinoiden valvojina. Valtiovarainministeriön rooli painottuu erinäisiin lupa- ja sääntövahvistusprosesseihin. Suomen Pankin vaikutus välittyy markkinoille erinäisiin lupa-asioihin liittyvien lausuntojen ja arvopaperimarkkinoihin elimellisesti kytkeytyvän maksujärjestelmän kautta.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää myös säännökset sen tiettyjen säännösten soveltamisesta johdannaissopimuksiin. Arvopaperimarkkinalaissa on säännöksiä myös tiettyjen arvopaperimarkkinoilla moitittavien tekojen rangaistavuudesta. Vakavimpien tekojen rangaistavuutta koskevat säännökset ovat kuitenkin rikoslain (39/1889) luvussa 51 arvopaperimarkkinarikoksista.

Arvopaperimarkkinalakia täydentävät valtiovarainministeriön siinä olevien valtuutussäännösten perusteella antamat asetukset ja Rahoitustarkastuksen valvottavia sitovat määräykset. Valtiovarainministeriön asetuksia on annettu mm. tarjousesitteestä, listalleottoesitteestä ja arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Rahoitustarkastuksen valvottavilleen antamat määräykset koskevat muun muassa arvopaperinvälittäjien kaupparaportointivelvollisuutta ja sisäpiirirekistereitä ja -ilmoituksia.

Arvopaperimarkkinalailla ja sen nojalla annetuilla valtiovarainministeriön asetuksilla ja päätöksillä on saatettu kansallisesti voimaan useita rahoitusmarkkinoita koskevia direktiivejä. Tällaisia direktiivejä

ovat esimerkiksi niin sanotut tarjousesitedirektiivi 89/298/ETY, listalleottoesitedirektiivi 80/390/ETY, listalleottodirektiivi 79/279/ETY, säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskeva direktiivi 82/121/ETY ja liputusdirektiivi 88/627/ETY. Lailla on myös saatettu kansallisesti osittain voimaan esimerkiksi sijoituspalveludirektiivi 93/22/ETY ja sisäpiiridirektiivi 89/592/ETY. Direktiivit 79/279/ETY, 80/390/ETY, 82/121/ETY ja 88/627/ETY muutoksineen on nykyisin yhdistetty direktiiviksi 2001/34/EY.

Optiokauppalaki

Arvopaperimarkkinalakia lähinnä vastaava yleislaki vakioitujen johdannaissopimusten markkinoilla on optiokauppalaki. Se koskee optioyhteisössä (johdannaispörssissä) käytävää kauppaa ja selvitystä sen säännöissä vakioiduilla optioilla ja termiineillä. Laki kattaa optioyhteisön perustamista ja toimintaa ja sen osapuolia koskevat säännökset. Optioyhteisön toimiluvan myöntää ja sen säännöt vahvistaa valtiovarainministeriö. Kuten arvopaperien julkisessa kaupankäynnissä, sijoittajat joutuvat yleensä käyttämään vakioitujen johdannaissopimusten kaupassa ja selvityksessä apunaan välittäjiä. Optioyhteisö voi myöntää välittäjän oikeudet järjestämäänsä toimintaan samoin edellytyksin kuin arvopaperipörssi omaan toimintaansa. Suomessa on ainoastaan yksi optioyhteisö, jota ylläpitää Helsingin Pörssi.

Arvopaperimarkkinalain tavoin optiokauppalaki sisältää myös säännöksiä optioyhteisössä tapahtuvan toiminnan valvonnasta. Optioyhteisö valvoo piiriinsä kuuluvaa toimintaa ja sen osapuolia ja Rahoitustarkastus sekä optioyhteisöä että siinä toimivia. Tietyissä erityistilanteissa valtiovarainministeriön on pyydettävä toimivaltaansa kuuluvissa asioissa lausuntoa Rahoitustarkastuksen ohella myös Suomen Pankilta ja Energiamarkkinavirastolta.

Optiokauppalaissa on säännöksiä myös johdannaismarkkinarikoksista ja -rikkomuksista. Tiettyihin tekoihin sovelletaan kuitenkin rikoslain luvun 51 säännöksiä arvopaperimarkkinarikoksista.

Optiokauppalailla on yhtymäkohtia sijoituspalveludirektiiviin 93/22/ETY.

Arvo-osuusjärjestelmästä ja arvo-osuustileistä annetut lait

Arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua julkista kauppaa käydään käytännössä arvo-osuusjärjestelmästä annetussa laissa (jäljempänä järjestelmälaki) tarkoitetuilla arvo-osuuksilla. Erilaisten arvopaperien liit-

tämisestä arvo-osuusjärjestelmään on säännöksiä yleisessä yhteisölainsäädännössä, kuten osakeyhtiölaissa, ja itse järjestelmälaissa. Arvo-osuuksista ei anneta osaketta tai muuta arvopaperia. Tällainen fyysisten arvopaperien dematerialisointi palvelee etenkin massaluonteista arvopaperien vaihdantaa, kuten arvopaperikauppaa arvopaperipörssissä ja näiden kauppojen selvitystä selvitysyhteisössä. Arvo-osuuksista pidettävät arvo-osuustilit ja luettelot arvo-osuuksien omistajista muodostavat arvo-osuusjärjestelmän. Arvo-osuustileistä, niille kirjatuista arvo-osuuksista sekä arvo-osuustileihin ja arvo-osuuksiin kohdistuvista oikeuksista ja velvollisuuksista pidetään rekisteriä, jota kutsutaan arvo-osuusrekisteriksi. Arvo-osuusrekisteristä ja tietyistä muista arvo-osuusjärjestelmän yhteisistä tehtävistä huolehtii siihen valtiovarainministeriöltä toimiluvan saanut arvopaperikeskus. Suomessa arvopaperikeskuksen tehtäviä hoitaa Suomen Arvopaperikeskus (APK), joka on myös Suomen ainoa selvitysyhteisö.

Järjestelmälain keskeistä sisältöä ovat arvopaperikeskuksen perustamista, toimintaa ja osapuolia koskevat säännökset. Laissa säädetään myös ns. kirjausrahastosta, jolla turvataan arvopaperikeskuksen osapuolten, tilinhoitajayhteisöjen, toiminnasta aiheutuvan vahingonkorvausvastuun täyttäminen. Arvopaperikeskuksen osapuolet, tilinhoitajayhteisöt, ovat kirjausrahaston muodostaman yhteisvastuujärjestelmän kautta toissijaisesti vastuussa yksittäisen tilinhoitajayhteisön toiminnassaan aiheuttamien vahinkojen korvaamisesta. Ensisijainen vastuu on luonnollisesti tilinhoitajayhteisöllä. Arvopaperikeskuksen toimiluvan myöntää valtiovarainministeriö. Valtiovarainministeriö vahvistaa myös arvopaperikeskuksen säännöt. Tilinhoitajayhteisöjen oikeudet myöntää arvopaperikeskus lain ja omien sääntöjensä mukaisesti. Tilinhoitajayhteisöillä voi olla myös asiamiehiä. Yksittäiset sijoittajat eivät yleensä voi toimia tilinhoitajayhteisöinä tai tilinhoitajayhteisön asiamiehinä.

Järjestelmälaissa säädetään arvo-osuusjärjestelmästä, arvo-osuusrekisteristä ja arvopaperikeskuksesta sekä niihin liittyvistä kysymyksistä. Arvo-osuustileistä annetun lain (jäljempänä tililain) keskeistä sisältöä puolestaan ovat arvo-osuusrekisterissä pidettävät erilaiset arvo-osuustilit ja niille tehtyjen merkintöjen, kirjausten, oikeusvaikutukset sekä tilejä pitävien tilinhoitajayhteisöjen ja niiden asiamiesten korvausvastuu. Laissa on myös säännöksiä siitä, ketkä voivat tehdä tilinhoitajayhteisöille tai niiden asiamiehille hakemuksia kirjausten tekemiseksi. Erilaisia arvo-osuustilejä ovat omistajakohtaiset tilit, omaisuudenhoitotilit ja kaupintatilit. Omistajakohtainen tili on tili, jolle kirjataan yksittäisen arvo-osuuksien omistajan, tilinhaltijan, omistuksia ja tiettyjä muita kirjauksia, kuten tiliin kohdistuvia panttauksia ja ulosmittauksia. Omaisuudenhoitotili on tili, jolle voidaan kirjata yh-

den tai useamman ulkomaalaisen tai ulkomaisen yhteisön omistuksessa olevia arvo-osuuksia ja jonka tilinhaltijaksi merkitään muu kuin tilillä olevien arvo-osuuksien omistaja. Omaisuudenhoitotili yleensä myös hallintarekisteröidään, jolloin arvo-osuusrekisterissä pidettäviin omistajaluetteloihin merkitään omistajan tilalle hallintarekisteröinnin hoitaja, omaisuudenhoitotilin tilinhaltija. Hallintarekisteröinnistä säädetään järjestelmälaissa. Kaupintatilit liittyvät selvitysyhteisössä tapahtuvan arvopaperikaupan selvityksen helpottamiseen. Myös kaupintatili voidaan hallintarekisteröidä.

Arvo-osuusjärjestelmän valvonta on järjestetty samalla tavoin kuin muukin arvopaperimarkkinoiden toiminnan valvonta. Arvopaperikeskukseen liittyvää toimintaa valvoo sääntöjensä puitteissa itse arvopaperikeskus, minkä lisäksi arvopaperikeskuksen ja sen osapuolten toimintaa valvoo myös Rahoitustarkastus. Vaikka arvopaperikeskuksen toimiluvan myöntää ja sen säännöt vahvistaakin valtiovarainministeriö, Suomen Pankilla on huomattava rooli arvo-osuusjärjestelmän toiminnassa. APK:ssa tapahtuva selvitystoiminta toteutetaan keskuspankkirahassa. Keskuspankkirahan ehdot määrää Suomen Pankki. Valtiovarainministeriön on Rahoitustarkastuksen lausunnon lisäksi pyydettävä lausuntoa Suomen Pankilta tietyssä keskeisessä arvo-osuusjärjestelmää koskevassa päätöksenteossa.

Laki sijoituspalveluyrityksistä

Laki sijoituspalveluyrityksistä (jäljempänä sijoituspalveluyrityslaki) koskee laissa tarkoitettujen sijoituspalvelujen ammattimaista tarjoamista varsinaisena elinkeinotoimintana. Laissa tarkoitettuja sijoituspalveluja ovat arvopaperinvälitys, markkinatakaus, arvopaperikaupinta, emission takaaminen, emission järjestäminen ja omaisuudenhoito. Toimiluvan saaneiden sijoituspalveluyritysten (pankkiiriliikkeiden) lisäksi laissa tarkoitettuja sijoituspalveluja saavat tarjota vain luottolaitoslaissa tarkoitetut luottolaitokset (pankit) ja näitä vastaavat ulkomaiset yhteisöt. Sijoituspalveluyrityslaki koskee erityisesti tällaista toimintaa varten perustettavia sijoituspalveluyrityksiä ja se on luottolaitoksia koskevaa luottolaitoslakia lähinnä vastaava laki. Sijoituspalveluyrityslain keskeistä sisältöä ovat sijoituspalveluyrityksen toimintaan, siihen tarvittavan toimiluvan myöntämiseen, toiminnan rajoittamiseen ja toimiluvan peruuttamiseen liittyvät säännökset sekä myös sijoituspalveluyritysten vakavaraisuutta ja riskien hallintaa koskevat säännökset. Laki sisältää myös säännökset kotimaisten sijoituspalveluyritysten mahdollisuuksista tarjota sijoituspalveluja Euroopan talousalueella sijoituspalveludirektiivin 93/22/ETY mukaisen ns. yh-

den toimiluvan periaatteen mukaisesti. Ulkomaisten sijoituspalveluyritysten mahdollisuudesta toimia Suomessa säädetään laissa ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (580/1996). Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa toimiluvan saanut ulkomainen sijoituspalveluyritys ei tarvitse toimintaansa varten Suomessa myönnettyä toimilupaa toisin kuin muista maista tulevat sijoituspalveluyritykset.

Sijoituspalveluyrityslaissa säädetään myös sijoittajien korvausrahastosta. Sijoituspalveluyritykset ja sijoituspalveluja tarjoavat luottolaitokset kartuttavat maksamillaan kannatusmaksuilla erityistä sijoittajien korvausrahastoa. Kannatusmaksuvelvollisuus koskee tietyissä tapauksissa myös ulkomaisten sijoituspalveluyritysten Suomessa sijaitsevia sivuliikkeitä ja ulkomaisten luotto- ja rahoituslaitosten Suomessa sijaitsevia sivukonttoreita. Korvausrahasto on perustettu turvaamaan ei-ammattimaisten sijoittajien sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen hallussa tai hallinnoitavina olevia selviä ja riidattomia saamisia. Yksittäinen sijoittaja voi saada rahastosta kuitenkin korkeintaan yhdeksän kymmenesosaa yhdeltä sijoituspalveluyritykseltä tai luottolaitokselta olevista saamisistaan. Korvauksen määrää on rajoitettu myös siten, että korvausta voi saada kuitenkin enintään 20 000 euroa. Laissa on säännöksiä myös siitä, mistä rahastosta sijoittajien varat korvataan, jos kysymykseen saattaisi tulla useampikin eri korvausrahasto, kuten luottolaitoslaissa tarkoitettu talletussuojarahasto.

Sijoituspalveluyrityksen toimiluvan myöntää valtiovarainministeriö. Eduskunnassa käsiteltävänä olevassa hallituksen esityksessä 175/2002 vp toimiluvan myöntäminen ehdotetaan kuitenkin siirrettäväksi Rahoitustarkastukselle. Se myös vahvistaa sijoittajien korvausrahaston säännöt ja rahastolle vuosittain maksettavien kannatusmaksujen yhteismäärän. Kutakin kannatusmaksuvelvollista sijoituspalveluyritystä tai luottolaitosta koskevan vuosittaisen maksun määrää sijoittajien korvausrahaston hallitus.

Sijoituspalveluyrityslaki perustuu pääosin sijoituspalveludirektiiviin 93/22/ETY. Laissa sijoittajien korvausrahastoa koskevat säännökset perustuvat osittain ns. korvausrahastodirektiiviin 97/9/EY.

Sijoitusrahastolaki

Sijoitusrahastolaki koskee laissa tarkoitetun rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön harjoittamaa toimintaa sekä tietynlaisten ulkomaisten yhteissijoitusyrityksen osuuksien markkinoimista yleisölle Suomessa. Lain mukaan sijoitusrahastotoiminnan harjoittamista varten on saatava rahastoyhtiön toimilupa. Sijoitusrahastotoiminta on varojen hankki-

mista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten, näiden varojen sijoittamista pääasiassa sijoituspalveluyrityslaissa tarkoitettuihin sijoituskohteisiin ja sijoitusrahaston hallintoa. Sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja ja sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita. Tämä tarkoittaa karkeistaen sitä, että yleisövarojen kerääminen erityiseen sijoitusrahastoon ja kerättyjen varojen hoito ja muu siihen liittyvä toiminta on luvanvarainen elinkeino. Sijoitusrahasto on tietynlainen osuudenomistajien omistama varallisuusmassa. Rahastoyhtiö ei omista sijoitusrahastoon kerättyjä varoja. Se kuitenkin tekee oikeustoimia sijoitusrahaston puolesta. Rahastoyhtiön toimiluvan myöntää valtiovarainministeriö. Se myöntää myös laissa tarkoitetun säilytysyhteisön toimiluvan. Säilytysyhteisö säilyttää sijoitusrahaston varoja ja valvoo omalta osaltaan, että rahastoyhtiö noudattaa toiminnassaan sijoitusrahastolakia, sen perusteella annettuja viranomaismääräyksiä ja sijoitusrahaston sääntöjä. Säilytysyhteisöinä voivat toimia myös luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset sekä niitä vastaavien, Euroopan talousalueella toimiluvan saaneiden yhteisöjen Suomessa sijaitsevat sivukonttorit ja -liikkeet. Rahasto-osuudet voidaan myös liittää arvo-osuusjärjestelmään.

Sijoitusrahastolain keskeistä sisältöä ovat rahastoyhtiön toimilupaan, toimintaan ja toimiluvan peruuttamiseen liittyvät säännökset, kunkin sijoitusrahaston omistajien – eli rahasto-osuuden omistajien – oikeuksiin ja velvollisuuksiin liittyvät säännökset, sijoitusrahaston varojen sijoittamissäännökset sekä säännökset rahasto-osuuksien markkinoinnista ja rahastoyhtiön tiedonantovelvollisuudesta. Lain mukaan sijoitusrahastosta on muun muassa laadittava asetuksella tarkemmin säännelty rahastoesite. Laissa ja sen nojalla annetuissa asetuksissa on myös säännöksiä esimerkiksi rahastoyhtiön, laissa tarkoitetun säilytysyhteisön ja sijoitusrahaston tilinpäätöksestä.

Laki perustuu suurelta osin sijoitusrahastodirektiiviin 85/611/ETY. Laissa säädetään kuitenkin muistakin kuin direktiivin mukaisista sijoitusrahastoista eli erikoissijoitusrahastoista. Keskeisimpiä sijoitusrahastoja ja erikoissijoitusrahastoja koskevia eroja ovat varojen sijoittamista ja rahastosta annettavia tietoja koskevat säännökset. Tavallisissa sijoitusrahastoissa on noudatettava sijoitusrahastodirektiivin mukaisia sijoitusrajoituksia, kun taas erikoissijoitusrahastoissa voidaan poiketa niistä. Toisin kuin tavallisesta sijoitusrahastosta rahastoyhtiön on julkistettava erikoissijoitusrahastosta rahastoesitteen lisäksi yksinkertaistettu rahastoesite ja puolivuotiskatsauksen lisäksi neljännesvuosikatsauksia. Tavallisen sijoitusrahaston säännöt vahvistaa Rahoitustarkastus, kun taas erikoissijoitusrahaston säännöt vahvistaa valtiovarainministeriö.

Rahastoyhtiöt voivat markkinoida hallinnoimiaan sijoitusrahastodirektiivin mukaisia sijoitusrahastoja muissa Euroopan talousalueeseen kuuluvissa maissa ilman näissä maissa mahdollisesti vaadittavaa markkinointilupaa. Tämä ei koske erikoissijoitusrahastoja. Sijoitusrahastolaki sisältää myös säännökset sen varalle, että ulkomaisia kotimaansa lainsäädännön mukaisia sijoitusrahastoja, sijoitusrahastolaissa tarkoitettuja yhteissijoitusyrityksiä, halutaan markkinoida Suomessa. Euroopan talousalueeseen kuuluvasta valtiosta tulevien, direktiivin mukaisten yhteissijoitusyritysten markkinointi Suomessa ei edellytä suomalaisten viranomaisten siihen myöntämää markkinointilupaa. Haluttaessa tarjota muita ulkomaisia yhteissijoitusyrityksiä lupa kuitenkin tarvitaan. Markkinointiluvan myöntää valtiovarainministeriö. Sijoitusrahastodirektiiviä on muutettu viimeksi vastikään julkaistuilla direktiiveillä 2001/107/EY ja 2001/108/EY. Direktiivit muuttavat sijoitusrahastojen alaa ja rahastoyhtiötä koskevaa sääntelyä. Näitä direktiivejä ei ole kuitenkaan vielä saatettu kansallisesti voimaan.

Rahastoyhtiöiden ja säilytysyhteisöjen toimintaa sekä ulkomaisten yhteissijoitusyritysten markkinointia Suomessa valvoo Rahoitustarkastus.

5.4 Rahoitusmarkkinalainsäädännön tulevaisuudennäkymiä – rahoituspalveluja koskeva toimintasuunnitelma

Euroopan unionissa on vireillä useita kansalliseen rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntöön vaikuttavia lainsäädäntöhankkeita. Hankkeet sisältyvät Eurooppa-neuvoston Kölnissä kesällä 1999 hyväksymään Euroopan komission laatimaan rahoituspalveluja koskevaan toimintasuunnitelmaan[2] (*Financial Services Action Plan, FSAP*). Komissio valmisteli toimintasuunnitelman Eurooppa-neuvoston Cardiffissa kesällä 1998 antaman kehotuksen mukaisesti. Eurooppa-neuvosto katsoi Cardiffissa, että komission tulisi laatia pikimmiten toimintaohjelma, jolla parannetaan yhtenäismarkkinoiden toimintaa rahoituspalvelujen alalla. Tuolloin nähtiin, että unionin rahoitusmarkkinat olivat vuosia kestäneistä ponnisteluista huolimatta edelleen hajanaiset. Euron käyttöönotossa nähtiin mahdollisuus luoda unionille nykyaikainen rahoitusjärjestelmä, jossa pääomakustannukset olisivat mahdollisimman pienet ja rahoituksen välitys vähäistä.

[2] Rahoitusmarkkinoiden puitteiden toteuttaminen: Toimintasuunnitelma. KOM(1999)232, 11.5.1999.

Rahoituspalveluja koskevassa toimintasuunnitelmassa, jonka edistymistä seurataan puolivuosittain[3], hahmotellaan ne komission toimet, joiden toteuttamisesta komissio tekee päätökset vallitsevien olosuhteiden pohjalta. Euroopan parlamentti ja jäsenvaltioiden ministereistä koostuva Ecofin-neuvosto ovat vahvistaneet toimintasuunnitelman.

Toimintasuunnitelman mukaisiin strategisiin tavoitteisiin kuuluvat muun muassa voimassa olevat tarjous- ja listalleottodirektiivit korvaava esitedirektiivi, voimassa olevat säännöllistä tiedonanto- ja liputusvelvollisuutta koskevat säännökset korvaava direktiivi tiedonantovelvollisuudesta, voimassa olevan sisäpiiridirektiivin ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset korvaava direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä ja voimassa olevaa sijoituspalveludirektiiviä muuttava direktiivi. Näiden lisäksi strategisiin tavoitteisiin sisältyy myös muun muassa tilinpäätösinformaatiota, rahoitusvakuusjärjestelyjä ja yritysvaltausten sääntelyä koskevia direktiivejä.

Rahoitusvakuusjärjestelyjä koskeva direktiivi on jo hyväksytty. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2002/47/EY rahoitusvakuusjärjestelyistä on saatettava voimaan Suomessa viimeistään joulukuussa 2003. Valmistelun loppusuoralla on direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä. Direktiivi on saatettava jäsenvaltioissa voimaan 18 kuukauden kuluessa sen julkaisemisesta Euroopan yhteisöjen virallisessa lehdessä. Tarkistetun aikataulun mukaan markkinoiden väärinkäyttö koskevan direktiiviehdotuksen[4] kanssa samanaikaisesti eli 30.5.2001 annettu ehdotus uudeksi esitedirektiiviksi[5] hyväksyttäneen vuoden 2003 alkupuolella. Ehdotukset neljännen ja seitsemännen yhtiöoikeudellisen direktiivin uudistamiseksi (kirjanpitosäännökset) on annettu kesällä 2002[6]. Komissio on antanut yritysvaltauksia koskevan direktiiviehdotuksen 2.10.2002.[7] Ehdotukset uudeksi tiedonantovelvollisuusdirektiiviksi ja sijoituspalveludirektiivin muutokseksi annettaneen loppuvuodesta 2002.

---

[3] Komissio on viimeksi 3.6.2002 julkistanut kuudennen kertomuksen rahoituspalveluja koskevasta toimintasuunnitelmasta. KOM(2002) 267.

[4] Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö). KOM(2001) 281, 30.5.2001.

[5] Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä. KOM(2001) 280, 30.5.2001.

[6] Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden sekä vakuutusyritysten tilinpäätöksistä ja konsolidoiduista tilinpäätöksistä annettujen neuvoston direktiivien 78/660/ETY, 83/349/ETY ja 91/674/ETY muuttamisesta. KOM(2002) 259/2, 9.7.2002 (korvaa 28.5.2002 annetun ehdotuksen KOM(2002) 259).

[7] Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi julkisesta ostotarjouksesta KOM (2002) 534, 2.10.2002.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita ja eräitä muita yhtiöitä koskee myös 6.6.2002 hyväksytty Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2002/3626 kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IAS) soveltamisesta. Asetuksen mukaisesti listayhtiöiden ja eräiden muiden yhtiöiden on laadittava konsernitilinpäätöksensä IAS-standardien (*International Accounting Standard*) mukaisesti vuodesta 2005 lähtien tietyin poikkeuksin. Jäsenvaltiot voivat vaatia myös muita kuin asetuksen soveltamisalaan kuuluvia yhtiöitä laatimaan tilinpäätöksensä standardien mukaisesti. Lisäksi ne voivat ulottaa standardit koskemaan myös yhtiökohtaisia tilinpäätöksiä, eikä pelkästään konsernitilinpäätöksiä.

Euroopan unionissa on valmisteilla myös finanssikonglomeraattien valvontaa koskeva direktiivi, joka julkaistaneen Euroopan yhteisöjen virallisessa lehdessä vuonna 2003. Direktiivi on saatettava jäsenvaltioissa voimaan 18 kuukauden kuluessa sen julkaisemisesta. Merkittävin direktiivistä aiheutuva muutos ovat rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annettuun lakiin lisättävät säännökset ryhmittymän pääomavaatimuksista.

Liite

Rahoitusmarkkinoita koskevaa Suomen lainsäädäntöä

Laki Suomen Pankista (214/1998)
Rahoitustarkastuslaki (503/1993)
Laki Vakuutusvalvontavirastosta (78/1999)
Laki rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta (44/2002)
Laki luottolaitostoiminnasta (1607/1993)
Laki liikepankeista ja muista osakeyhtiömuotoisista luottolaitoksista (1501/2001)
Säästöpankkilaki (1502/2001)
Laki osuuspankeista ja muista osuuskuntamuotoisista luottolaitoksista (1504/2001)
Laki ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa (1608/1993)
Kiinnitysluottopankkilaki (1240/1999)
Laki hypoteekkiyhdistyksistä (936/1978)
Laki panttilainauslaitoksista (1353/1992)
Laki valtion vakuusrahastosta (379/1992)
Laki talletuspankin toiminnan väliaikaisesta keskeyttämisestä (1509/2001)
Arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
Sijoitusrahastolaki (48/1999)
Kiinteistörahastolaki (1173/1997)
Laki sijoituspalveluyrityksistä (579/1996)
Laki ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (580/1996)
Laki arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991)
Laki arvo-osuustileistä (827/1991)
Laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (1084/1999)
Osakeyhtiölaki (734/1978)
Osuuskuntalaki (1488/2001)
Kaupparekisterilaki (129/1979)
Kirjanpitolaki (1336/1997)
Tilintarkastuslaki (936/1994)
Kuluttajansuojalaki (38/1978)
Velkakirjalaki (622/1947)
Laki takauksesta ja vierasvelkapanttauksesta (361/1999)
Vekselilaki (242/1932)
Shekkilaki (244/1932)
Korkolaki (633/1982)

Tilisiirtolaki (821/1999)
Laki saatavien perinnästä (513/1999)
Laki yksityishenkilön velkajärjestelystä (57/1993)
Laki yrityksen saneerauksesta (47/1993)
Konkurssisääntö (9.11.1868)

Rahoitusmarkkinoita koskevaa yhteisölainsäädäntöä

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta (2000/12/EY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi luottolaitosten tervehdyttämisestä ja likvidaatiosta (2001/24/EY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rajojen yli suoritettavista tilisiirroista (97/5/ETY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnan aloittamisesta, harjoittamisesta ja toiminnan vakauden valvonnasta (2000/46/EY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä (98/26/EY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi talletusten vakuusjärjestelmistä (94/19/EY)

Neuvoston direktiivi pankkien ja muiden rahoituslaitosten tilinpäätöksestä ja konsolidoidusta tilinpäätöksestä (86/635/ETY)

Neuvoston direktiivi rahoitusjärjestelmän rahanpesutarkoituksiin käyttämisen estämisestä (91/308/ETY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä niihin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta (2001/34/EY)

Neuvoston direktiivi arvopapereita yleisölle tarjottaessa julkistettavan tarjousesitteen laatimista, tarkastusta ja levittämistä koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta (89/298/ETY)

Neuvoston direktiivi sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta (89/592/ETY)

Neuvoston direktiivi arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (85/611/ETY)

Neuvoston direktiivi sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla (93/22/ETY)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sijoittajien korvausjärjestelmästä (97/9/EY)

Neuvoston direktiivi sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävyydestä (93/6/ETY)

Luku 6
Rahoitusmarkkinoiden valvonta

Kimmo Virolainen – Kirsi Ripatti – Tommi Orpana

6 Rahoitusmarkkinoiden valvonta 302
6.1 Suomen Pankin tehtävät 302

Kimmo Virolainen
Rahoitusmarkkinaosasto
6.1.1 Rahoitusmarkkinoiden makrovakauden valvonta Suomen Pankissa 302
Lähdeluettelo 311

Kirsi Ripatti
Rahoitusmarkkinaosasto
6.1.2 Yleisvalvonta 312
Lähdeluettelo 318

Tommi Orpana
Rahoitustarkastus, luottolaitososasto
6.2 Rahoitustarkastuksen rooli ja tehtävät Suomen rahoitusjärjestelmän valvonnassa – valvojan näkökulma ...319
6.2.1 Valvonnan tavoitteet ja valvojien tehtävät 319
6.2.2 Rahoitustarkastus organisaationa 324
6.2.3 Valvonnan alueet 326
6.2.4 Käytännön valvontatyö 332
6.2.5 Rahoitustarkastuksen valtuudet ja sanktiot 338
6.2.6 Rahoitustarkastuksen sääntelytoiminta 340
6.2.7 Tulevaisuudennäkymiä 343
Lähdeluettelo 345
Liite 346

6 Rahoitusmarkkinoiden valvonta

6.1 Suomen Pankin tehtävät

Kimmo Virolainen
Rahoitusmarkkinaosasto

6.1.1 Rahoitusmarkkinoiden makrovakauden valvonta Suomen Pankissa

Tehtäviä, joita keskuspankki suorittaa rahoitusjärjestelmän vakauden ja tehokkuuden edistämiseksi, on ryhdytty kutsumaan makrovakauden valvonnaksi tai yleisvalvonnaksi.[1] Vakaa ja luotettava rahoitusjärjestelmä on tärkeä perusedellytys vakaalle ja suotuisalle yleiselle taloudelliselle kehitykselle. Lisäksi rahoitusjärjestelmän vakaudella on suuri merkitys rahapolitiikan harjoittamiselle.

Makrovakauden valvontatehtävällä viitataan yleensä keskuspankkien vakaustehtävään erityisesti pankkisektorin osalta. Myös markkinoiden säännöllinen seuranta ja analyysi vakauden ja tehokkuuden näkökulmasta liitetään makrovakauden valvontatehtävään. Termi yleisvalvonta puolestaan liittyy keskuspankkien vakaustehtäviin rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin eli maksu- ja selvitysjärjestelmien osalta.[2]

Suomen Pankin makrovakauden valvontatehtävä määritellään laissa Suomen Pankista (LSP), Euroopan yhteisön perustamissopimuksessa sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännössä.[3] Laki Suomen Pankista velvoittaa Suomen Pankin huolehtimaan osaltaan maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistumaan järjestelmän kehittämiseen. Euroopan yhteisön perustamissopimuksen mukaan EKPJ on velvollinen myötävaikuttamaan siihen, että luottolaitosten toiminnan vakauden valvonnasta ja rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavat toimivaltaiset viranomaiset toimivat moitteettomasti. Kansalliset keskuspankit voivat suorittaa myös muita kuin EKPJ:n perussäännössä määriteltyjä tehtäviä, jollei EKP:n neuvosto kahden kolmasosan enemmistöllä päätä niiden olevan ristiriidassa EKPJ:n tehtävien ja tavoitteiden kanssa. Keskuspankit suorittavat nämä muut tehtävät omalla vas-

[1] Ks. myös Koskenkylä – Virolainen 1999.
[2] Luku 6.2.2.
[3] Yksityiskohtaisemmin luvussa 5.1.

tuullaan ja omaan lukuunsa. Tämä mahdollistaa mm. sen, että eräissä euromaissa keskuspankki hoitaa edelleen pankkivalvontatehtäviä. Lisäksi mainittu artikla liittyy kansallisen keskuspankin mahdolliseen rooliin rahoitusmarkkinoiden kriisien hallinnassa. Puhtaasti kansallisen tason tehtäviä ovat myös useat rahoitusjärjestelmän yleiseen kehittämiseen liittyvät hankkeet yhteistyössä muiden viranomaisten ja rahoitusmarkkinaosapuolten kanssa.

Keskuspankin makrovakauden valvontatehtävä kohdistuu ensisijaisesti rahoitusmarkkinoihin ja -järjestelmiin systeemiriskinäkökulmasta. Yksittäisten instituutioiden riskien ja toiminnan laillisuuden valvonta on valvontaviranomaisten tehtävä. Systeemiriskinäkökohdan lisäksi makrovakauden valvonnassa kiinnitetään huomiota rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen. Keskuspankin, valvontaviranomaisten sekä sääntelystä vastaavien ministeriöiden välinen yhteistyö on ensiarvoisen tärkeää rahoitusjärjestelmän vakauden edistämisessä.

Rahoitusjärjestelmän systeemiriskit

Tehokkaaseen rahoitusjärjestelmään liittyy pääomien mahdollisimman vapaa hakeutuminen tuottavimpiin kohteisiin, minkä periaatteessa voidaan ymmärtää tarkoittavan sääntelyn minimointia. Rahoitusmarkkinoihin liittyy kuitenkin tiettyjä erityispiirteitä, ja sen vuoksi sääntely ja viranomaisvalvonta ovat tarpeen. Sääntelyä ja valvontaa perustellaan yleisesti rahoitusjärjestelmän häiriötiloihin liittyvillä ulkoisvaikutuksilla (externalities) sekä niihin läheisesti kytkeytyvillä markkinoiden toimintahäiriöillä (market failure). Rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta ja alttiutta vakaville häiriötiloille – systeemikriiseille – lisäävät erityisesti seuraavat kolme piirrettä: 1) pankkien taserakenteeseen sisältyvä saatavien ja velvoitteiden maturiteettiepäsuhta, 2) rahoituslaitosten huomattavat keskinäiset riippuvuudet ja 3) rahoitussopimusten intertemporaalinen luonne ja epäsymmetrinen informaatio.[4]

Talletuspankit ottavat yleisöltä vastaan vaadittaessa takaisin maksettavia talletuksia ja lainaavat näin kerätyt varat pitkäaikaisiin investointiprojekteihin, joiden tuottoon sisältyy epävarmuutta. Normaalioloissa pankit kykenevät suhteellisen pienellä määrällä likvidejä reservejä tyydyttämään tallettajien nostotarpeet. Poikkeuksellisissa oloissa ja varsinkin, jos tallettajille syntyy epäluottamus pankin kykyyn maksaa kaikille tallettajille takaisin näiden varoja, pankki saattaa

[4] Yksityiskohtaisemmin esim. DeBandt – Hartmann 2000.

talletuspaon seurauksena ajautua maksukyvyttömyystilaan, vaikka se yleisesti ottaen voitaisiin luokitella vakavaraiseksi.

Pankkien keskinäiset sekä pankkien ja muiden rahoituslaitosten väliset riippuvuudet ovat kasvaneet merkittävästi kansainvälistymisen ja suurten maksu- ja selvitysjärjestelmien rakentamisen myötä. Päivänsisäisesti pankkien keskinäisiä avoimia positioita on erittäin paljon, jolloin yhden markkinaosapuolen maksukyvyttömyys saattaa vaarantaa monen muun markkinaosapuolen maksukyvyn ja johtaa kerrannaisvaikutuksineen systeemikriisiin.

Rahoitussopimusten intertemporaalinen luonne viittaa siihen tosiasiaan, että omaisuuserän arvo riippuu ratkaisevasti sen tulevia kassavirtoja koskevista markkinaosapuolten odotuksista. Odotusten äkilliset muutokset voivat heijastua suurina muutoksina omaisuuserien markkinahinnoissa. Alttius häiriöille on erityisen suurta suhteellisen läpinäkymättömissä omaisuuserissä, jolloin markkinoilla vallitsee suuri informaation epäsymmetria.

Näiden piirteiden vuoksi häiriöt rahoitusjärjestelmän yhdessä osassa (markkinaosapuoli, järjestelmä tai markkinalohko) voivat levitä sen toisiin osiin pahimmassa tapauksessa lamauttaen jonkin tai useita rahoitusjärjestelmän perustoiminnoista (rahoituksenvälitys, omaisuuserien hinnoittelu, maksujenvälitys). Systeemikriiseihin liittyy ulkoisvaikutuksia siltä osin kuin kriisin yhteiskunnalliset kustannukset ovat suurempia kuin markkinaosapuolille koituvat yksityiset kustannukset.[5] Ulkoisvaikutusten takia markkinahinnat eivät välttämättä heijasta markkinoiden systeemiriskejä.

Makrovakauden valvonta

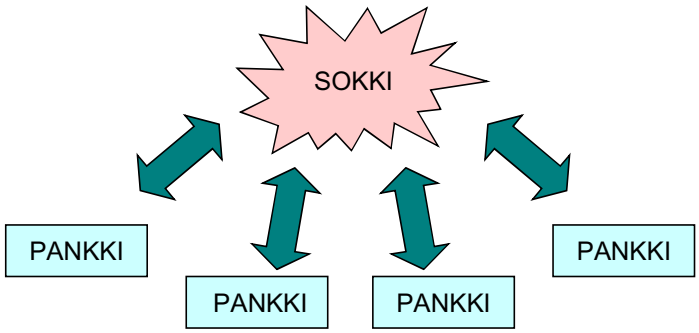
Rahoitusmarkkinoiden säännöllinen seuranta ja analyysi ovat keskuspankin keskeinen tehtäväalue makrovakauden valvonnassa. Analyysi kohdistuu rahoituskäyttäytymisen, instituutioiden sekä markkinoiden kehityksen seurantaan vakaus- ja tehokkuusnäkökohdista. Vakausanalyysin kannalta oleellista on identifioida keskeiset vakausindikaattorit (financial stability indicators / macroprudential indicators), joilla seurataan ja pyritään ennakoimaan rahoitusjärjestelmän systeemiriskien laajuutta ja realisoitumisherkkyyttä.

Systeemikriisin kaksi periaatteellista tapausta ovat: 1) usean rahoitusinstituution altistuminen samanaikaisesti samalle häiriölle (kor-

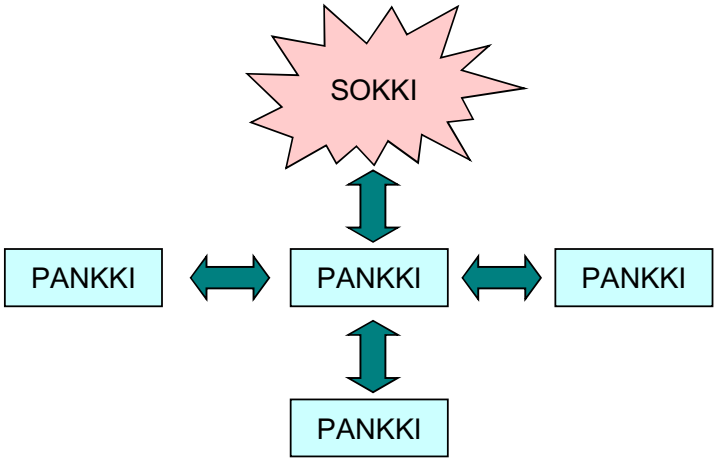
[5] Arvioita rahoitusmarkkinoiden systeemikriisien kokonaiskustannuksista eri maissa esittävät mm. Hoggarth – Reis – Saporta 2002.

reloituneet portfoliot) ja 2) yhden markkinaosapuolen häiriöiden leviäminen muihin suurten keskinäisten riippuvuuksien (todellisten tai näennäisten) takia (kuviot 1 ja 2).

Kuvio 1. **Korreloituneet portfoliot systeemikriisin aiheuttajana**



Kuvio 2. **Pankkien keskinäiset riippuvuudet systeemikriisin aiheuttajana**

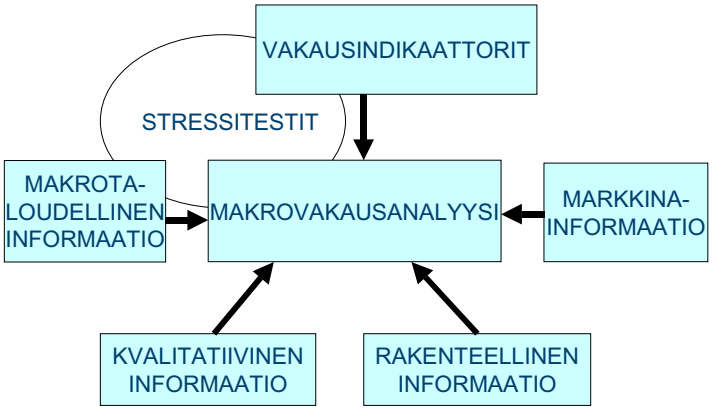


Systeemikriisien ennaltaehkäisyn kannalta oleellista on kyetä tunnistamaan erityisesti rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta ja häiriöalttiutta lisäävät tekijät ja seuraamaan niitä. Esimerkkejä tällaisista ovat mm. poikkeuksellisen voimakas noususuhdanne ja luotonannon voimakas kasvu sekä kilpailuolosuhteiden tai sääntely- ja valvontaympäristön huomattava muuttuminen. Rahoitusjärjestelmän häiriöitä laukaisevia tekijöitä ovat esimerkiksi talouden taantuma, rahoitusvaateiden hintojen äkilliset muutokset tai yleisen epävarmuuden jyrkkä kasvu.

Kolmas systeemikriisien kannalta keskeinen tekijä ovat häiriöiden välittymismekanismit. Niillä tarkoitetaan kaikkia niitä väyliä, joita pitkin yhden rahoitusinstituution tai markkinalohkon ongelmat leviävät rahoitusjärjestelmän muihin osiin. Häiriöiden suoria välittymismekanismeja ovat rahoituslaitosten keskinäiset taloudelliset riippuvuudet, joita syntyy erityisesti pankkien keskinäisestä kaupankäynnistä sekä pankkien keskeisestä roolista maksu- ja selvitysjärjestelmissä. Häiriöt voivat toisaalta levitä markkinaosapuolten tai asiakkaiden käyttäytymisen vuoksi rahoitusinstituutiosta tai markkinalohkosta toiseen myös ilman suoria taloudellisia kytköksiä.

Makrovakausanalyysissa on keskeisellä sijalla kvantitatiivisen ja kvalitatiivisen informaation yhdistäminen. Lisäksi yhdistellään markkinainformaatiota, yleistä talouskehitystä ja yksittäisiä rahoitusinstituutioita koskevaa informaatiota (kuvio 3). Makrovakauden monitahoisuudesta johtuen analyysi ei voi olla mekaanista.

Kuvio 3. **Makrovakausanalyysissa käytettävä informaatio**



Lähde: IMF 2001.

Keskeinen makrovakauden analysoinnin väline Suomen Pankissa on pankkiennustemalli, jonka avulla laaditaan ennuste Suomen koko pankkisektorin kannattavuudesta, vakavaraisuudesta ja tehokkuudesta kahden vuoden jaksolla. Pankkiennustetta ryhdyttiin tekemään Suomen Pankissa 1990-luvun alkupuolella pankkikriisin selvittelyjä varten. Nykyisin pankkiennuste laaditaan kaksi kertaa vuodessa tiiviissä yhteistyössä sekä pankin makrotaloudellisen ennusteen laatijoiden että Rahoitustarkastuksen kanssa.

Makrovakausanalyysin näkökulmasta on huomattavasti tärkeämpää tehdä erilaisia herkkyysanalyyseja sekä stressitestejä pankkisektorin sekä laajemmin koko rahoitusjärjestelmän häiriöiden sietokyvystä

kuin laatia pankkiennusteen yksittäiset piste-estimaatit. Stressitestejä tehtiin Suomen rahoitusjärjestelmästä muun muassa vuonna 2001 toteutetussa IMF:n rahoitussektorin arviointiohjelmassa (Financial Sector Assessment Program, FSAP). Arviointi osoitti Suomen rahoitusjärjestelmän olevan vakaalla pohjalla.

Rahoitusmarkkinoiden voimakkaan rakennekehityksen takia myös pitkän aikavälin skenaarioanalyysit markkinoiden kehitystrendeistä ja todennäköisistä sekä mahdollisista rakennemuutoksista ovat osoittautuneet tärkeäksi makrovakausanalyysin lisätyökaluksi.

Makrovakauden valvonnan tarpeisiin laaditaan joukko pankin sisäisiä säännöllisiä raportteja sekä erillisselvityksiä. Raportoinnin julkisuutta on myös lisätty selvästi. Tässä mielessä keskeinen tehtävä on Euro & talous -lehdessä kaksi kertaa vuodessa julkaistavalla vakausartikkelilla, jolla välitetään julkisuuteen Suomen Pankin arvio rahoitusmarkkinoiden vakaudesta. Tämän lisäksi julkaistaan myös erillisartikkeleita rahoitusmarkkinoiden eri lohkojen kehityksestä, sääntelyn ja valvonnan kehityksestä sekä rakenneanalyyseja. Analyyttisia tutkimuksia ja selvityksiä ilmestyy pankin julkaisusarjoissa.

Kansainvälinen yhteistyö

Rahoitusvalvonnan kotivaltioperiaate on yksi EU:n rahoitusmarkkinasääntelyn peruspilareista. Pankkien voimakkaasti lisääntyneiden kansainvälisten kytkösten takia vakausvalvontaa ei kuitenkaan voi rajoittaa pelkästään kansalliselle tasolle. Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän seurantaa on tehostettu viime vuosina huomattavasti.

Merkittävä osa Suomen Pankin makrovakausanalyysista tehdään EKPJ:n pankkivalvontakomiteassa (BSC) ja sen alaisissa työryhmissä yhteistyössä muiden EU-maiden keskuspankkien, pankkivalvojien sekä EKP:n kanssa. EKP:n neuvosto on määritellyt kaksi pääasiallista tapaa, joilla eurojärjestelmä voi tukea kansallisten valvontaviranomaisten harjoittamaa politiikkaa: yhtäältä kansallisten valvontaviranomaisten keskinäinen yhteistyö sekä toisaalta kansallisten viranomaisten ja eurojärjestelmän välisen yhteistyön aktiivinen edistäminen. Yhteistyössä keskitytään pääasiassa rahoitusmarkkinoiden ja -järjestelmien makrotason vakauskysymyksiin.[6]

EKPJ:n pankkivalvontakomitea on laatinut vakaudenvalvontakehikon EU-alueen pankkijärjestelmän ongelmien ja riskien analysoimi-

[6] Tarvittaessa EU:n neuvosto voi perustamissopimuksen artiklan 105.6 perusteella antaa yksimielisellä päätöksellä EKP:lle myös erityistehtäviä, jotka koskevat luottolaitosten sekä muiden rahoituslaitosten kuin vakuutusyritysten toiminnan vakauden valvontaa.

seksi. Lisäksi pankkivalvontakomitea seuraa tiiviisti EU-alueen pankkisektorin rakenteen kehitystä ja riskipositioita globaalilla tasolla.[7]

Suomen Pankki osallistuu lisäksi kansainväliseen seurantaan erityisesti IMF:n, OECD:n ja BIS:n kautta. IMF panostaa jäsenmaidensa rahoitussektoreiden vakausanalyysiin FSAP-ohjelmallaan, joka on tarkoitus toteuttaa kaikissa IMF:n jäsenmaissa ja toistaa noin viiden vuoden välein. Myös Pohjoismaiden keskuspankkien kesken on paljon yhteistyötä ja tietojen vaihtoa.

Osallistuminen valvonnan ja sääntelyn kehittämiseen

Osallistuminen rahoitusmarkkinoita koskevan valvonnan ja sääntelyn kehittämiseen on myös osa keskuspankkien vakaudenvalvontatehtävää. Keskuspankkien roolia tällä alueella perustellaan usein niiden operatiivisten tehtävien kautta kertyvällä markkinoiden toiminnan tuntemuksella sekä keskuspankeissa harjoitettavalla laajalla tutkimustoiminnalla.

Maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvontaa lukuun ottamatta Suomen Pankilla ei ole muodollisia valvonta- tai sääntelytehtäviä. Sääntelyyn ja valvontaan myötävaikutetaan lähinnä pankin antamien lausuntojen avulla sekä osallistumalla erilaisiin viranomaistyöryhmiin ja muihin yhteistyöhankkeisiin. Lisäksi pankki on edustettuna Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston johtokunnissa. Päävastuu rahoituslainsäädännön kehittämisestä on valtiovarainministeriöllä.

EKPJ myötävaikuttaa sääntelyyn lähinnä EKP:n lausuntojen sekä EKPJ:n pankkivalvontakomiteassa käsiteltävien hankkeiden kautta. Lisäksi EKP:n tutkimusosastolla tehdään selvityksiä, jotka sivuavat vakauskysymysten lisäksi myös sääntelyä ja valvontaa. Tekemällä yhteistyötä EKPJ:n ja EU:n elinten kanssa Suomen Pankilla on mahdollisuus osallistua sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen kansainvälisellä tasolla. Keskeisessä roolissa on EU:n komission pankkialan neuvoa-antava komitea (BAC), jonka työskentelyyn osallistuvat valtiovarainministeriö, Rahoitustarkastus sekä Suomen Pankki.

Suomen Pankki osallistuu myös mm. BIS:n organisoimaan pankkien sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen. Lisäksi OECD:n rahoitusmarkkinakomitean sekä IMF:n kanssa tehtävällä työllä on liittymäpintoja sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen.

---

[7] Useita raportteja ja selvityksiä julkaistaan EKP:n Kuukausikatsauksissa sekä työpapereina.

Osallistuminen rahoitusjärjestelmän kehittämiseen

Suomen rahoitusmarkkinoiden suhteellisen kehittymättömyyden ja sääntelyn purkamisen vuoksi Suomen Pankilla ja muulla julkisella vallalla oli aktiivinen rooli rahoitusjärjestelmän kehittämisessä 1980-luvulla ja 1990-luvun alkupuolella. Rahoitusmarkkinoiden kehittymisen myötä tarve julkisen vallan aktiiviseen toimintaan rahoitusmarkkinoilla on nykyään jo selvästi aiempaa pienempi. Tavoitteena kaikessa kehittämisessä on markkinaehtoisuus – markkinoiden omaehtoiseen toimintaan on puututtava vain, mikäli julkisen vallan mukaantulolle on selkeä ja perusteltavissa oleva tarve (puute markkinoista, koordinaattorin tehtävä, suuret riskit yms.).

Suomen Pankki osallistuu rahoitusjärjestelmän yleiseen kehittämiseen ensisijaisesti vakauden, tehokkuuden ja markkinoiden toimivuuden edistämisen näkökohdista.

Kriisienhallinta

Suomen Pankin tavoite on pitää yllä luottamusta rahoitusjärjestelmään ilman, että järjestelmän toimintaan jouduttaisiin puuttumaan. Epävakauden uhatessa pankki voi kuitenkin joutua ottamaan normaalia aktiivisemman roolin rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn varmistamiseksi. Viime kädessä vain keskuspankki voi turvata rahoitusjärjestelmän maksuvalmiuden.

Vakavissa kriisitilanteissa Suomen Pankki osallistuu kriisienhallintaan yhteistyössä muiden viranomaisten kanssa. Keskuspankin näkökulmasta huomiota on kiinnitettävä erityisesti rahoitusjärjestelmän toimivuutta uhkaaviin ongelmiin. Tavoitteena on estää häiriön leviäminen systeemikriisiksi, ei niinkään yksittäisten instituutioiden pelastaminen. Kriisienhallinnassa viranomaisten saumattoman yhteistyön tarve korostuu.

Yhteistyön uudet haasteet

Suomen Pankin tuottamaa makrovakauden analyysin informaatiota voivat monilta osin hyödyntää myös muut viranomaiset. Makrovakauden valvonta tarjoaa lisäperusteita keskuspankkien ja muiden talouspolitiikasta vastaavien viranomaisten päätöksenteolle.

Suomen Pankin toiminta rahoitusjärjestelmän vakautta koskevissa kysymyksissä on suurelta osin vaikuttamista muihin viranomaisiin,

markkinaosapuoliin ja suureen yleisöön. Tehtävän menestyksellinen hoitaminen edellyttää Suomen pankkisektorin sekä arvopaperimarkkinoiden tilanteen ja kehitysnäkymien tuntemusta sekä kykyä välittää tietoa näistä sekä paikallisesti että kansainvälisellä tasolla.

Euron käyttöönotto on yhtenäistänyt euroalueen rahoitusjärjestelmää. Rahoitussektorin voimakas rakennemuutos on tuonut uusia haasteita makrovakauden valvonnalle. Maidenväliset fuusiot ja muut yhteistyömuodot korostavat eri maiden ja eri sektoreiden viranomaisten välisen yhteistyön tärkeyttä. Suomen Pankki osallistuu aktiivisesti tähän yhteistyöhön.

Lähdeluettelo

DeBandt, O. – Hartmann, P. (2000) **Systemic Risk: A Survey.** ECB Working Paper N:o 35. Lokakuu.

Hoggarth, G. – Reis, R. – Saporta, V. (2002) **Costs of banking system instability: Some empirical evidence.** Journal of Banking and Finance N:o 26.

IMF (2001) **Financial Soundness Indicators: Policy Paper.** Kesäkuu.

Koskenkylä, H. – Virolainen, K. (1999) **Rahoitusmarkkinoiden makrovakauden valvonta.** Euro & talous 3/1999. Helsinki.

6.1.2 Yleisvalvonta

Maksujärjestelmät ja arvopapereiden selvitysjärjestelmät muodostavat toimivien rahoitusmarkkinoiden keskeisen osan ja taloudellisen toiminnan tärkeän perusrakenteen. Yleisvalvonnalla pyritään turvaamaan maksu- ja selvitysjärjestelmien vakaa, luotettava ja tehokas toiminta. Euroalueen yhteinen raha ja rahapolitiikka sekä yhä selvemmin integroituvat rahoitusmarkkinat edellyttävät myös järjestelmien pitkälle menevää yhdentymistä, mikä heijastuu myös valvontaan.

Suomen Pankki pyrkii varmistamaan, että maksu- ja selvitysjärjestelmiin liittyvät riskit pysyvät pieninä. Keskuspankin tehtävänä on valvoa nimenomaan maksu- ja selvitysjärjestelmäkokonaisuuksia.[1] Yksittäisten osapuolien riskien valvonta sen sijaan kuuluu Rahoitustarkastukselle. Valvontayhteistyön tehokkaaksi organisoimiseksi perustettiin vuonna 1999 Suomen Pankin ja Rahoitustarkastuksen yhteinen, säännöllisesti kokoontuva maksu- ja selvitysjärjestelmien valvontaryhmä.

Yksi yleisvalvonnan tärkeimmistä työvälineistä on järjestelmien sääntöjen kehittäminen ja valvonta. Lainsäädännön mukaan valtiovarainministeriön on Suomen Arvopaperikeskusta (APK) sekä maksu- ja selvitysjärjestelmien sääntöjä koskevissa asioissa pyydettävä Suomen Pankilta ja Rahoitustarkastukselta lausunto ennen sääntöjen vahvistamista. Osana yleisvalvontatehtäväänsä Suomen Pankki mm. velvoittaa maksu- ja selvitysjärjestelmien ylläpitäjät raportoimaan ongelmista heti Suomen Pankille. Lisäksi järjestelmien ylläpitäjät raportoivat määräajoin yksityiskohtaisesti järjestelmien toiminnasta.

Rahoitusmarkkinoiden yhden sektorin tai osapuolen ongelmat voivat levitä maksu- ja selvitysjärjestelmien kautta nopeasti koko rahoitusjärjestelmään ja heikentää merkittävästi rahoitusmarkkinoiden toimivuutta (järjestelmäriski). Vaarana on myös riskien ja ongelmien siirtyminen maasta toiseen kansainvälisten maksujärjestelmien kautta.

Yleisvalvonnan päätavoitteena on estää järjestelmäriskin toteutuminen (vakaustavoite). Tähän pyritään erityisesti riskien leviämistä rajoittavien esteiden ja valvonnan avulla. Lisäksi yleisvalvonnan kannalta on tärkeää, että järjestelmiin pääsyn ehdot ovat avoimia ja tasa-

[1] Tarkemmin Suomen Pankin tehtävistä maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvonnassa, esim. Leinonen – Pauli 1999.

puolisia kilpailun edistämiseksi (tehokkuustavoite) ja että järjestelmät toimivat vakaalla oikeudellisella pohjalla (luotettavuustavoite).

Eurojärjestelmässä yleisvalvonta on jaettu neljään osa-alueeseen: valvontapolitiikan määrittely, valvontapolitiikan toteutus, jatkuva yleisvalvonta sekä kriisi- ja ongelmatilanteiden hallinta. Järjestelmässä sovittujen periaatteiden mukaan yleisvalvontapolitiikan määrittelystä ja sisällöstä päätetään yhteisesti EKP:n neuvostossa. Yleisvalvonta tukee rahapoliittisten operaatioiden tehokasta toteuttamista. Se myös tukee maksujärjestelmien vakautta ja luotettavuutta ja edistää sisämarkkinoiden toimintaa. Yleisvalvontayhteistyötä tehdään EKPJ:ssä maksu- ja selvitysjärjestelmäkomiteassa ja sen työryhmissä.

Keskuspankkien yleisvalvojat toimivat yhteistyössä pankkivalvontaviranomaisten kanssa. Vuonna 2001 keskuspankkien yleisvalvojat sopivat EU:n jäsenvaltioiden pankkivalvontaviranomaisten kanssa valvontapöytäkirjasta. Valvontapöytäkirjan ensisijaisena tavoitteena on varmistaa rahoitusjärjestelmän vakaus ja luotettavuus.

Maksujärjestelmien yleisvalvonta

Keskuspankin valtuudet maksujärjestelmien valvontaan on kirjattu EY:n perustamissopimukseen ja EKPJ:n perussääntöön. Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 2 mukaan EKPJ:n yhtenä perustehtävänä on ''maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen''. EKPJ:n perussäännön artiklan 22 mukaan EKP ja kansalliset keskuspankit voivat tarjota järjestelyjä ja EKP voi antaa asetuksia selvitys- ja maksujärjestelmien tehokkuuden ja vakauden varmistamiseksi sekä EU:n sisällä että kolmansiin maihin nähden. EKP:n neuvosto määrittää yleisen valvontapolitiikan sekä kotimaisille että maidenvälisille maksujenvälitysjärjestelmille.

Yleisvalvontapolitiikan toteuttaminen kuuluu kansallisille keskuspankeille silloin, kun on kysymys kotimaisesta järjestelmästä. Laissa Suomen Pankista (3 §) todetaan, että ''Suomen Pankin tehtävänä on huolehtia osaltaan maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta sekä osallistua sen kehittämiseen''.

Suomen Pankki toteuttaa jatkuvaa valvontaa seuraamalla järjestelmien toimivuutta osapuolten raportoinnin perusteella. Kaikki merkittävät Suomessa toimivat pankit ovat mukana pankkien maksuliikennesopimuksessa, jolla säädellään pankkien välistä maksujenvälitystä pankkien maksujärjestelmässä (PMJ) ja ns. POPS-järjestelmässä (pankkien on line -pikasiirrot ja sekit). Joulukuussa 1999 tuli voimaan

uusi nettoutuslaki[2], jolla pantiin täytäntöön direktiivi selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä.[3] Laki edellyttää, että maksujärjestelmillä ja muilla selvitysjärjestelmillä on kirjalliset säännöt, joista käyvät ilmi laissa määrätyt asiat. Yleisvalvonnan kannalta merkittävin muutos oli se, että kaikille laissa tarkoitetuille järjestelmille (POPS, PMJ, Osuuspankkiryhmän ja Aktian jäsenpankeilleen tarjoamat maksuliikejärjestelmät) tuli laatia kirjalliset säännöt, jotka valtiovarainministeriö vahvistaa. Säännöissä määritellään mm. ajankohta, jonka jälkeen selvitysjärjestelmän osapuoli ei saa yksipuolisesti peruuttaa maksumääräystä. Tällä on merkitystä osapuolen maksukyvyttömyystapauksissa.[4]

Suomen Pankki on lisäksi arvioinut kotimaiset järjestelmät Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (CPSS) periaatteiden mukaisesti.[5] POPS, PMJ ja Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä (BoF-RTGS) täyttävät arviointikriteerit, ja ne on luokiteltu ns. SIPSeiksi (Systemically Important Payment Systems). EKPJ:n puitteissa on myös keskusteltu yleisvalvontastandardien aikaansaamisesta pienille maksuille.[6] Eurojärjestelmän rooli pieniä maksuja välittäviä maksujärjestelmiä koskevissa asioissa kasvaa jatkuvasti, ja eurojärjestelmä pitää tärkeänä selkeiden tehokkuus- ja turvallisuustavoitteiden luomista euromääräisiä pieniä maksuja välittäville maksujärjestelmille sekä pienissä maksuissa käytettäville maksutavoille ja -välineille. Näiden vaatimusten tarkoituksena on edistää yhtenäisen euromääräisen maksualueen muodostumista.

Suomen Pankilla on yleisvalvontarooli myös maksujärjestelmäyhteistyössä markkinaosapuolten kanssa vuonna 1995 perustettujen maksujärjestelmien ohjausryhmän (MJO) ja maksujärjestelmien yhteistyöryhmässä (MJY). Suomen Pankki osallistui maksujärjestelmien riskien määrittelyyn ja mittaamiseen keväällä 2001 Suomen Pankkiyhdistyksen kokoon kutsumassa, eri pankkien edustajista koostuvassa työryhmässä. Lisäksi Suomen Pankilla on säännölliset yleisvalvontakokoukset Automatia Rahakortit -yhtiön kanssa.

Viimeaikainen maksujärjestelmäyhteistyö Rahoitustarkastuksen kanssa on keskittynyt lähinnä suomalaisten maksujärjestelmien riskien tutkimiseen ja niistä julkaistavan selvityksen laadintaan. Maksujär-

---

[2] 1084/1999.
[3] Settlement finality (98/26/EY).
[4] Suomen Pankki 2001, 2002.
[5] BIS 2001.
[6] Eurojärjestelmä viimeistelee parhaillaan pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien valvontapolitiikkaansa. ''Euromääräisiä pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien yleisvalvonta'' -asiakirjaluonnos on kommenttikierroksella 30.9.2002 asti.

jestelmien yleisvalvonnasta ja maksujärjestelmäriskeistä julkaistaan syksyllä 2002 selvitys.[7] Lisäksi Suomen Pankki seuraa ja analysoi maksujärjestelmäsektorin tapahtumia ja rakennekehitystä jatkuvasti.

EKP:n neuvosto hyväksyi vuonna 2000 maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean valmisteleman yleisen valvontapolitiikan periaatteet[8], jotka koskevat sekä kotimaisia että maasta toiseen suoritettavia maksuja välittäviä järjestelmiä. Valvontapolitiikkakysymykset liittyvät mm. rahapolitiikan tehokkaaseen toteuttamiseen, rahoitusmarkkinoiden vakauteen, kilpailun tasapuolisuuteen sekä EU-maasta toiseen maksettaviin maksuihin ja kolmansien maiden kanssa.

Euroalueella toimivan kansainvälisen maksujärjestelmän päävalvojana toimii sen maan kansallinen keskuspankki, jonka lainsäädännön mukaan järjestelmä toimii, ellei EKP:n neuvosto järjestelmän piirteiden perusteella päätä toisin. Esimerkiksi Euro Banking Associationin (EBA) EURO 1 -maksujärjestelmän yleisvalvonnasta vastaa EKP jo Maastrichtin sopimuksen perusteella.

Syyskuussa 2001 Yhdysvalloissa tapahtuneet terrori-iskut havahduttivat huomaamaan maksujärjestelmien yleisvalvonnan tärkeyden, vaikka niillä ei ollut merkittävää vaikutusta euroalueen maksujärjestelmien toimintaan. EKPJ:n piirissä on käynnissä selvitys yleisvalvonnan tehostamiseksi ja vastaavien häiriöiden tai kriisien vaikutuksen pienentämiseksi.

Kansainvälisen valuuttarahaston ja Maailmanpankin yhteistyönä toteutetussa rahoitusmarkkinoiden tilaa selvittävässä ohjelmassa (FSAP, Financial Sector Assessment Program[9]) tarkasteltiin myös Suomen maksujärjestelmiä. Tarkoituksena oli arvioida suomalaisiin maksujärjestelmiin kohdistuvia riskejä ja maksujärjestelmiä koskevien kansainvälisten standardien ja menettelytapojen noudattamista. Suomalaiset maksujärjestelmät selvisivät arvioinnista ilman huomautuksia.

Arvopaperien selvitysjärjestelmien yleisvalvonta

Arvopaperien selvitysjärjestelmillä tarkoitetaan järjestelmiä, joissa hoidetaan sekä arvopaperikauppojen selvitys (clearing/clearance) että toimitus (settlement). Arvopaperien selvitysjärjestelmien yleisvalvonta perustuu euroalueen valtioiden kansalliseen lainsäädäntöön.

---

[7] Iivarinen – Leinonen – Lukka – Saarinen (ilmestymässä lähiaikoina).
[8] ECB 2000.
[9] IMF 2001. Suomen raportti perustuu FSAP-ohjelmaan, jonka IMF toteutti alkuvuonna 2001.

Selvitysjärjestelmien käyttäjänä EKPJ on kuitenkin asettanut standardit[10] näille järjestelmille ja niiden välisille linkeille, joita käytetään rahapolitiikan toteuttamisessa sekä keskuspankkivakuuksien siirtämisessä ja säilyttämisessä. EKPJ seuraa säännöllisesti näiden standardien noudattamista. Toimitusjärjestelmien yleisvalvonta perustuu lähinnä käyttäjänäkökulmaan, kun taas selvitysjärjestelmiin on lähinnä suhtauduttu vakauden ja markkinapaikan kehittämisen näkökulmasta. EKPJ:n piirissä on keskusteltu myös vastaavanlaisen yleisvalvonnan perusdokumentin aikaansaamisesta kuin maksujärjestelmillä on.

Arvopaperimarkkinoiden merkitys rahoitusmarkkinoilla on voimakkaasti kasvanut käynnissä olevan yhdentymisen vuoksi. Tästä syystä myös keskuspankit ovat aikaisempaa enemmän kiinnostuneet erityisesti selvitys- ja toimitusjärjestelmien vaikutuksista paitsi maksujärjestelmiin ja rahapolitiikan toteuttamiseen myös rahoitusjärjestelmän vakauteen yleensä samoin kuin systeemiriskiin ja tehokkuuteen, erityisesti toimittaessa maasta toiseen.

Suomen Pankin tehtävänä on osaltaan vastata koko rahoitusjärjestelmän tehokkuudesta, ja tämän tehtävän voidaan katsoa kattavan myös arvopapereiden selvitystä ja toimitusta koskevat järjestelmät. Suomen Pankki valvoo ja seuraa APK:n toimintaa ja järjestelmiä[11] yleisvalvonta- ja käyttäjäroolinsa nojalla mm. pitämällä säännöllisiä valvontakokouksia ja raportoinnin perusteella. Lisäksi Suomen Pankki seuraa ja analysoi koko sektorin tapahtumia ja rakennekehitystä. Osin tämä työ tehdään EKPJ:n maksu- ja selvitysjärjestelmäkomiteassa ja sen alaisissa työryhmissä.

Suomen Pankki tekee aktiivisesti valvontayhteistyötä Rahoitustarkastuksen kanssa arvopaperien selvitysjärjestelmien kehittämiseksi. Rahoitustarkastus kutsui syksyllä 2001 koolle selvitysjärjestelmien ohjausryhmän (SJO) ja sen alaisuudessa toimivan selvitysjärjestelmien asiantuntijaryhmän (SJA). Ryhmissä ovat mukana myös markkinaosapuolet. Työryhmien työskentelyn pyrkimyksenä on kehittää selvitystä kokonaisvaltaisesti, koordinoida selvitysjärjestelmäriskin hallintaa ja kehittämishankkeita sekä edistää kansainvälisten standardien voimaansaattamista. Suomen Pankki osallistuu molempien ryhmien toimintaan.

Kansainvälisesti valvonnan ja yleisvalvonnan perustaksi ovat kehittymässä G10-maiden keskuspankkien ja arvopaperimarkkinavalvojien marraskuussa 2001 julkaisemat globaalit arvopaperien selvitys-

---

[10] EMI 1998.

[11] APK:n toiminnasta on tarkemmin tämän kirjan osassa ''Arvopapereiden selvitysjärjestelmät''.

järjestelmäsuositukset.[12] Maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean ja IOSCOn suositukset on liitetty myös Kansainvälisen valuuttarahaston maa-arvioiden rahoitusmarkkinaosioon. Suositukset toimivat myös yhtenä lähtökohtana Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR)[13] ja EKPJ:n yhteistyölle arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmien alueella. Yhteistyön tavoitteena on tarkastella, tarvitaanko euroalueella joiltain osin maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean ja IOSCOn suosituksia tiukempia standardeja, sekä saada aikaan eurooppalaiset arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevat standardit ja suositukset.[14]

Yleisvalvontapolitiikan valmistelussa on kyse yhteisen peruslähtökohdan määrittelystä (EKP), joka toteutetaan kansallisella tasolla kansallisten maksu- ja selvitysjärjestelmien osalta. On selvää, että yleisvalvontayhteistyön tarve lisääntyy tulevaisuudessa maksu- ja selvitysjärjestelmien alueella sekä kansallisella että erityisesti kansainvälisellä tasolla rahoitusmarkkinaintegraation edetessä.[15]

---

[12] Committee of Payment and Settlement Systems (CPSS), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) 2001.

[13] Euroopan komissio perusti komitean vuonna 2001.

[14] Asiasta kerrotaan tarkemmin tämän kirjan osassa ''Arvopapereiden selvitysjärjestelmät''.

[15] Asiasta tarkemmin, esim. Ripatti 2001.

Lähdeluettelo

BIS (2001) **Core Principles for Systemically Important Payment Systems.** (www.bis.org).

Commission of the European Communities (2002) **Commission Recommendation for the Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and the Community.** COM(2002) 191 final. Brussels.

CPSS, IOSCO (2001) **Recommendations for Securities Setlement Systems** (www.bis.org, www.iosco.org).

ECB (2000) **Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight.** Frankfurt am Main.

EMI (1998) **Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in the European Union.** Frankfurt am Main.

Iivarinen, T. – Leinonen, H. – Lukka, M. – Saarinen, V. (2002) **Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma.** Suomen Pankin tutkimuksia A: XX. Helsinki. (Ilmestymässä lähiaikoina).

IMF (2001) **Finland: Financial System Stability Assessment.** IMF Country Report No. 01/214 (www.imf.org).

Leinonen, H. – Pauli, R. (1999) **Suomen Pankin tehtävät maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvonnassa.** Euro & talous 3/1999. Helsinki.

Ripatti, K. (2001) **Evaluation of Securities Settlement Systems: Challenges for Oversight and Regulation.** Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosaston työpaperi 3/2001. Helsinki.

Suomen Pankin vuosikertomukset vuosilta 2000 ja 2001. Helsinki.

Tommi Orpana
Rahoitustarkastus, luottolaitososasto

6.2 Rahoitustarkastuksen rooli ja tehtävät Suomen rahoitusjärjestelmän valvonnassa – valvojan näkökulma

6.2.1 Valvonnan tavoitteet ja valvojien tehtävät

Rahoitusmarkkinoiden valvonnan ensisijaisena tavoitteena on rahoitusjärjestelmän vakauden turvaaminen. Tähän liittyy olennaisena osana myös yksittäisten instituutioiden vakavaraisuuden ja riskinoton valvonta. Vakauden kannalta systeemiriski on keskeinen tekijä, ja se voi laueta niin instituutioiden kuin maksujärjestelmän toimintahäiriönä. Toinen keskeinen valvonnan tavoite on rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen edistäminen. Siinä korostuvat niin asiakkaan- kuin sijoittajansuojaankin liittyvät tekijät, kuten palveluntarjoajien ja asiakkaiden välisissä suhteissa noudatettavien menettelytapojen valvonta, päätöksenteon kannalta riittävän ja oikean informaation turvaaminen ja markkinoilla tapahtuvien väärinkäytösten estäminen.

Rahoitusmarkkinoiden valvontatehtäviä on periaatteessa kolmentyyppisiä: a) asiakkaansuojan ja sijoittajansuojan edistäminen, johon kuuluu lähinnä hyvän pankki- ja arvopaperikauppatavan sääntely ja valvonta sekä riittävän tiedonsaannin turvaaminen asiakkaille ja sijoittajille, b) mikrovalvonta, joka pitää sisällään yksittäisten luotto- ja rahoituslaitosten luotettavuuden, riskien ja vakavaraisuuden valvonnan, sekä c) makrovakauden valvonta, jonka tarkoituksena on arvioida rahoitusmarkkinoiden vakautta kokonaisuudessaan (systeemiriskin valvonta) ja seurata makrotalouden tai rahoitusmarkkinoiden kehityssuunnista sekä markkinoiden infrastruktuurista lähtöisin olevia riskitekijöitä.

Rahoitusmarkkinoiden julkista valvontaa on lainsäädännön syntymisen alkuvuosina perusteltu ennen muuta tarpeella turvata tallettajien etuja. Nykyisin ajatellaan, että vakaat rahoitusmarkkinat ja vakavaraiset instituutiot ovat myös tallettajan paras tae. Tämän lisäksi talletussuojajärjestelmien tavoitteena on osaltaan suojata yksittäiset talletukset luottolaitoksen mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa.

Suomessa kolme viranomaista on jakanut valvontatehtävät keskenään: valtiovarainministeriö, joka vastaa lainsäädännöstä, kriisienhallinnasta ja turvaverkoista, Suomen Pankki, jonka vastuulla ovat rahoitusmarkkinoiden yleisvalvonta ja maksujärjestelmien valvonta, se-

kä Rahoitustarkastus (Rata), joka valvoo markkinoita ja niillä toimivia sekä edistää tiedonsaantia ja hyvän tavan mukaista toimintaa rahoitusmarkkinoilla.[1]

Ratan toiminnan periaatteet

Rahoitustarkastus pyrkii toiminnallaan edistämään rahoitusmarkkinoiden vakautta sekä luottamusta valvottavien ja markkinoiden toimintaan. Rahoitustarkastuksen tehtävänä on rahoitustarkastuslain pykälän 4 mukaan valvoa, että valvottavat toimivat lakien, asetusten, viranomaisten antamien määräysten ja ohjeiden sekä omien yhtiöjärjestystensä, sääntöjensä ja ohjesääntöjensä mukaisesti. Rahoitustarkastuksen on annettava laissa erikseen säädettyjen valtuuksiensa rajoissa määräyksiä ja ohjeita valvottaville sekä suorittaa valvottaviensa tarkastuksia. Rahoitustarkastuksen tehtävänä on myös seurata rahoitusmarkkinoilla vallitsevia olosuhteita sekä tehdä esityksiä niiden kulloinkin vaatimiksi toimenpiteiksi. Säännöksen mukaan Rahoitustarkastus toimii yhteistyössä Vakuutusvalvontaviraston ja muiden rahoitusmarkkinoita valvovien viranomaisten kanssa. Lisäksi rahoitustarkastuslain luku 3a velvoittaa Rataa yhteistyöhön ETA-maiden valvontaviranomaisten kanssa ko. maihin sijoittuneiden sekä niistä Suomeen sijoittuneiden sivukonttoreiden tarkastuksessa.

Rahoitustarkastus on määritellyt toimintansa visioksi ”Rata markkinaehtoisena ja ennakoivana valvojana”. Markkinaehtoisuutta ja ennakoivaa valvontaa tukevassa sääntelyssään Rata korostaa eri osapuolten vastuullisuutta ja avoimuutta sekä valvojan harkintaa ennakkoon tiedossa olevien pelisääntöjen puitteissa. Markkinaehtoisuudella tässä yhteydessä tarkoitetaan erityisesti seuraavia kolmea asiaa:

– *Valvottavilla itsellään on ensisijainen vastuu toimistaan*, ja tämä luo vakaiden rahoitusmarkkinoiden perustan.
– *Markkinakuri tehostaa valvottavien omaa vastuuta.* Markkinakuri tarkoittaa sijoittajien mahdollisuutta tehdä perusteltuja ja rationaalisia sijoituspäätöksiä, jotka vaikuttavat yritysten käyttäytymiseen. Markkinakurin olennainen edellytys on toimivat kilpailulliset

[1] Ratan edeltäjä oli pankkitarkastusvirasto (PTV), joka perustettiin vuonna 1922 ja toimi valtiovarainministeriön alaisuudessa. Vuonna 1993 PTV organisoitiin uudelleen ja sen nimeksi tuli Rahoitustarkastus. Se toimii hallinnollisesti Suomen Pankin yhteydessä. Ratan toimintaa on kuvattu myös Rahoitustarkastuksen vuoden 2001 toimintakertomuksessa.

markkinat, terveet rahoituspalvelujen tarjoajat sekä riittävä tietojen julkisuus ja läpinäkyvyys.

– *Julkinen valvonta tukee ja täydentää markkinakuria ja valvottavien omaa vastuuta*, mutta ei missään tilanteessa korvaa niitä. Omassa roolissaan Rata korostaa ennakoivaa valvontatapaa.

Ennakoiva valvonta tarkoittaa sitä, että valvoja tunnistaa markkinoiden ja markkinaosapuolten ongelmat mahdollisimman aikaisin ja reagoi niihin ryhtymällä tarvittaviin toimenpiteisiin nopeasti ja uskottavasti. Ennakoiva valvonta ei kuitenkaan tarkoita, että valvoja kykenisi ennustamaan tai ennalta ehkäisemään jokaisen rahoitusmarkkinoiden häiriötilan puhumattakaan yksittäisen valvottavan ongelmista. Sen sijaan ennakoivalla valvonnalla pyritään siihen, että mahdolliset häiriötilat eivät kasva niin suuriksi, että ne uhkaavat rahoitusjärjestelmän vakautta ja luotettavuutta.

Ratan strategiat:

– Edistää yhteistyössä koti- ja ulkomaisten sidosryhmiensä kanssa *markkinoiden tiedonsaantia ja hyvää markkinatapaa.* Rata vaikuttaa siihen, että valvottavat julkistavat toiminnastaan kansainvälisten suositusten mukaiset olennaiset ja riittävät tiedot. Samoin Rata edistää arvopaperien tarjoajien ja listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden täyttämistä. Hyvää markkinatapaa Rata edistää paitsi suoralla ohjauksella myös julkistamalla omia valvontatoimenpiteitään, kannanottojaan ja yleisiä tarkastushavaintojaan.
– Edistää *markkinoiden rakenteellista tehokkuutta ja toimintavarmuutta ja valvottavien hyvää hallintokulttuuria*. Tärkeimpiä valvonnan kohteita ovat markkinoiden vakauden ja tehokkuuden kannalta keskeiset ja riskialttiit instituutiot ja järjestelmät. Rata vaikuttaa valvottaviensa hallinto- ja valvontakulttuurien kehittymiseen sekä erityisesti sisäisten valvonta- ja riskienhallintajärjestelmien toimivuuteen. Omalta osaltaan Rata syventää yhteistyötä muiden valvojien kanssa sekä kehittää valvontamenetelmiään ennakoivan valvonnan vaatimusten ja kansainvälisten standardien mukaisesti.
– Edistää *harkintaan, avoimuuteen ja vastuullisuuteen perustuvaa valvonta- ja sääntelyjärjestelmää*. Rata toimii EU-tasolla aktiivisesti lainsäädännön ja menettelytapojen yhtenäistämiseksi ja huomioi omassa toiminnassaan ennakoivan valvonnan edellyttämän valvojan vastuullisuuden. Markkinaosapuolten itsesääntelyä edistetään jotta tarve yksityiskohtaiseen lainsäädäntöön vähenisi.

Ratan organisaation arvot ovat riippumattomuus, avoimuus, tuloksellisuus ja ammattitaito.

Markkinoiden kehitys haasteena

Sekä Suomessa että ulkomailla perinteisen luotonannon merkityksen väheneminen, rahoitus- ja vakuutustoiminnan kansainvälistyminen sekä riskienhallinnan ja pääomien hyväksikäytön tehostaminen ovat johtaneet merkittäviin rakennemuutoksiin pankki- ja vakuutussektorilla. Yhdistymiseen ja yhteistoiminnan tiivistämiseen tähtääviin järjestelyihin vaikuttaa toimintaympäristön muutosten lisäksi ennen kaikkea kiristyvä kilpailu kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta. Toimialaliukumat ovat myös yleistyneet tämän kehityksen seurauksena.

Rahoitus- ja vakuutustuotteita saavat omalla riskillään tarjota vain asianomaisen toimiluvan saaneet yritykset, joten tuotevalikoiman merkittävä laajentaminen on edellyttänyt, että pankit ovat useasti perustaneet erillisiä vakuutusyhtiöitä tytäryrityksikseen. Toimintaa on pyritty järjestämään joustavasti ja kustannustehokkaasti perustamalla samaan konserniin myös sijoitusrahastotoimintaa harjoittava rahastoyhtiö. Pankit ja vakuutusyhtiöt ovat myös solmineet yhteistoimintasopimuksia, joiden mukaisesti yritykset tarjoavat toistensa tuotteita omista konttoreistaan. Viimeisenä vaiheena tässä kehitysilmiössä on edellä mainittu finanssiryhmittymien syntyminen, esimerkiksi yritysostojen kautta.

Rahoitussektorin yhtiöiden ja vakuutusyhtiöiden yhdistyminen finanssiryhmittymiksi on entisestään tiivistänyt jakeluverkkojen molemminpuolista hyväksikäyttöä ja keskittänyt kummankin sektorin tarjoamien samantyyppisten palveluiden tarjonnan yhteen paikkaan. Pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhdistymisellä tai muunlaisella yhteistyöllä on pyritty varmistamaan ”täyden palvelun periaate”, joka takaisi asiakassuhteen jatkuvuuden riippumatta siitä, sijoittaako asiakas varansa vakuutukseen vai pankki- tai muuhun rahoitustuotteeseen. Jakeluverkkoyhteistyön kautta on voitu myös saavuttaa merkittäviä kustannussäästöjä, koska esimerkiksi päällekkäistä konttoriverkostoa on voitu karsia. Finanssiryhmittymiin kuuluvien eri tahojen tarjoamien palveluiden sitominen ns. paketeiksi tekee kuitenkin tuotteiden vertailtavuuden ja hinnoittelun läpinäkyvyyden yhä vaikeammaksi.

Rahoitus- ja vakuutuspalvelut siirtyvät yhä enemmän tietoverkkoihin, mistä ääriesimerkkinä voitaneen pitää ns. Internet-pankkeja. Tuotteita voidaan tarjota joustavasti usean erillisen jakeluketjun kautta. Asiamiestoiminta ja merkittävien toimintojen ulkoistaminen yritysryhmästä ovat yleistyneet viime vuosina. Sääntelyä ei uusien toimin-

tamuotojen varalle ole useinkaan olemassa. Sääntelyn ja valvonnan katvealueiden estäminen on yhä suurempi haaste tämän kehityssuunnan takia.

Rahoituspalvelujen siirtyminen tietoverkkoihin merkitsee myös, että palvelujen tarjonta rajojen yli helpottuu entisestään. Yhä yleistyvillä rajat ylittävillä yritysjärjestelyillä haetaan kilpailuetuja mm. riskien hajauttamisen ja kasvumahdollisuuksien turvaamisen myötä. EU:n sisäisten rahoitusmarkkinoiden kannalta tällainen kehitys on suotavaa, mutta tasapuolisten kilpailuedellytysten turvaaminen aiheuttaa samalla paineita lainsäätäjille ja valvojille. Kansalliset määräykset poikkeavat vielä merkittävästi toisistaan mm. valvonnan, kuluttajansuojan ja rahoituspalvelujen verokohtelun osalta.

Eurooppalainen vastaus haasteisiin

EU:n tasolla valvonta perustuu kotivaltion valvonnan periaatteelle (home country control). Kun lainsäädäntö kuitenkin tehdään EU:n (tai oikeastaan ETAn) tasolla (direktiivit) ja euroalueella myös rahapolitiikka on ylikansallista, on herätetty kysymys valvonnan ja alemman tason sääntelyn kotivaltioperiaatteen mielekkyydestä, samalla kun rajan ylittävät fuusiot ja monikansalliset finanssikonglomeraatit ovat yleistymässä. Myös Euroopan rahoitusmarkkinoiden kilpailukyky ja tehokkuus kärsivät kansallisten säännösten ja valvonnan eroista sekä direktiivien muuttamisen hitaudesta.

Arvopaperimarkkinoiden osalta ns. Lamfalussyn viisaiden miesten komitea[2] on ehdottanut EU-tasoisen sääntelyn joustavoittamista, jotta yhteismarkkinoiden edut myös rahoituspuolella toteutuisivat. Tätä tarkoitusta varten ns. komitologiamenettelyn käyttöä lisättäisiin eli direktiiveihin kirjattaisiin vain keskeiset periaatteet ja alemman tason soveltavia sääntöjä voitaisiin muuttaa komiteatyön ja konsultaatioiden kautta. Lamfalussyn ehdottaman järjestelyn toteuttamista ovat hidastaneet EU:n instituutioiden väliset erimielisyydet Euroopan parlamentin roolista komitologiamenettelyssä. Samantyyppistä rakennetta on ehdotettu myös pankkipuolelle Baselin pankkivalvontakomitean vakavaraisuussuositusten uudistamisehdotuksen toteuttamiseksi EU:ssa.

Näihin molempiin ns. puitelainsäädäntöhankkeisiin sisältyy valvontaviranomaisten välisen yhteistyön tiivistäminen tavoitteena kansallisen sääntelyn ja valvonnan lähentyminen ja vähittäinen harmonisoituminen. Samaa kansallisten valvontaviranomaisten yhteistyön tii-

[2] Lamfalussy et al. 2001.

vistämistä ja käytännön toimintatapojen vähittäistä harmonisomista päätyivät ehdottamaan Euroopan talous ja finanssikomitean (EFC) Ecofinin toimeksiannosta teettämät ns. Brouwerin työryhmän raportit[3] EU:n rahoitusvalvonnan kehittämisestä ja kriisienhallinnasta.

6.2.2 Rahoitustarkastus organisaationa

Rahoitustarkastus perustettiin lokakuussa 1993 jatkamaan silloisen pankkitarkastusviraston toimintaa. Samassa yhteydessä valvonta siirrettiin valtiovarainministeriön alaisuudesta Suomen Pankin yhteyteen niin, että uusi valvoja Rahoitustarkastus on toiminnallisessa päätöksenteossaan keskuspankista riippumaton, mutta hallinnollisesti keskuspankin yhteydessä. Siirtoa ja sen toteuttamistapaa perusteltiin pankkikriisistä saaduilla kokemuksilla ja erityisesti tarpeella vahvistaa rahoitusvalvontaa niin, että jatkossa voitaisiin välttää rahoitusjärjestelmän ongelmien paisuminen systeemiriskin tasolle. Keskuspankin rooli rahoitusjärjestelmän vakauden yleisvalvojana sekä maksu- ja selvitysjärjestelmän toimivuuden ja vakauden valvojana on olennainen osa rahoitusmarkkinoiden valvonnan kokonaisuutta. Yleisvalvonnan (oversight) ja institutionaalisen valvonnan (prudential supervision) läheisen yhteyden katsottiin mahdollistavan synergiaetujen molemminpuolisen hyödyntämisen. Valvontatietoa ja rahoitusmarkkinoiden rakenteita ja kehitystä koskevaa tietoa on joustavasti kummankin tahon käytettävissä, mikä nostaa merkittävästi valvonnan tasoa ja tehokkuutta.

Hallinnollinen yhteys Suomen Pankkiin tuo Rahoitustarkastukselle merkittävän edun myös hallinnon tehokkuushyötyinä. Rahoitustarkastuksella ei ole omaa hallinnon infrastruktuuria, vaan Rahoitustarkastus ostaa Suomen Pankilta kaikki hallintopalvelut mukaan lukien tietotekniikan ylläpitopalvelut. Palveluihin kuuluvat mm. hankintapalvelut, kiinteistö- ja turvallisuuspalvelut, kirjanpito, valvontamaksujen laskutus, henkilöstöhallinto, julkaisu- ja käännöspalvelut, koulutus- ja tutkimustoiminta sekä sisäinen tarkastus. Hallinnollisen riippuvuuden vuoksi Suomen Pankin johtokunta hyväksyy Rahoitustarkastuksen vuotuisen talousarvion. Rata rahoittaa toimintansa valvonta- ja toimenpidemaksuilla, joita maksavat Ratan valvonnassa olevat ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijat.

Ratan toimintavahvuus oli vuoden 2001 lopussa 125 henkilöä, joista vakinaisia oli 113. Luottolaitososastolla työskenteli 56 henkilöä,

[3] Euroopan komissio 2000 ja 2001.

pääomamarkkinaosastolla 37, tukitoimintojen osastolla 27 ja johtajan esikunnassa 5. Asiantuntijoiden osuus Ratan henkilökunnasta on noin 80 %.

Lain mukaan Rahoitustarkastus ohjaa ja valvoo Säästöpankkitarkastuksen toimintaa. Rata mm. määrittelee Säästöpankkitarkastuksen valvonnan keskeiset alueet, vaihtaa tietoja säästöpankkien tilanteesta ja järjestää koulutustilaisuuksia. Osuuspankkitarkastus kuuluu Osuuspankkikeskus-OPK osuuskunnan tarkastustoimintoon ja valvoo jäsenosuuspankkeja. Osuuskunta on Rahoitustarkastuksen valvottava. Rata seuraa Osuuspankkitarkastuksen raportteja ja tekee myös itse tarkastuksia jäsenosuuspankkeihin.

Hallinto

Rahoitustarkastus on päällikkövirasto, jonka toiminnasta vastaavat johtokunta ja johtaja. Lisäksi eduskunnan pankkivaltuustolla on Rahoitustarkastuksen hallintoon kuuluvia tehtäviä.

Pankkivaltuuston tehtävänä on nimittää kolme Rahoitustarkastuksen johtokunnan jäsentä ja heille henkilökohtaiset varajäsenet Suomen Pankin, valtiovarainministeriön ja sosiaali- ja terveysministeriön ehdotuksesta. Pankkivaltuusto nimittää johtokunnan puheenjohtajan ja varapuheenjohtajan sekä johtokunnan esityksestä johtajan sijaisen. Lisäksi pankkivaltuusto vahvistaa Rahoitustarkastuksen työjärjestyksen johtokunnan esityksestä ja päättää johtajan virkasuhteeseen liittyvistä asioista.

Rahoitustarkastuksen johtokuntaan kuuluvat Rahoitustarkastuksen johtaja, Vakuutusvalvontaviraston ylijohtaja sekä valtiovarainministeriön, Suomen Pankin ja sosiaali- ja terveysministeriön edustajat. Rahoitustarkastuksen johtokunnan tehtävänä on vahvistaa Rahoitustarkastuksen valvontaa koskevat ohjeet asioista, jotka ovat merkittäviä tai periaatteellisia ja laajakantoisia valvonnan kannalta tai joilla muuten on yleistä merkitystä. Johtokunta vahvistaa myös ne valvottaville annettavat määräykset ja ohjeet, joita johtokunta ei ole siirtänyt johtajan vahvistettavaksi. Johtokunta päättää valvontamaksuista ja huolehtii rahoitusmarkkinoita valvovien viranomaisten yhteistyön kehittämisestä sekä vahvistaa Vakuutusvalvontaviraston kanssa tehtävän yhteistyön periaatteet. Johtokunta ratkaisee sellaiset Rahoitustarkastuksen sisäistä hallintoa koskevat asiat, jotka työjärjestyksessä määrätään johtokunnan ratkaistaviksi. Johtokunta käsittelee Rahoitustarkastuksen vuotuisen talousarvion ja toimittaa vuotuisen kertomuksen Rahoitustarkastuksen toiminnasta pankkivaltuutetuille. Rahoitustarkastuksen asettaman uhkasakon tuomitsee maksettavaksi johtokunta. Johtokunta

ratkaisee lisäksi ne laajakantoiset periaatteellisesti tärkeät asiat, jotka johtaja saattaa sen käsiteltäväksi. Johtokunta ei voi itse vaatia jonkin asian käsittelemistä johtokunnassa, vaan johtokunnan käsiteltäväksi saatettavista muista kuin laissa nimenomaisesti mainituista asioista päättää Rahoitustarkastuksen johtaja.

Rahoitustarkastuksen toimintaa johtaa ja sen päätökset tekee johtaja. Rahoitustarkastuksen johtajan tehtäviin kuuluvat kaikki ne asiat, joita ei ole nimenomaisesti annettu johtokunnan tehtäväksi. Johtaja vastaa siitä, että Rahoitustarkastukselle kuuluvat tehtävät hoidetaan tehokkaasti, taloudellisesti ja tarkoituksenmukaisesti.

Johtajan apuna toimii neuvoa-antava johtoryhmä, jonka pitää ennen asian esittelemistä johtajan tai johtokunnan ratkaistavaksi käsitellä asiat, jotka koskevat Rahoitustarkastuksen toiminnan ja sen kehittämisen yleisiä suuntaviivoja. Johtoryhmä käsittelee lisäksi ne asiat, joilla on periaatteellista ja laajakantoista merkitystä, sekä toimintasuunnitelman ja toimintakertomuksen ja niihin liittyvät keskeiset asiat.

6.2.3 Valvonnan alueet

Johtamis- ja valvontakulttuuri (corporate governance[4])

Valvontatyössään Rahoitustarkastus lähtee siitä, että valvottavalla itsellään on ensisijainen vastuu toimistaan. Tällöin on keskeistä varmistaa, että valvottavaa johdetaan ammattitaitoisesti ja että valvottavalla on eettisesti ja ammatillisesti korkeatasoiset liiketoimintaperiaatteet ja -käytännöt.

Yrityksen terve johtamis- ja valvontakulttuuri edistää rahoitusjärjestelmän vakaata kehitystä ja lisää sen taloudellista tehokkuutta. Terve johtamis- ja valvontakulttuuri Ratan valvottavissa ja rahoitusmarkkinoilla edesauttaa myös valvojaa sen pyrkimyksissä turvata luottolaitosten toiminnan vakaus. Tästä syystä julkisella valvonnalla on selkeä rooli myötävaikuttaa siihen, että valvottavien johtamis- ja valvontakulttuuri perustuu terveisiin ja läpinäkyviin liiketoimintaa ja toiminnan valvontaa koskeviin periaatteisiin. Keskeisiä tekijöitä valvonnassa ovat valvottavien toiminnalle asetettavat strategiat sekä vastuullisuus näiden strategioiden toteuttamisessa. Vastuullisuuteen

[4] Corporate governance -käsitteelle ei ole yhtä vakiintunutta suomenkielistä vastinetta. Yleisesti siitä käytetään nimitystä ”yrityksen johtamis- ja valvontajärjestelmä”. Corporate governancessa on kysymys yrityksen johdon, hallituksen ja osakkeenomistajien sekä muiden sidosryhmien välisistä suhteista yrityksen harjoittaessa liiketoimintaansa.

liittyy olennaisena osana organisaatiosta, sen päätöksenteosta ja toiminnasta annettavan tiedon riittävyys ja läpinäkyvyys.

Yrityksen johtamis- ja valvontakulttuurin valvonta ja sääntely alkavat, kun rahoituspalveluja tarjoava yritys hakee toimilupaa.[5] Toiminnan aloittamisajankohtaan liittyvällä sääntelyllä ja valvonnalla (entry control) voidaan ennen toiminnan alkamista varmistaa, että rahoitusmarkkinoilla toimivat vain sellaiset yhteisöt, joilla on ammattitaitoinen ja luotettava johto sekä riittävät informaatiojärjestelmät. Toiminnan aloittamisvaiheen sääntelyä ja valvontaa tarvitaan myös sen varmistamiseksi, että yritysrakenteet ja yrityksen toiminnot tulevat olemaan läpinäkyvät sekä markkinoiden että valvojan näkökulmasta.

Rata edellyttää toimiluvan hakijalta tiettyjä liiketoimintaan, vakavaraisuuteen, kannattavuuteen, sisäisiin valvontajärjestelmiin, omistajiin, johtoon, hallintohenkilöihin ym. liittyviä selvityksiä, joiden perusteella se arvioi, täyttyvätkö toimiluvan myöntämisen edellytykset. Yhteisön on koko toimintansa ajan täytettävä toimiluvan saamiselle asetetut kriteerit.

Ratan lähtökohtana on, että erityisesti yritysten johtoelinten on huolehdittava siitä, että yrityksellä on terveen johtamis- ja valvontakulttuurin edellyttämät toimintatavat, läpinäkyvä organisaatiorakenne, selkeä hallituksen ja toimivan johdon työnjako ja vastuunmäärittely sekä kattava sisäinen valvonta. Tästä syystä johdon sopivuudelle ja luotettavuudelle asetetaan korkeat vaatimukset.

Samoin Rata korostaa valvottavan oman sisäisen valvonnan keskeistä merkitystä. Rata edellyttää valvottavalta sellaista organisaatiorakennetta, johon sisältyy riittävästi toiminnan ja päätöksenteon tarkastus- ja valvontapisteitä. Yrityksellä tulee olla tehokkaat sisäiset valvonta- ja informaatiojärjestelmät, jotka turvaavat sen, että hallitus ja toimitusjohtaja voivat vastata heille annetuista johto- ja valvontatehtävistä. Sisäiseen valvontaan kuuluu myös päätösten ja vastuunjaon dokumentointivaatimus.

Vakavaraisuus ja riskienhallinta

Rahoitustarkastuksen vakavaraisuutta ja riskienhallintaa koskevan sääntelyn tavoitteena on vaikuttaa siihen, että

[5] Kyseessä olevien yritysten toimiluvat myöntää valtiovarainministeriö, mutta Rahoitustarkastus huolehtii toimilupaedellytysten selvittämisestä.

a) luottolaitoksilla ja sijoituspalveluyrityksillä on riittävästi pääomaa kattamaan niiden toiminnasta aiheutuvat riskit
b) valvottavilla on niiden toiminnan luonteeseen ja laajuuteen nähden riittävä riskienhallinta ja sisäinen valvonta.

Tavoitteiden taustalla ovat Baselin pankkivalvontakomitean perusperiaatteet hyvästä pankkivalvonnasta[6]. Komitea on lisäksi julkaissut vakavaraisuutta ja riskienhallintaa koskevia suosituksia, joihin EY:n vakavaraisuutta koskevat direktiivit perustuvat. Sijoituspalveluyritysten riskienhallintaa koskevia kansainvälisiä standardeja on antanut myös International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).[7] Näiden suositusten lähtökohtana on kansainvälisesti hyväksytty hyvä riskienhallintatapa. Suosituksissa määritellään se vähimmäistaso, jota valvottavien toiminnalta edellytetään. Näin varmistetaan, että niiden toiminta vastaa hyvää tapaa toimia eikä vaaranna rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Baselin pankkivalvontakomitean mukaan valvojan tulee asettaa vähimmäisvakavaraisuusvaatimus kaikille pankeille. Vähimmäisvakavaraisuusvaatimus on tarpeen sen riskin vähentämiseksi, että pankin tallettajille, velkojille ja muille sidosryhmille aiheutuu tappioita. Nykyisin pankeilta vaaditaan pääomaa 8 % ns. riskipainotetuista eristä.

Vuoden 2006 lopussa voimaan tulevan uuden vakavaraisuuskehikon mukaan valvojan tulee asettaa yksilöity vähimmäisvakavaraisuusvaatimus kaikille pankeille. Vaatimuksen tulee heijastaa pankin ottamaa kokonaisriskiä. Valvojan tulee myös määritellä ne erät, jotka voidaan laskea mukaan pääomaan. Näiden erien määrittelemisessä otetaan huomioon niiden kyky kattaa tappioita. Valvojan tehtävänä on lisäksi laatia arvio siitä, ovatko pankin omat varat riittävät suhteessa riskinoton määrään sekä sisäisen valvonnan ja riskienhallintajärjestelmien tasoon, ja tarvittaessa vaatia pankkia lisäämään omia varojaan.

Olennainen osa valvottavan omaa ohjaus- ja valvontajärjestelmää on nykyisten ja tulevien oman pääoman tarpeiden analysointi ja suunnittelu ottaen huomioon valvottavan strategiset tavoitteet. Vakavaraisuuden määrän tulee olla riittävä varmistamaan häiriötön toiminta eri tilanteissa.

Rahoitustarkastuksen toiminnassa valvottavien omien varojen määrän, vakavaraisuuden, sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan arviointi on yksi instituutiovalvonnan ydinalueista. Rahoitustarkastus arvioi valvottavan pääomastrategioita, riskinottoa, oman pääoman

[6] Basel Committee on Banking Supervision 1997.
[7] IOSCO 2002.

riittävyyden määrittämistä sekä sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan riittävyyttä. Lisäksi Rahoitustarkastus arvioi, pystyvätkö valvottavat varmistamaan sen, että ne täyttävät säädetyn vakavaraisuusvaatimuksen. Vakavaraisuutta ja riskienhallintaa koskeva sääntely muodostaa sen kriteeristön, johon valvonta perustuu ja jonka pohjalta Rahoitustarkastus pyrkii mahdollisimman aikaisessa vaiheessa tunnistamaan valvottavien ongelmat. Jos esimerkiksi oman pääoman määrä uhkaa laskea alle vaadittavan vähimmäistason, Rata edellyttää valvottavaa ryhtymään korjaaviin toimenpiteisiin.

Menettelytapavalvonta

Rahoituspalvelujen tarjonnassa noudatettavien menettelytapojen valvonnassa ja sääntelyssä Ratan tavoitteena on edistää palvelun tarjonnan vapautta ja korkeatasoista asiakkaan- ja sijoittajansuojaa sekä tällä tavoin lisätä asiakkaiden ja sijoittajien luottamusta markkinoiden ja niillä toimivien yhteisöjen toimintaan.

Rahoituspalveluja tarjoavan yhteisön on aina toimittava hyvän tavan mukaisesti. Se ylläpitää ja edistää markkinoiden luotettavuutta, avoimuutta, puolueettomuutta ja eri markkinaosapuolten tasaarvoisuutta. Tämä edellyttää, että palvelun tarjoaja

- toimii rehellisesti, puolueettomasti, ammattitaitoisesti ja huolellisesti tavoitteenaan asiakkaiden etu ja markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen edistäminen
- hankkii asiakkailtaan riittävät tiedot heidän taloudellisesta asemastaan, kokemuksestaan ja palvelua koskevista tavoitteistaan
- antaa asiakkailleen riittävästi ja olennaista tietoa asiakkaan päätöksen tueksi
- pyrkii välttämään eturistiriitoja; jos niitä ei voida välttää, tulee varmistua että asiakasta kohdellaan hyvän tavan mukaisesti
- noudattaa kaikkia sen liiketoimintaan sovellettavia säännöksiä; jos säännökset ovat puutteellisia, tulee toimia niistä ilmenevien periaatteiden ja hyvän tavan mukaisesti, jotta asiakkaiden etua ja markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta voidaan edistää.

Ratan menettelytapavalvonta kohdistuu sen valvottavien asiakassuhteissaan noudattamiin menettelytapoihin. Tämä edellyttää, että rahoitusmarkkinoilla kulloinkin voimassa olevia ”pelisääntöjä” noudatetaan (”code of conduct”). Rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen lisääminen ja ylläpitäminen edellyttää asiakkaiden luottamusta siihen, että valvottavat noudattavat hyvää tapaa markkinoinnis-

saan, sopimusehdoissaan ja muussa asiakkaisiin kohdistuvassa toiminnassaan.

Markkinoilla noudatettavat selkeät pelisäännöt helpottavat osapuolten toimintaa markkinoilla ja auttavat tekemään oikeita valintoja. Lisäksi asianmukaisten menettelytapojen noudattaminen vähentää konfliktitilanteiden syntymistä. Yhtenäiset säännöt myös antavat kaikille palveluntarjoajille samat lähtökohdat toiminnan harjoittamiseen.

Ratan menettelytapasääntely ja -valvonta pyrkivät myös turvaamaan luottamuksen markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen. Puolueettomille markkinoille on avoin pääsy. Puolueettomilla markkinoilla kaikilla on yhtäläiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen rahoitus- ja sijoituskohteita koskevia tietoja. Menettelytapasääntelyllä ja -valvonnalla Rata pyrkii osaltaan myös poistamaan epätäydellisen ja epäsymmetrisen informaation ongelmaa.

Valinnan vapaus lisää myös markkinoiden tehokkuutta liikkuvuuden ja sen myötä kilpailun lisääntyessä. Tämä vaikuttaa myös siihen, että hinnat muodostuvat toimivan kilpailun oloissa.

Tärkeä tekijä kilpailun ja rahoituspalvelun ostajan päätöksenteon kannalta on palvelujen vertailtavuus. Asiakkaiden tulee pystyä vertailemaan tarjolla olevia palveluja ja tuotteita, erityisesti niiden hintoja, tuottoja ja riskejä keskenään. Tämän vuoksi asiakkailla tulee olla oikea-aikainen, riittävä, oikean sisältöinen ja täsmällinen tieto erityyppisistä palveluvaihtoehdoista ja esimerkiksi eri sijoituksiin liittyvistä riskeistä. Informaation tulee olla myös jatkuvasti ja helposti saatavilla. Tiedon lisääntymisellä on asiakkaansuojanäkökohdan lisäksi myös myönteinen vaikutus rahoitusmarkkinoiden kilpailuun.

Ratan menettelytapasääntelyssä kiinnitetään erityisesti huomiota siihen, että palvelun tarjoaja on kertonut asiakkaalle palveluun liittyvistä riskeistä ja että palvelun tarjoamisesta on tehty asianmukaiset sopimukset, joissa osapuolten oikeudet ja velvollisuudet on selvästi määritelty. Sopimusten on myös oltava kohtuullisia siten, että osapuolten oikeudet ja velvollisuudet ovat keskenään tasapainossa.

Palvelun käyttäjän näkökulmasta on otettava huomioon, että Ratan menettelytapasääntelyllä vaikutetaan markkinoiden toimintaan kokonaisuutena. Ratan toimenpitein ei siten voida varmistaa tietyn sisältöistä tulosta. Vastuu rahoituspalvelun tai tuotteen valinnasta on aina asiakkaalla itsellään.

Markkinoiden valvonta

Tietojen julkistamista (tiedonantovelvollisuutta) ja markkinoiden yleistä läpinäkyvyyttä koskevalla sääntelyllään Rata pyrkii vähentä-

mään epätäydellisen ja epäsymmetrisen informaation ongelmaa, edistämään markkinoiden luotettavaa toimintaa sekä sijoittajien ja rahoituspalvelujen käyttäjien suojaa ja tällä tavoin edistämään luottamusta markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen. Yhdessä menettelytapavalvonnan kanssa tällä sääntelyllä pyritään varmistamaan, että sijoittaja kantaisi ainoastaan sijoitusriskin eikä esim. sijoituspalvelun tarjoajaan tai kaupankäyntijärjestelmään liittyvää riskiä.

Julkinen ja läpinäkyvä tieto tarkoittaa, että tieto on

- jatkuvaa
- luotettavaa
- kattavaa
- oikea-aikaista (timely)
- paikkansa pitävää (accurate) ja
- vertailukelpoista.

Julkinen ja läpinäkyvä tieto on keskeinen edellytys markkinakurin (markkinoiden sisäinen kurinpitomekanismi eli market discipline) toteutumiselle. Tietojen julkistaminen palvelee myös ns. suuren yleisön tiedonsaantitarvetta. Markkinakuri sisältää kaksi toisiinsa liittyvää näkökulmaa

- rationaalisen päätöksenteon ja
- sijoituspäätösten vaikutuksen yrityksen toimintaan.

Rationaalinen päätöksenteko tarkoittaa sijoittajien mahdollisuutta tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. Se edellyttää riittävän, olennaisen ja ajantasaisen tiedon saantia yrityksen toiminnasta, pääomasta, toiminnan tuloksellisuudesta, riskisyydestä, riskienhallintajärjestelmästä, johtamisesta ja muista merkityksellisistä seikoista.

Sijoittajien myynti- ja ostopäätökset samoin kuin lainanantajien lainanantopäätökset vaikuttavat rahoituksen hinnan ja saatavuuden kautta yrityksen käyttäytymiseen ja saavat yrityksen ryhtymään toimiin estääkseen sen kannalta epäsuotavan kehityksen (suora vaikutus). Markkinahinnat signaloivat kaikille markkinoilla toimijoille sekä viranomaisille mahdollisista heikennyksistä yrityksen tilassa ja voivat tällä tavoin epäsuorasti saada aikaan korjaavia toimenpiteitä (epäsuora vaikutus).

Ratan tehtävät markkinoiden tiedonsaannin ja läpinäkyvyyden parantamisessa ovat

- tietojen julkistamisvelvoitteiden (tiedonantovelvoitteiden) ja -käytäntöjen asettaminen ja kehittäminen

– säännöllinen tiedottaminen markkinoille valvottavien taloudellisista tunnusluvuista (aggregaattitiedot) sekä muu markkinoiden vakautta, luotettavuutta ja tehokkuutta edistävä tiedottaminen valvottavista sikäli kuin se on mahdollista sekä
– tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten noudattamisen valvonta.

Tiedonantovelvollisuutta koskevalla sääntelyllä pyritään edistämään tiedonsaantia (täydellisen informaation tavoite) ja markkinakurin toteutumista sekä tätä kautta rahoitusjärjestelmän ja rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden asianmukaista toimintaa. Jatkuva korkealaatuinen tiedon julkistaminen parantaa markkinaosapuolten kykyä erottaa hyvin riskipitoiset luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset terveistä luottolaitoksista ja sijoituspalveluyrityksistä ja mahdollistaa markkinakurin korjaavat toimenpiteet riittävän ajoissa. Julkistamisella ja sitä edistävällä sääntelyllä on myös vaikutuksensa markkinoiden vakauteen siten, että tarkka ja ajantasainen informaatio auttaa markkinaosapuolia seuraamaan pitkäjänteisesti yritysten toimintaa ja on näin omiaan estämään pelkästään satunnaisen informaation varassa toimivien äkillisiä paniikinomaisia toimia (esim. äkillistä varojen nostamista pankista).

Rata julkaisee säännöllisesti luottolaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä ja muita rahoitusmarkkinoilla toimivia valvottaviaan koskevia taloudellisia tunnuslukuja (aggregaattitietoina) sekä muita näiden taloudellisen tilan ja toiminnan kannalta merkityksellisiä tietoja. Ratan julkaisemat tiedot auttavat sijoittajia ja rahoituspalvelujen käyttäjiä arvioimaan paremmin yrityksen taloudellista tilaa (safety & soundness).

Osana lainsäädännössä asetettujen tiedonantovelvollisuuksien noudattamisen valvontaa Rata pyrkii ohjaamaan tiedonantovelvollisuutta siten, että annetut tiedot täyttävät mahdollisimman hyvin linjauksen alussa määritellyt tietojen laadulliset ominaisuudet.

6.2.4 Käytännön valvontatyö

Instituutiovalvonta

Ratan valvottavista keskeisimpiä ovat luottolaitokset, arvopaperipörssi, selvitysyhteisöt ja sijoituspalveluyritykset. Valvontatyössään Rata arvioi näiden taloudellista tilaa, riskiasemaa, riskinkantokykyä sekä riskienhallintajärjestelmiä. Laajemmin katsottuna tämän ns. instituutiovalvonnan piiriin kuuluu myös markkinoiden perusrakenteiden, kuten arvopaperikaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien, valvonta.

Ratan valvontatyö koostuu jatkuvasta valvonnasta ja tarkastuksista. Jatkuvassa valvonnassa seurataan Ratan valvottavien toimintaa ja taloudellista tilaa muun muassa analysoimalla valvottavilta säännöllisesti saatavia raportteja ja tekemällä valvontakäyntejä.

Tarkastustoiminta tukee jatkuvaa valvontaa. Tarkastuksilla on mahdollista saada syvällinen kuva valvottavien sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan toimivuudesta.

Kokonaistarkastuksessa luodaan kokonaisarvio valvottavan taloudellisesta tilasta, riskeistä ja niiden hallinnasta sekä toiminnan lainmukaisuudesta. Kokonaistarkastuksia Rata tekee yleensä vain pieniin ja keskisuuriin valvottaviin.

Teematarkastus koskee vain osaa valvottavan toiminnasta. Teematarkastukset tehdään usein samanlaisina useisiin valvottaviin. Silloin on kysymys ns. painoaluetarkastuksista, joiden aihealueet on vahvistettu toiminnansuunnittelun yhteydessä. Ratan tarkastukset suurissa valvottavissa ovat nykyisin pääasiassa teematarkastuksia.

Valvonta on tiimityötä. Yksittäiseen tehtävään tai tarkastukseen saattaa osallistua asiantuntijoita eri ryhmistä, osastoilta tai muista viranomaisista. Valvontatehtävien priorisointi, koordinointi ja voimavarojen kohdentaminen otetaan huomioon jo toiminnan suunnittelussa määriteltäessä valvonnan painoalueita.

Rata kohdistaa voimavaransa niille alueille, joilla se arvioi olevan markkinoiden vakauden kannalta suurimmat riskit (riskilähtöinen valvonta). Tässä lähestymistavassa riskien oikea tunnistaminen on avainasemassa. Riskit voivat olla valvottavakohtaisia tai ympäristön muutoksista aiheutuvia, kaikkiin valvottaviin kohdistuvia muutospaineita. Rata laatii riskien tunnistamiseksi vuosittain kaikista suurista valvottavistaan riskiarvion. Tämä niin sanottu kriittinen arvio valvottavasta muodostuu yhteisestä ympäristöanalyysistä sekä valvottavakohtaisesta jatkuvan valvonnan ja tarkastusten tuottamasta informaatiosta. Se on Ratan eri tarkastajien näkemyksistä koottu arvio valvottavan toimintaedellytyksistä, riskeistä ja taloudellisesta tilasta.

Maksujärjestelmävalvonta

Rahoitustarkastus valvoo maksujenvälitysjärjestelmiin osallistuvien pankkien keskinäisten maksujen ja asiakasmaksujen välitystä. Maksujärjestelmätarkastusten tavoitteena on arvioida valvottavan maksuliikenteen strategiaa ja tavoitteita sekä maksujärjestelmien organisointia, toimintaa ja niihin liittyvien riskien hallintaa. Tarkastuksia ei yleensä kohdisteta tuotetasolle saakka, vaan lähtökohtana on proses-

siajattelu. Tarkastuksissa pyritään selvittämään ja ymmärtämään valvottavan koko maksujenvälitysprosessi kontrolleineen.

Keskeisissä pankeissa tehtävät tarkastuskäynnit ovat valvonnan perusta. Niitä tukevat pankeilta saatavat raportit. Painopiste on pankkien välisten maksujärjestelmien ja niihin liittyvien ATK- ja sisäisen valvonnan järjestelmien tarkastamisessa. Tärkeimpiä tarkastuskohteita ovat maksuliikenteeseen liittyvät riskit, pankkien laatimat riskikartoitukset ja -analyysit sekä niihin perustuva pankkien riskienhallinta. Pankeilla tulee olla arvio mm. maksuliikennesopimusten, -lainsäädännön ja viranomaismääräysten juridisesta riskistä. Häiriötilanteiden ja toimintakatkosten (esim. tulipalojen tai pommiuhkien) varalta pankilla tulee olla varajärjestelmät ja jatkuvuussuunnitelmat.

Uudet yleisölle tarjottavat maksupalvelutuotteet ja niihin liittyvät riskit tarkastetaan ennakkoon ennen tuotteiden markkinointia yleisölle. Etenkin maksupalvelutuotteiden vakioehdot ja niiden muutokset tulee hyväksyttää ennakolta Rahoitustarkastuksessa.

Markkinavalvonta

Arvopaperimarkkinoiden valvonnassa korostuu Ratan tehtävä ylläpitää markkinoiden luotettavuutta. Tässä tehtävässään Rata valvoo markkinoiden menettelytapoja, arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden noudattamista ja tutkii epäiltyjä sisäpiirintiedon väärinkäytön tapauksia, kurssimanipulaatioita ja muita arvopaperimarkkinarikoksia. Rata pyrkii vaikuttamaan myös arvopaperikaupankäynnin ja selvitystoiminnan sujuvuuteen ja toimintavarmuuteen. Rata kiinnittää huomiota valvottaviensa menettelytapoihin markkinoilla seuraamalla niiden käyttämiä markkinointikeinoja ja vakiosopimusehtoja.

Sijoittajan tiedonsaannin turvaamiseksi arvopaperimarkkinalaissa on asetettu arvopapereiden liikkeeseenlaskijoille tiedonantovelvollisuus, jonka noudattamista Rahoitustarkastus valvoo. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvoitteet liittyvät arvopaperin arvoon vaikuttavan tiedon julkistamiseen. Julkistamisella tarkoitetaan tiedon samanaikaista ilmoittamista arvopaperipörssille ja keskeisille tiedotusvälineille, ja se on tehtävä ilman aiheetonta viivytystä.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa tilinpäätös, tilinpäätöstiedote sekä osavuosikatsaus. Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskija ei ole kuitenkaan velvollinen laatimaan osavuosikatsausta. Lisäksi liikkeeseenlaskija on velvollinen tiedottamaan yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Näitä ovat mm. merkittävät yrityskaupat, osinko- ja

osakeantipäätökset sekä organisaatiomuutokset. Julkistamisvelvollisuus syntyy, kun yhtiö on tehnyt päätöksen tai sen tietoon on tullut seikka tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvasta asiasta.

Arvopaperin liikkeeseenlaskusta on laadittava tarjous- tai listalleottoesite, jossa on oltava riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Rahoitustarkastus tarkastaa, että esite sisältää kaikki laissa edellytetyt seikat ja hyväksyy esitteen ennen sen julkistamista, mutta ei vastaa esitteen sisällön oikeellisuudesta.

Sisäpiiritutkinnan tavoitteena on selvittää, onko sisäpiirintietoa käytetty hyväksi arvopaperikaupassa, ja jos on, ketkä ovat siihen syyllistyneet. Tutkinnan kohteeksi otetaan yleensä selvästi epäilyttävien tapahtumien lisäksi muita tapahtumia, kuten isot yrityskauppahankkeet, joissa voidaan olettaa olleen merkittävää sisäpiirintietoa ja laaja sisäpiiriläisten joukko. Rata saa vihjeitä epäilyttävistä tapauksista pörssistä, markkinaosapuolilta, tiedotusvälineistä, yksityisiltä sijoittajilta ja ulkomaisilta valvontaviranomaisilta. Tutkinnan apuna on valvontajärjestelmä, jolla muun muassa analysoidaan mahdollisia poikkeamia ja selvitetään kaupoissa osapuolina olevat välittäjät.

Sisäpiiritutkinnassaan Rata pyrkii muun muassa selvittämään, mistä sisäpiirintieto on peräisin ja kuinka laajalle sisäpiirintieto on mahdollisesti levinnyt. Yhtiöltä pyydetään tiedot kaikista niistä henkilöistä, jotka ovat olleet mukana käsittelemässä sisäpiirintiedon alaista asiaa (hankekohtainen sisäpiirirekisteri), sekä siitä, milloin nämä sisäpiiriläiset ovat saaneet asiasta tiedon. Rahoitustarkastuksella on lakiin perustuva oikeus saada tietoonsa kauppojen toimeksiantajat. Rata kääntyy tarvittaessa ulkomaisten valvontaviranomaisten puoleen saadakseen tietoja hallintarekisteröidyistä ulkomaisista omistajista.

Rata arvioi tutkinnan tulosten pohjalta, onko aihetta epäillä, että sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa on rikottu. Jos epäilyyn on aihetta, Rata tekee poliisille tutkintapyynnön.

Rahanpesun estäminen

Rahanpesun estämisessä Rahoitustarkastuksen tehtävä painottuu rahanpesun ennalta ehkäisemiseen. Rata valvoo, että sen valvottavat noudattavat lain edellyttämiä menettelytapoja yhtenäisesti tekemällä valvottaviinsa rahanpesun torjuntaan liittyviä tarkastus- ja valvontakäyntejä. Näiden käyntien tarkoituksena on varmistaa, että valvottavien toiminta ja sisäiset riskienhallinta- ja valvontajärjestelmät ovat sillä tasolla, että sekä sisäinen että ulkoinen rikollinen toiminta pystytään havaitsemaan ja torjumaan jo varhaisessa vaiheessa.

Ratalla on velvollisuus ilmoittaa keskusrikospoliisin yhteydessä toimivalle Rahanpesun selvittelykeskukselle, jos sillä on syytä epäillä valvottavansa toimintaan liittyvien varojen laillista alkuperää.

Finanssiryhmien valvonta

Pankki- ja vakuutussektorilla on viime vuosina koettu merkittäviä rakennemuutoksia. Markkinoiden kehittyminen, eräiden tuotteiden yhdenmukaistuminen ja jakeluverkkoyhteistyön tiivistyminen ovat hämärtäneet perinteisten pankki- ja vakuutustoimintojen rajoja. Finanssiryhmittymien syntyminen on johtanut siihen, että ryhmittymän riskejä ei voida arvioida pelkästään ryhmittymään kuuluvien yritysten näkökulmasta, vaan huomioon on otettava myös ryhmäkokonaisuus. Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto (VVV) ovat tiivistäneet yhteistyötään, jottei valvontaan pääsisi syntymään katvealueita.

Finanssiryhmittymien toiminta vaikuttaa niin raha- ja pääomamarkkinoihin kuin maksu- ja selvitysjärjestelmiinkin. Ryhmittymän toiminta ja riskinotto muodostavat laajan ja monitasoisen kokonaisuuden. Ryhmittymä saattaa supistaa pankki- ja vakuutuspuolen riskien realisoitumisen aiheuttamia kustannuksia, sillä toimialahajauttamisen tehnyt yhteenliittymä lienee vakavaraisuudeltaan turvatumpi kuin erillisinä yrityksinä.

Finanssikonglomeraatit ovat usein kuitenkin kooltaan niin suuria, että niiden taloudellisten vaikeuksien laajentuminen saattaisi horjuttaa rahoitusmarkkinoiden häiriötöntä toimintaa ja siten vaarantaa myös tallettajien ja sijoittajien aseman sekä vakuutetut edut. Ryhmittymän riskiasema voi ylittää erillisen pankin ja vakuutusyhtiön yhteenlasketut toiminnan riskit silloin, kun fuusio mahdollistaa sääntelyarbitraasin. Systeemikriisin todennäköisyys saattaa näin ollen kasvaa ryhmittymän sisällä. Jos systeeminen kriisi puhkeaa, todennäköisyys, että finanssiryhmittymän vakavat vaikeudet tartuttavat muut rahoitusmarkkinoiden toimijat, on suurempi, sillä ryhmittymä on systeemisesti merkittävämpi kuin sen osat erikseen. Mahdollisia uhkatekijöitä ovat tartuntariskin ohella intressiristiriidat sekä sääntelyn ja valvonnan katvealueiden hyväksikäyttö ryhmittymässä.

Tartuntariskillä tarkoitetaan uhkaa, jossa ryhmittymään kuuluvan yksittäisen yrityksen taloudelliset vaikeudet laajentuvat samaan ryhmittymään kuuluviin terveisiin pankkeihin ja vakuutusyhtiöihin. Tartuntariski voi johtua useista syistä. Ensinnäkin kaikkien ryhmittymän yritysten tietyntyyppiset toiminnot saatetaan keskittää yhteen yritykseen, jolloin tällaisen yrityksen vaikeudet saattavat levitä myös ryhmittymän muihin yrityksiin, jos yritykset eivät valvo näin ulkoista-

miaan toimintoja asianmukaisesti. Tartuntariski voi myös liittyä ryhmittymän sisäiseen lainoittamiseen ja toisten puolesta annettavien sitoumusten myöntämiseen sekä ryhmittymään kuuluvien yritysten riskien vakuuttamiseen ilman riittävää jälleenvakuutusturvaa.

Finanssikonglomeraatissa saatetaan joutua tilanteeseen, jossa liiketoimintaa koskevat päätökset ja liiketoimet tehdään vastoin ryhmittymään kuuluvan yksittäisen yrityksen etua. Esimerkiksi ryhmittymän kassavirtaa, yhteisiä kuluja tai konsernitukea voidaan pyrkiä kohdentamaan heikommalle osapuolelle epäedullisella tavalla. Lisäksi muulla kuin markkinahintaan perustuvalla hinnoittelulla saatetaan siirtää varoja yrityksestä toiseen tavalla, joka heikentää tallettajien asemaa tai vakuutettuja etuja. Riskien siirtämistä yrityksestä toiseen saatetaan myös peitellä taseen ulkopuolisilla sitoumuksilla, jolloin yrityksen riskit eivät ilmene sen taseesta. Intressiristiriita voi toisaalta syntyä myös rahoitus- ja vakuutusryhmittymän ja sen asiakkaiden edun välillä. Esimerkiksi asiakkaan varoja voidaan pyrkiä sijoittamaan kohteisiin, jotka palvelevat ennen kaikkea rahoitus- ja vakuutusryhmittymän tarkoitusperiä.

Finanssitavaratalojen valvonnassa tulee pyrkiä yhdenmukaisesti arvioimaan ryhmittymän ja siihen kuuluvien yhtiöiden riskienhallintajärjestelmiä. Käytännössä tarvitaan molempien valvojien yhteistä ohjeistusta, jota valmistellaan parhaillaan yhteistyössä Ratan ja VVV:n kesken. Ryhmittymän valvojien muitakin yhteistyömuotoja täsmennetään. Esimerkiksi tarkastukset suunnitellaan ja toteutetaan yhteistyössä. Sääntelykehikon yhdenmukaistaminen ja tämän tueksi luotava riskipohjainen valvontakehikko ovatkin tärkeitä tulevaisuuden haasteita.

Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto ovat laatineet yhteisen valvontapöytäkirjan, jonka tarkoituksena on dokumentoida ja selkiyttää vakuutus- ja rahoitusvalvonnan yhteistyötä ja menettelytapoja valvonnan eri osa-alueilla. Yksityiskohtaisempi valvontapöytäkirja on allekirjoitettu Sampo-konsernin valvonnasta. Käytännön yhteistyötä tehdään muun muassa Sammon valvontaryhmässä.

Yhdessä muiden pohjoismaisten valvontaviranomaisten kanssa Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto ovat allekirjoittaneet pöytäkirjan rahoitus- ja vakuutusryhmittymä Nordean valvonnasta. Nordean valvontaa varten on myös perustettu valvontaryhmä, joka koostuu mainittujen valvontaviranomaisten edustajista.

Valvontapöytäkirjoilla ei kuitenkaan ole sitovaa oikeudellista merkitystä, vaan viranomaisten oikeudet ja velvollisuudet määräytyvät yksinomaan asianomaista viranomaista koskevan lain mukaisesti.

Suomessa helmikuussa 2002 voimaan tulleilla finanssiryhmittymien valvontaa koskevilla lainmuutoksilla selkiytettiin viranomaisten

keskinäistä työnjakoa ja toimivaltaa finanssiryhmittymien valvonnassa. Samalla selkiytettiin ja laajennettiin finanssiryhmittymään ja finanssiryhmittymän emoyrityksenä olevaan holdingyhtiöön sovellettavia säännöksiä. Lisäksi muutosten voimaantulon myötä vakuutusyhtiöiden ja pankkien asiakastietojen luovuttamista koskevat säännökset ovat yhdenmukaiset, mikä mahdollistaa pankkien ja vakuutusyhtiöiden tuotteiden ristiin myynnin finanssiryhmittymissä ja eräissä muissakin pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhteistoimintajärjestelyissä. Muutos mahdollisti myös luotettavan asiakasriskien hallinnan.

Kansallisella lainsäädännöllä ei kuitenkaan voida ratkaista eri maiden viranomaisten toimivaltuuksia kansainvälisten finanssiryhmittymien valvonnassa. Tältä osin valmisteilla oleva EU:n direktiivi finanssiryhmittymien valvonnasta selkiyttää kansainvälisiä valvontaperiaatteita määrittelemällä muun muassa kansainvälistä ryhmittymää valvovan päävastuullisen viranomaisen ja taloudellisen aseman seurannassa sovellettavan lainsäädännön.

6.2.5 Rahoitustarkastuksen valtuudet ja sanktiot

Rahoitustarkastuksen valtuudet ovat joko norminantovaltuuksia eli valtuuksia antaa valvottavia yleisesti koskevia määräyksiä ja ohjeita tai valtuuksia tehdä yksittäisiä valvottavia koskevia päätöksiä. Säännökset näistä valtuuksista sisältyvät rahoitustarkastuslakiin, ja ne ovat lähtökohtaisesti samansisältöiset kaikkiin Rahoitustarkastuksen valvottaviin nähden.

Rahoitustarkastus voi puuttua yksittäisen valvottavan hallintoon ja toimintaan. Tällaisia valtuuksia ovat muun muassa Rahoitustarkastuksen oikeus vastustaa huomattavan omistusosuuden hankintaa, oikeus määrätä tietyissä tilanteissa tilintarkastaja sekä oikeus asettaa määräaika suurten asiakasriskien saattamisesta lain vaatimalle tasolle.

Rahoitustarkastuksella on oikeus antaa tarkempia määräyksiä lain soveltamisesta. Esimerkkeinä mainittakoon Rahoitustarkastuksen oikeus antaa tarkempia määräyksiä kassavarantoon sisällytettävistä eristä, suurten asiakasriskien ilmoittamisesta, vakavaraisuussäännösten soveltamisesta tai osavuosikatsauksen ja vuosikatsauksen laatimisesta.

Rahoitustarkastus voi myöntää valvottaville poikkeuksia yksittäisissä, laissa määrätyissä tilanteissa. Rata voi esimerkiksi myöntää luvan jättää konsernitilinpäätös laatimatta tai myöntää luvan jättää laskematta ensisijaisten ja toissijaisten omien varojen määrästä tehtävät tietyt vähennyserät.

Rahoitustarkastuksen tietojen saannin varmistamiseksi Rahoitustarkastuksen edustajalla on läsnäolo-oikeus valvottavan päätös- ja hallintovaltaa käyttävien elinten kokouksissa. Rahoitustarkastuksella on oikeus kutsua nämä kokoukset tarvittaessa koolle.

Rahoitustarkastuksella on myös oikeus saada tarkastettavakseen valvottavan toimipaikassa valvottavaa ja sen asiakasta koskevat asiakirjat ja muut tallenteet, kuten pöytäkirjat, kirjanpitoaineisto ja toimeksiannot, jos se pitää sitä tehtävänsä suorittamisen kannalta tarpeellisena. Rahoitustarkastuksella on oikeus saada myös valvottavan tilintarkastajalta kaikki valvottavaa koskevat valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot, jotka tilintarkastajalla on hallussaan.

Muita merkittävimpiä valtuuksia ovat lisäksi Rahoitustarkastuksen oikeus tietyin rajoituksin

- määrätä valvottavan toimintaa koskeva *erityistarkastus*
- asettaa *toimeenpanokielto* eli kieltää valvottavan päätös- ja hallintovaltaa käyttävien elinten ja sijoitusrahaston rahasto-osuuden omistajien kokouksen tekemän päätöksen tai suunnitteleman toimenpiteen toteutus tai muu menettely
- antaa valvottavalle sen *kirjanpitoa koskevia määräyksiä*
- tehdä valtiovarainministeriölle esitys siitä, että ministeriö *rajoittaisi valvottavan osingonjakoa tai vuosivoiton käyttöä* muuhun tarkoitukseen kuin valvottavan vakavaraisuuden vahvistamiseen
- määrätä *asiamies valvomaan valvottavan toimintaa*
- *kieltää talletuspankkia vastaanottamasta talletuksia* tai rajoittaa talletusten vastaanottamista
- oikeus *kieltää sijoituspalveluyritystä tai luottolaitosta tarjoamasta sijoituspalveluja* tai säilytys- ja hoitopalvelua
- *muuttaa antamansa luvan ehtoja tai peruuttaa lupa*
- esittää valtiovarainministeriölle, että ministeriö *muuttaisi antamansa luvan ehtoja* tai *peruuttaisi luvan*, esim. luottolaitoksen toimiluvan
- asettaa valvottavalle *uhkasakko* ja tuomita se maksettavaksi.

Rahoitustarkastusta koskevan lain uudistus

Rahoitustarkastuksen nykyiset valvontavaltuudet ovat suurelta osin jälkikäteiseen reagointiin painottuvia, peruuttamattomuutta korostavia ja käyttötavoiltaan raskaita. Tällaisista valtuuksista voidaan esimerkkeinä mainita asiamiehen asettaminen, uhkasakon määrääminen, esityksen tekeminen toimiluvan peruuttamisesta ja vahingonkorvauskanteen nostaminen. Ennakoivuuttakin tukevista käytännön valtuuk-

sista osa, esimerkiksi huomautus, ei perustu lakiin, mikä tekee niistä tehottomia.

Myös kansainvälisiin suosituksiin verrattuna Ratan nykyiset valvontavaltuudet ovat riittämättömät. Kansainvälisen valuuttarahaston arvion[8] mukaan keskeisin puute on, että valvojalla ei ole keinoja puuttua valvottavan toimiin ajoissa ennen kuin tämän toiminnan vakaus on tullut uhatuksi.

Parhaillaan (kesä 2002) valmisteilla olevan uuden Rahoitustarkastusta koskevan lain mukaan luottolaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä ja panttilainauslaitoksia koskevat lupa-asiat, erityisesti toimilupien myöntäminen ja peruuttaminen, siirtyisivät valtiovarainministeriöltä Rahoitustarkastukselle. Lisäksi Ratan sanktiovalikoimaa laajennettaisiin valtuuksilla, joita voitaisiin käyttää erityisesti pienempiin rikkomuksiin silloin, kun ne eivät edellytä toimiluvan peruuttamista tai kun uhkasakon asettaminen ei ole tarkoituksenmukaista. Rahoitustarkastus voisi antaa valvottavilleen tietyissä laissa säädetyissä tapauksissa joko julkisen huomautuksen tai, jos rikkomus on vakavampi, julkisen varoituksen taikka määrätä hallinnollisen seuraamusmaksun.

Ennakoivan valvonnan toimintaympäristöön kuuluu olennaisena osana valvojan oma vastuu, joka tasapainottaa tehokkaampia ja valvojan harkintaa korostavia valvontavaltuuksia. Rahoitustarkastuksen toimivaltuuksia ja siten yhteiskunnallista vaikutusvaltaa laajennettaessa on valvonnan vastuullisuuden, ennakoitavuuden sekä läpinäkyvyyden vuoksi perusteltua muuttaa Rahoitustarkastuksen hallintoa siten, että siinä omaksutaan uusien valtuuksien edellyttämä tehtävien ja toimivallan vastuunjako. Lakiesityksessä ehdotetaankin, että Rahoitustarkastuksen operatiivinen ohjausvastuu (johtaja ja johtoryhmä) erotetaan nykyistä selvemmin yleisen tason politiikka- ja ohjausvastuusta (johtokunta). Johtokunnan asemaa toiminnan yleisten tavoitteiden asettajana ja toimintalinjoista päättävänä sekä tärkeimmät päätökset tekevänä elimenä korostettaisiin. Vastuu Rahoitustarkastuksen koko hallinnon toimivuuden valvonnasta olisi pankkivaltuustolla.

6.2.6 Rahoitustarkastuksen sääntelytoiminta

Ratan sääntelytoiminta koostuu koti- ja ulkomaisen rahoituslainsäädännön valmistelutyöstä sekä Ratan omasta norminannosta (määräys- ja ohjekokoelma), lausunnoista ja kannanotoista. Määräyskokoelmassaan Rahoitustarkastus (Rata) määrittelee rahoitusmarkkinoiden toi-

[8] International Monetary Fund 2001.

mintaa ja valvontaa ohjaavan sääntelypolitiikkansa lähtökohdat sekä selkiyttää omaa rooliaan niin valvottaviin kuin muihin markkinoilla toimiviin nähden. Samalla Rata sitoo sääntelynsä kiinteästi kansainvälisiin valvontaa ja sääntelyä koskeviin periaatteisiin (core principles).

Norminannossaan Rata pyrkii selkeästi tuomaan esiin, minkälaiset sen antamat a) sitovat velvoitteet tai b) suositusluonteiset ohjeet koskevat Ratan valvottavia ja markkinoilla toimivia. Valvottavia koskeva oikeudellisesti sitova sääntely sisältyy Rahoitustarkastuksen määräyskokoelmaan. Suositusluonteisella ohjeistuksella Rata pyrkii ohjaamaan valvottaviensa tai muiden markkinoilla toimivien käyttäytymistä tai linjaamaan tulkintaansa joistakin oikeussäännöistä. Tällaista ohjeistusta annetaan silloin, kun asiaa ei ole lainsäädäntötasolla ohjeistettu ja Rata katsoo ohjeistuksen antamisen tarpeelliseksi.

Rahoitustarkastus tukee omalta osaltaan EU:n tavoitteita lainsäädännön joustavoittamisesta, lainvalmistelun nopeuttamisesta ja kansallisen täytäntöönpanon yhdenmukaistamisesta. Lisäksi Rata ottaa omassa sääntelytoiminnassaan huomioon nämä tavoitteet siinä laajuudessa kuin se Suomen lainsäädäntörakenteen puitteissa on mahdollista.

Ratan uudistettavassa määräyskokoelmassa ajattelu pyritään saamaan esiin selkeänä, tavoitteellisena linjauksena. Siitä pitäisi käydä selvästi ilmi sääntelyn tarkoitus sekä sääntelyn sisältämät valvottavia ja markkinoita koskevat velvoitteet ja suositukset. Sääntelyssä pyritään myös mahdollisuuksien mukaan välttämään liian yksityiskohtaisia säännöksiä ja jättämään valvottaville liikkumavaraa erilaisten toimintatapojen valinnassa. Näin saadaan tilaa markkinoiden ja markkinoilla toimivien itsesääntelylle sekä markkinakurille.

Joustavuus Ratan sääntelyn lähtökohtana ilmenee erityisesti siinä, että oikeudellisesti sitovan sääntelyn rinnalla käytetään suositusluonteista, valvottavien ja markkinoiden toimintatapoja sekä Ratan tulkintoja linjaavaa ohjeistusta. Tällaista ohjeistusta ovat mm. Ratan antamat kannanotot tiedonantovelvollisuudesta markkinoille. Joustavuus näkyy myös Ratan tulkintasuosituksissa, kuten luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten liiketoimintaa ja sen ulkoistamista koskevien säännösten tulkinnoissa. Joustavuuteen liittyy myös se, että Rata pyrkii nostamaan kansainvälisiä suosituksia markkinoiden ja valvottavien toimintaa ohjaaviksi menettelytavoiksi, ellei näitä ole jo lainsäädännössä huomioitu ja ellei lainsäädäntö aseta suositusten käyttämiselle esteitä.

Rata seuraa markkinoiden olosuhteita ja harkintansa mukaan esittää valtiovarainministeriölle (VM) uusia rahoitusmarkkinoita koskevia lakialoitteita. Rata myös antaa lausuntoja jo valmisteilla olevasta lain-

säädännöstä, ja sen edustajat osallistuvat EU-lainsäädännön valmistelutyöhön komission eri työryhmissä. Omien normien valmistelutyössä kuullaan omia ja ulkopuolisia asiantuntijoita, pidetään yhteyttä markkinaosapuoliin ja varataan valvottaville mahdollisuus vaikuttaa normin valmisteluun.

Kansainvälinen yhteistyö

Eri maiden rahoitusmarkkinavalvojien välisen yhteistyön tarve kasvaa jatkuvasti. Yhteistyöhön ajaa paitsi kansainvälisten finanssikonglomeraattien lisääntyvä palveluntarjonta rajojen yli myös pyrkimys varmistaa tasapuoliset edellytykset kaikkien maiden sisäiselle rahoitustoiminnalle. Erityisesti Euroopan unionin sisällä on keskeistä edistää tehokkaiden ja oikeudenmukaisten rahoituspalveluiden sisämarkkinoiden muodostumista poistamalla eroja eri maiden valvonta- ja sääntelykäytäntöjen väliltä.

Ratan kansainvälisen työn painopiste onkin Euroopassa. Tärkein yhteistyöelin on Euroopan komission alainen pankkialan neuvoaantava komitea (BAC). Komitea avustaa Euroopan komissiota EU:n rahoituslaitoksia koskevan lainsäädännön valmistelussa ja antaa neuvoja muissa EU:n pankkisääntelyyn ja -valvontaan liittyvissä asioissa. Lisäksi se mm. avustaa komissiota EU:n pankkidirektiivien käytännön toimeenpanossa.

Rata osallistuu myös Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) alaiseen pankkivalvontakomiteaan (BSC). Komitea avustaa EKPJ:tä luottolaitosten valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvissä tehtävissä. EKP:tä se avustaa lausuntojen laatimisessa, kun EU:n neuvosto, komissio tai jäsenvaltiot konsultoivat EKP:tä ehdotuksista yhteisön tai jäsenvaltioiden rahoitustoimialaa koskevaksi lainsäädännöksi.

Näiden elinten keskeinen tehtävä on määritellä yhteisiä periaatteita rahoitusmarkkinoiden sääntelylle ja valvonnalle. Ne myös toimivat foorumeina, joilla voi vaihtaa tietoja markkinoiden kehityksestä ja näkymistä ja valvontaan kohdistuvista haasteista. Mainittujen korkean tason elinten työtä valmistellaan ja tuetaan lukuisissa niiden alaisissa asiantuntijatyöryhmissä.

ETA-maiden pankkivalvojien epävirallisen yhteistyöelimen Groupe de Contactin tarkoituksena on edistää valvojien välistä yhteistyötä ja tietojenvaihtoa. Eri maiden valvontakäytäntöjen ja työskentelymenetelmien vertailun tavoitteena on lähentää ETA-maiden käytännön valvontatoimintaa toisiinsa. Viime vuosina Groupe de

Contactin rooli on selvästi korostunut valvontaperiaatteiden ja hyvän valvontakäytännön muotoilijana.

Euroopan arvopaperimarkkinoiden komitea (CESR) puolestaan jatkaa eurooppalaisten arvopaperivalvojien yhteistyöfoorumin FESCOn toimintaa. Komitean tehtävänä on kehittää arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten yhteistyötä ja toimia Euroopan komission neuvonantajana EU:n lainsäädäntöä kehitettäessä. Komitean keskeisenä toimintatapana on kuulla eri osapuolia mahdollisimman laajalti ehdotusten valmistelussa. Komiteassa jäsenmaita edustavat arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten johtajat, joista Ratan johtaja Kaarlo Jännäri toimi komitean varapuheenjohtajana vuonna 2001. Kansainväliseen arvopaperimarkkinavalvojien yhteistyöhön Rata osallistuu myös maailmanlaajuisessa arvopaperivalvojien komiteassa (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO).

Ulkomaisista valvojista Rata tekee tiivimmin yhteistyötä muiden Pohjoismaiden kollegojen kanssa. Jatkuvaa käytännön työtä ovat mm. vuosittaiset yhteispohjoismaiset kokoukset. Nordeaan tehdään tarkastuksia, joihin osallistuu valvojia Norjasta, Ruotsista, Suomesta ja Tanskasta (ks. kappale 6.2.4).

Valvojien välisen yhteistyön keskeiset periaatteet on koottu valvontapöytäkirjoihin, joita Rata on allekirjoittanut kahdentoista maan valvojan kanssa[9]. Lisäksi Rata on osallisena FESCOn jäsenten monenkeskisessä pöytäkirjassa sekä yhteispohjoismaisessa pöytäkirjassa. Valvontapöytäkirjoja on täydennetty yksittäisiä valvottavia koskevilla liitteillä, esim. yhteispohjoismaista pöytäkirjaa on täydennetty rahoitus- ja vakuutusryhmittymä Nordeaa koskevalla sopimuksella. Valvontapöytäkirjoilla ei kuitenkaan voida ratkaista, tulisiko vakuutusvalvojan vai rahoitusmarkkinoiden valvojan olla kansainvälisen finanssikonglomeraatin valvonnan koordinoija.

6.2.7 Tulevaisuudennäkymiä

Yksi lähivuosien keskeisistä valvonnan haasteista liittyy siihen, miten kotivaltiovalvonnassa varmistetaan tulevien eurooppayhtiöiden toiminnan tehokas valvonta ja samalla kyetään turvaamaan kunkin jäsenvaltion finanssimarkkinoiden vakaus. Lisäksi jouduttaneen arvioimaan, miten varmistetaan tehokas ongelmien hoitaminen mahdollises-

[9] Alankomaat, Islanti, Iso-Britannia, Latvia, Liettua, Luxemburg, Norja, Ranska, Ruotsi, Saksa, Tanska ja Viro.

sa kriisitilanteessa, jos kyse ei enää ole yksittäisen jäsenmaan alueella toimivan finanssiryhmittymän ongelmista.

Vaikka konkreettisia vastauksia haasteiden ratkaisemiseksi on mahdotonta tässä vaiheessa esittää, voitaneen olettaa, että seuraavat asiat nousevat esille:

- Markkinoiden oman valvonnan eli markkinakurin merkitys korostuu entisestään. Tämä lisännee entisestään tarpeita saattaa olennaista tietoa julkisuuteen markkinoiden ja niillä toimivien yritysten toiminnasta.
- Sijaintimaan valvontaviranomaisen roolia jouduttaneen arvioimaan uudelleen erityisesti luotto- ja markkinariskien valvonnassa sekä sen ratkaisemisessa, onko kyse systeemiriskistä vai yksittäisen yrityksen mahdollisesta ongelmasta.
- Paineet valvojien yhteistyöhön sekä valvontamenetelmien yhdenmukaistamiseen kasvavat.
- Paineet eri maiden lainsäädäntöjen yhdenmukaistamiseen kasvavat.
- Tarve luoda menettelytavat yli rajojen ulottuvien kriisitilanteiden hoitamiseksi kasvaa.

Arvopaperipuolella on ns. Lamfalussy-prosessin yhteydessä nostettu esiin EU-tason valvontaviranomaisen perustaminen, mikäli Lamfalussyn työryhmän ehdotuksen mukaiset kansallisten viranomaisten yhteistyöhön perustuvat Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitea (CESR) ja sääntelykomitea (ERC) eivät toimi toivotulla tavalla. Pankkivalvonnassa EKP mielii laajempaa roolia valvojana, mikä edellyttäisi kuitenkin Maastrichtin sopimuksen muuttamista. Lisäksi Brouwerin ja Lamfalussyn työryhmät totesivat kumpikin, ettei ole poliittisia eikä käytännöllisiä edellytyksiä eikä välttämättä tarvettakaan ylikansallisten valvontaelimien perustamiseen. Lieneekin oletettavaa, että vuoden 2004 hallitusten välisessä konferensissa (HVK) EU-tason valvontakysymykset nousevat esille. Kansallisten viranomaisten valtuuksissa ja toimintatavoissa on niin suuria eroja, että pitkällä aikavälillä saattaisi olla tarvetta yleiseurooppalaisiin ratkaisuihin.

Lähdeluettelo

Rahoitustarkastuksen Internet-sivut ovat osoitteessa http://www.rahoitustarkastus.fi/.

Basel Committee on Banking Supervision (1997) **Core principles for effective banking supervision.** (http://www.bis.org/)

Euroopan komissio (2000) **Report on financial stability.** Economic paper No. 143 (EFC/ECFIN/240/00-EN FINAL). (http://europa.eu.int/)

Euroopan komissio (2001) **Report on financial crisis management.** Economic paper No. 156 (ECF/ECFIN/251/01-EN-Final). (http://europa.eu.int/)

International Monetary Fund (2001) **Finland: Financial System Stability Assessment.** IMF Country Report No. 01/214. (http://www.imf.org/)

International Organisation of Securities Commissions (2002) **IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.** (http://www.iosco.org/)

Lamfalussy et al. (2001) **Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets.** (http://europa.eu.int/)

Rahoitustarkastus (2002) **Toimintakertomus 2001.** Helsinki.

Liite

Rahoitustarkastuksen valvottavat 1997–2001

	LP	OPR	POP	SPY	SP	LL	VR	SPS	PLL	UE	ULS	AOJ	SIPA	MP	RY	Muut	Yht.	Sivukonttorit yht.
1997	9	250	44	1	39	23	3	43	14	7	12	12	40	3	17	–	517	1 645
1998	9	251	43	1	39	19	3	–	14	6	14	11	46	3	22	15	496	1 591
1999	9	246	43	1	39	17	4	–	13	5	18	11	45	2	25	13	491	1 545
2000	9	244	43	1	39	17	4	–	13	6	18	12	48	1	26	13	494	1 550
2001	9	244	42	1	39	16	4	–	13	7	20	12	50	1	24	13	494	1 579

LP Liikepankit
OPR Osuuspankkien yhteenliittymä
POP Paikallisosuuspankit
SPY Säästöpankkiosakeyhtiöt
SP Säästöpankit
LL Luottolaitokset
VR Vakuusrahastot
SPS Säästöpankkisäätiöt
PLL Panttilainauslaitokset
UE Ulkomaisten luottolaitosten edustustot Suomessa
ULS Ulkomaisten luottolaitosten sivukonttorit Suomessa
AOJ Arvo-osuusjärjestelmän osapuolet
SIPA Sijoituspalveluyritykset
MP Markkinapaikat
RY Rahastoyhtiöt
SK Sivukonttorit
Muut Talletussuojarahasto, Sijoittajien korvausrahasto, sijoituspalveluyritysten omistusyhteisöt (8), luottolaitosten omistusyhteisöt (2), Osuuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö

Luku 7

Vakuutuslainsäädäntö ja -valvonta

Juhani Turunen – Hely Salomaa

7 Vakuutuslainsäädäntö ja -valvonta 348
7.1 Lainsäädäntö 348
7.1.1 Yleiset säännökset 348
7.1.2 Vakuutusyhtiön vakavaraisuutta koskevat säännökset 349
7.1.3 Vakuutustoimintaa koskevat takuujärjestelmät 351
7.2 Vakuutusvalvonta 352
7.2.1 Vakuutusvalvontaviraston tehtävät 352
7.2.2 Vakuutusvalvontaviraston valvontavaltuudet 354
7.2.3 Kansainvälinen yhteistyö ja yhteistyö Rahoitustarkastuksen kanssa 355
Liite 357

Juhani Turunen
Sosiaali- ja terveysministeriö, vakuutusosasto

Hely Salomaa
Vakuutusvalvontavirasto

7 Vakuutuslainsäädäntö ja -valvonta

7.1 Lainsäädäntö

7.1.1 Yleiset säännökset

Vakuutusliikettä harjoitetaan Suomessa erilaisissa yhteisömuodoissa, ja kutakin koskevat omat erityislakinsa. Tärkein vakuutuslaitoksia koskevista laeista on vakuutusyhtiölaki (1062/1979), joka sisältää säännökset vakuutusyhtiöiden toiminnasta ja valvonnasta. Lakisääteistä työeläkevakuutusta ja yrittäjäeläkevakuutusta harjoittavien vakuutusyhtiöiden toiminnasta ja valvonnasta on säännöksiä myös työeläkevakuutusyhtiöistä annetussa laissa (354/1997).

Suomen vakuutuslainsäädäntö on mukautettu vastaamaan Euroopan unionin vakuutustoimintaa sääntelevia direktiivejä. Direktiivejä ei kuitenkaan sovelleta työeläkevakuutusta harjoittavien laitosten toimintaan.

Suomalainen vakuutusyhtiö voi olla yhtiömuodoltaan joko vakuutusosakeyhtiö tai keskinäinen vakuutusyhtiö. Keskinäisen yhtiön osakkaita ovat vakuutuksenottajat. Osakkaita voivat olla myös mahdolliset takuupääoman omistajat. Vakuutusyhtiölain mukaan sekä keskinäiseen vakuutusyhtiöön että vakuutusosakeyhtiöön sovelletaan myös osakeyhtiölakia (734/1978) ja osakeyhtiölain voimaanpanosta annettua lakia (735/1978) siten kuin siitä vakuutusyhtiölaissa säädetään. Vakuutusyhtiölaki koskee sekä vahinko- että henkivakuutusta harjoittavia vakuutusyhtiöitä.

Vakuutusyhtiölaki sisältää säännöksiä vakuutusyhtiön perustamisesta, toimiluvasta, osakkuudesta, johdosta ja hallinnosta, tilintarkastuksesta ja tilinpäätöksestä, vakuutusyhtiöltä vaadittavasta vakavaraisuudesta, henkivakuutuksesta, vakuutusyhtiöiden valvonnasta sekä vakuutusyhtiön selvitystilasta, purkamisesta, sulautumisesta ja vakuutuskannan luovuttamisesta.

Ainoastaan vakuutusyhtiö voi vakuutusyhtiölain mukaan harjoittaa vakuutusliikettä Suomessa, jollei muualla laissa toisin säädetä. Tässä tarkoitettuja muita lakeja ovat muun muassa ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annettu laki (398/1995) sekä vakuutusyhdistyslaki

(1250/1987). Henkivakuutusta harjoittava vakuutusyhtiö ei saa harjoittaa muuta vakuutusliikettä kuin henkivakuutusta ja tapaturma- ja sairausvakuutusta sekä jälleenvakuutusta. Vahinkovakuutusyhtiö ei saa harjoittaa muuta vakuutusliikettä kuin vahinkovakuutusta. Lisäksi vakuutusyhtiö voi harjoittaa laissa tarkemmin määriteltyä vakuutusliikkeeseen liittyvää toimintaa, jota on muun muassa julkisen valvonnan alaisen luottolaitoksen edustajana toimiminen ja sen tuotteiden markkinointi ja myynti.

Vakuutusyhtiön toimiluvan myöntää sosiaali- ja terveysministeriö. Toimilupa on myönnettävä, jos aiotusta vakuutusliikkeestä ja yhtiön osakkaista saadun selvityksen perusteella yhtiön voidaan arvioida noudattavan toiminnassaan terveitä ja varovaisia liikeperiaatteita, jos yhtiön johto täyttää sille laissa asetetut luotettavuus-, sopivuus- ja ammattitaitovaatimukset ja jos yhtiön peruspääoma on vähintään laissa säädetyn suuruinen.

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997) sääntelee työeläkevakuutusyhtiöiden toimintaa. Laki sisältää ainoastaan työeläkevakuutusyhtiöitä koskevat erityissäännökset. Taustalakeina työeläkevakuutusyhtiöihin sovelletaan vakuutusyhtiölakia ja osakeyhtiölakia. Työeläkevakuutusyhtiöistä annettu laki sisältää erityissäännöksiä muun muassa työeläkevakuutusyhtiön perustamisesta, johdosta, vastuuvelasta, toimintapääomasta, voitonjaosta sekä sijoitustoiminnan järjestämisestä. Työeläkevakuutusyhtiön toimiluvasta päätetään valtioneuvoston yleisistunnossa.

Tällä hetkellä muita vakuutuslaitoksia sekä yhteisöjä ovat ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitetun ulkomaisen vakuutusyhtiön edustusto ja vakuutusyhdistyslaissa (1250/1987) tarkoitettu vakuutusyhdistys. Vakuutuskassalaissa (1164/1992) tarkoitettu vakuutuskassa ja eläkesäätiölaissa (1774/1995) tarkoitettu eläkesäätiö eivät harjoita vakuutustoimintaa liikemäisesti, vaan myöntävät etuuksia, joiden voidaan katsoa kuuluvan sosiaalisen henkilövakuutustoiminnan piiriin.

Vakuutusliiketoimintaa koskeva keskeinen lainsäädäntö on koottu eripainokseen Vakuutuslainsäädäntö 2002.

7.1.2 Vakuutusyhtiön vakavaraisuutta koskevat säännökset

Vakuutusyhtiön toimintapääomalla tarkoitetaan sitä määrää, jolla vakuutusyhtiön käypään arvoon arvostetut varat ylittävät yhtiön velat ja muut niihin rinnastettavat sitoumukset. Toimintapääomaan luettavista eristä säädetään asetuksella (462/1995). Vakuutusyhtiön toimintapääoma muodostuu pääosin omasta pääomasta, varauksista ja omaisuuden

käypien arvojen ja taseen kirjanpitoarvojen erotuksesta. Toimintapääoman vähimmäismäärää koskevat säännökset sisältyvät henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden osalta vakuutusyhtiölakiin ja työeläkeyhtiöiden osalta työeläkeyhtiöistä annettuun lakiin.

Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöt

Henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden toimintapääomaa koskevat säännökset perustuvat EU:n henki- ja vahinkovakuutusdirektiiveihin. Henkivakuutusyhtiön toimintapääoman vähimmäismäärää laskettaessa otetaan huomioon toisaalta vakuutusmaksuvastuu ja alkaneiden eläkkeiden korvausvastuu ja toisaalta vakuutusten riskisumma. Vahinkovakuutuksen toimintapääoman vähimmäismäärä taas perustuu vakuutusmaksutuloon ja korvauskuluun.

Vakuutusyhtiölain mukaan vakuutusyhtiön toimintapääoma, jälleenvakuutus ja muut yhtiön vakavaraisuuteen vaikuttavat seikat on järjestettävä vakuutetut edut turvaavalla tavalla ottaen huomioon tuottojen ja kulujen todennäköinen vaihtelu sekä arvioitavissa olevat muut epävarmuustekijät. Sosiaali- ja terveysministeriölle on annettu valtuudet antaa tarkemmat määräykset säännöksen soveltamisesta. Tällä perusteella ministeriö on antanut määräyksen vahinkovakuutusyhtiön vakavaraisuuspääomasta ja tasoitusmäärästä ja niiden rajoista (sosiaali- ja terveysministeriön määräykset kotimaisille vakuutusyhtiöille, STM 1999:65).

Vakuutusyhtiön vakavaraisuuspääoma muodostuu toimintapääomasta ja tasoitusvastuusta. Tasoitusvastuu on vakuutusyhtiön korvausvastuuseen sisältyvä, runsasvahinkoisten vuosien varalta vastuuopillisesti laskettava erä. Tasoitusvastuuta on kartutettava sellaisina vuosina, joina vakuutusyhtiön vahinkosuhde (korvauskulut/vakuutusmaksutuotot) on edellisten vuosien keskiarvoa pienempi. Vastaavasti tasoitusvastuuta on purettava, kun vahinkosuhde on keskimääräistä suurempi. Tasoitusvastuulle on määritelty tavoitevyöhyke ja yläraja.

Vakavaraisuuspääomalle asetetaan määräyksessä vähimmäismäärä sekä tavoitemäärä. Näitä samoin kuin tasoitusvastuun tavoitevyöhykkeen rajoja ja ylärajaa laskettaessa otetaan huomioon vakuutusyhtiön harjoittaman vakuutusliikkeen riskit. Vakavaraisuuspääoman vähimmäis- ja tavoitemäärää laskettaessa otetaan huomioon myös yhtiön sijoitustoiminnan riskit. Vakavaraisuuspääoman vähimmäismäärä on johdettu riskiteorian perusteella niin että sen suuruinen vakavaraisuuspääoma 99 prosentin todennäköisyydellä riittää kattamaan vakuutusliikkeen ja sijoitustoiminnan tuloksen heilahteluista johtuvat mahdolliset tappiot yhden vuoden aikana.

Työeläkevakuutusyhtiöt

Työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain mukaan työeläkevakuutusyhtiön toimintapääoman vähimmäismäärä on kaksi kolmasosaa vakavaraisuusrajasta, joka määritellään riskiteoreettisesti vastaamaan yhden vuoden toimintapääoman tarvetta ottaen huomioon sijoitusten jakautuminen eri omaisuuslajeihin. Vakavaraisuusrajan laskemisesta säädetään tarkemmin valtioneuvoston asetuksella (1281/1999).

Jos työeläkevakuutusyhtiön toimintapääoma on pienempi kuin vakavaraisuusraja, siirto vastuuvelkaan kuuluvaan ositettuun lisävakuutusvastuuseen on kielletty. Ositettua lisävakuutusvastuuta saadaan käyttää vain vakuutuksenottajille vakuutusmaksujen alennuksina annettaviin lisäetuihin. Jos toimintapääoma on suurempi kuin vakavaraisuusraja, mutta pienempi kuin vakavaraisuusrajan kaksinkertainen määrä, yhtiön on kartutettava toimintapääomaansa rajoittamalla siirtoa ositettuun lisävakuutusvastuuseen. Jos toimintapääoma on suurempi kuin vakavaraisuusrajan nelinkertainen määrä, siirto vastuuvelkaan kuuluvaan osittamattomaan lisävakuutusvastuuseen on kielletty. Jos ylityksen voidaan katsoa olevan luonteeltaan pysyvä, yhtiön on järjestettävä toimintansa siten, että yhtiön toimintapääoma palautuu edellä mainittua rajaa pienemmäksi. Osittamatonta lisävakuutusvastuuta voidaan käyttää vastuuvelan laskuperusteiden muuttamisesta syntyneen tappion sekä myös muun tappion peittämiseen siten kuin sosiaali- ja terveysministeriö tarkemmin määrää.

7.1.3 Vakuutustoimintaa koskevat takuujärjestelmät

Suomessa ei ole voimassa yleistä kaikki vakuutukset kattavaa takuujärjestelmää, mutta lakisääteisten vakuutusten osalta on luotu vakuutusyhtiöiden yhteistakuujärjestelmät. Työntekijäin eläkelain (TEL, 395/1961) mukaan eläkelaitokset vastaavat yhteisesti eläkelaitoksen konkurssin johdosta kokonaan tai osittain turvaamatta jääneistä eläkkeistä ja muista TEL:n mukaisista eduista sosiaali- ja terveysministeriön antamien perusteiden mukaisesti.

Lakisääteisiin vahinkovakuutuslajeihin (lakisääteinen tapaturmavakuutus, liikennevakuutus, potilasvakuutus) on myös luotu yhteistakuujärjestelmä. Tapaturmavakuutuslaissa (608/1948), liikennevakuutuslaissa (279/1959) ja potilasvahinkolaissa (585/1986) on säännökset siitä, miten vakuutusyhtiön selvitystilan tai konkurssin johdosta kyseisen lain mukaiseen pakolliseen vakuutukseen perustuvat, osittain tai

kokonaan turvaamatta jääneet korvaukset hoidetaan yhteistakuujärjestelmän puitteissa.

Järjestelmä rakentuu kyseisen lain mukaista vakuutustoimintaa harjoittavien vakuutuslaitosten yhteisvastuun pohjalle vastaavalla tavalla kuin työeläkevakuutuksessa. Järjestelmää on kuitenkin täydennetty niin, että myös vakuutuksenottajat voidaan tietyin edellytyksin velvoittaa maksamaan lisävakuutusmaksua. Tämä ei kuitenkaan koske kuluttajia eikä kuluttajiin rinnastettavia elinkeinonharjoittajia. Lisämaksun suuruus on kunkin vakuutuksenottajan osalta enintään hänen saamansa taloudellisen edun suuruinen.

Lisämaksun määrääminen edellyttää, että vakuutuksenottaja on käyttänyt merkittävää vaikutusvaltaa vakuutusyhtiön hallinnossa ja kyseisen lain mukaista pakollista vakuutusta harjoitettaessa on olennaisesti jätetty noudattamatta asianomaisia säännöksiä ja määräyksiä tai että liiketoiminnassa on syyllistytty rikolliseen menettelyyn, joka ei ole vähäistä. Jos kyseisen lain mukaisen vakuutuksen vakuutusmaksut ovat keskimäärin olleet kohtuuttoman alhaiset vakuutuksista aiheutuneisiin kustannuksiin verrattuna ja tämän voidaan arvioida olennaisesti vaikuttaneen vakuutusyhtiön joutumiseen selvitystilaan tai konkurssiin, voidaan lisävakuutusmaksu määrätä myös vakuutusyhtiön muille vakuutuksenottajille, jotka ovat saaneet olennaista taloudellista hyötyä liian alhaisista vakuutusmaksuista.

7.2 Vakuutusvalvonta

7.2.1 Vakuutusvalvontaviraston tehtävät

Sosiaali- ja terveysministeriön hallinnollisessa alaisuudessa toimii 1.4.1999 toimintansa aloittanut Vakuutusvalvontavirasto, jolle kuuluvat vakuutus- ja eläkelaitosten sekä muiden vakuutusalalla toimivien valvonta- ja tarkastustehtävät.

Vakuutus- ja eläkelaitosten valvonnassa viraston tehtävänä on operatiivisten valvontatehtävien suorittaminen, yksittäistä valvottavaa koskevien asioiden ratkaiseminen ja valvottavien hakemuksesta tehtävät päätökset ja poikkeusluvat. Työeläkevakuutuksen perusteita koskevien päätösten tekeminen kuuluu kuitenkin sosiaali- ja terveysministeriölle lakisääteisen työeläkevakuutuksen huomattavan yhteiskunnallisen merkityksen vuoksi.

Vakuutusvalvontaviraston hallintoa koskevat säännökset sisältyvät Vakuutusvalvontavirastosta annettuun lakiin (78/1999) ja sen nojalla annettuun asetukseen (102 /1999). Laissa säädetään myös viraston valvottavista, keskeisistä tehtävistä ja johtokunnan kokoonpanosta.

Säännökset vakuutuslaitosten valvonnan aineellisesta sisällöstä ja valvontaviranomaisen käytettävissä olevista valtuuksista sisältyvät kutakin vakuutuslaitostyyppiä varten säädettyyn yksityiskohtaiseen erityislakiin.

> Vakuutusvalvonnan ja tarkastuksen perustehtävä on vakuutettujen ja vakuutuksenottajien etujen turvaaminen ja vakuutustoiminnan terveen kehityksen varmistaminen. Valvonnan keskeisen osan muodostaa laitosten vakavaraisuuden valvonta. Viraston tehtävänä on myös valvoa, että vakuutus- ja eläkelaitokset noudattavat lakia ja hyvää vakuutustapaa. Lisäksi viraston tehtävänä on valvoa vakuutusyhtiöiden sopimusehtojen käyttöä ja markkinointia.

Vakuutusyritysten valvonta ei ole luottolaitosten tapaan konsolidoitua valvontaa, vaan yksittäisten yritysten valvontaa. Vakuutusyritysten valvontaa on kuitenkin laajennettu vakuutusyritysryhmään kuuluvien vakuutusyritysten lisävalvonnasta annetulla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä (98/78/EY). Lisävalvontaa koskevilla säännöksillä pyritään siihen, että vakuutusyritysten valvonnasta vastaavat viranomaiset pystyvät tekemään perustellun arvion vakuutusyrityksen taloudellisesta tilasta silloin kun vakuutusyritys kuuluu vakuutusyritysryhmään. Erityisesti pyritään estämään valvottujen vakuutusyritysten vakavaraisuuden vaarantuminen ryhmään kuuluvien yritysten pääoman moninkertaisen hyväksikäytön takia ja välttämään tästä aiheutuvat riskit. Tarkoituksena on myös estää ryhmään kuuluvien yritysten taloudellisen aseman vaarantuminen ryhmän sisäisten liiketoimien seurauksena.

Koska vakuutusyritysryhmään saattaa kuulua useammassa Euroopan talousalueeseen (ETA) kuuluvassa valtiossa toimivia vakuutusyrityksiä, on talousalueeseen kuuluvien valtioiden valvontaviranomaisten toimittava läheisessä yhteistyössä ryhmittymien valvonnassa.

Vakuutusyhtiölain ja ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetun lain nojalla Vakuutusvalvontavirasto valvoo kaikkien Suomessa toimivien vakuutuslaitosten, sekä suomalaisten että ulkomaisten, Suomessa tapahtuvaa markkinointia, menettelytapoja ja vakuutussopimusehtojen lainmukaisuutta. Vakuutussopimusehtoja sääntelee vakuutussopimuslaki (543/1994). Vakuutuksenvälittäjistä annetun lain (251/1993) perusteella virasto tutkii vakuutuksenvälittäjien rekisteröintiedellytykset, ylläpitää rekisteriä vakuutuksenvälittäjistä ja valvoo vakuutuksenvälittäjien toimintaa.

Vakuutusvalvontavirasto valvoo myös lailla perustettuja eläkelaitoksia, valtion eläkerahaston ja kunnallisen eläkelaitoksen sijoitustoi-

mintaa sekä työttömyyskassalaissa (603/1984) tarkoitettuja työttömyyskassoja, työttömyysvakuutusrahastoa sekä koulutus- ja erorahastoa (vrt. liite).

Vakuutusvalvontavirastolle kuuluvassa työttömyysetuuksien toimeenpanon ohjauksessa ja valvonnassa keskeisenä tehtävänä on työttömyyskassojen ja koulutus- ja erorahaston talouden ja hallinnon sekä työttömyysvakuutusrahaston talouden valvonta. Työttömyyskassojen valvontaan kuuluvat muun muassa kassojen maksamia etuuksia koskevien säädösten soveltamisen valvonta- ja tulkintakysymykset.

Vakuutusvalvontaviraston tehtäviin kuuluvan vakuutusalan tieteellisen tutkimuksen ja koulutuksen edistämiseksi virasto toimii yhteistyössä korkeakoululaitoksen kanssa ja harjoittaa vakuutusalan tutkimusta.

7.2.2 Vakuutusvalvontaviraston valvontavaltuudet

Seuraavassa selostetaan vakuutusyhtiölain sisältämiä valvontasäännöksiä. Myös muita vakuutustoimintaa harjoittavia yhteisöjä ja laitoksia koskevat samantyyppiset valvontasäännökset omine erityispiirteineen.

Vakuutusvalvontavirastolla on oikeus tarkastaa vakuutusyhtiön ja vakuutusomistusyhteisön sekä niiden tytäryhteisöjen liikettä ja muuta toimintaa. Valvontaa varten vakuutusyhtiön on toimitettava virastolle yhtiön taloudellista asemaa koskevia tietoja ja selvityksiä. Virastolla on oikeus suorittaa tarkastuksia vakuutusyhtiön tiloissa sekä osallistua yhtiön päättävien toimielinten kokouksiin.

Vakuutusvalvontavirasto voi antaa vakuutusyhtiölle huomautuksen, kehottaa yhtiötä korjaamaan asian tai kieltää yhtiötä jatkamasta sosiaali- ja terveysministeriön tai Vakuutusvalvontaviraston virheellisenä pitämää menettelyä, jos vakuutusyhtiö ei noudata lakia, toimilupaansa, yhtiöjärjestystään tai viranomaisten antamia määräyksiä, jos yhtiö on käyttänyt hyvän vakuutustavan vastaisia menettelytapoja taikka jos yhtiön toiminnassa on ilmennyt väärinkäytöksiä. Vakuutusvalvontavirasto voi tehostaa vaatimuksiaan asettamalla uhkasakon valvottavalle. Jos viraston kehotusta tai kieltoa ei noudateta, virasto voi kieltää vakuutusyhtiötä antamasta uusia vakuutuksia, kunnes asia on korjattu. Vakuutusvalvontavirasto voi asettaa asiamiehen valvomaan valvottavan toimintaa, jos yhtiön toiminnassa on ilmennyt va-

kuutuksenottajien tai vakuutettujen edut taikka yhtiön toiminnan jatkuvuuden vakavasti vaarantavia puutteita tai väärinkäytöksiä.

Vakuutusvalvontavirasto voi esittää sosiaali- ja terveysministeriölle vakuutusyhtiön toimiluvan peruuttamista tai rajoittamista muun muassa silloin, kun vakuutusyhtiön toimiluvalle asetetut edellytykset eivät Vakuutusvalvontaviraston käsityksen mukaan enää ole olemassa.

7.2.3 Kansainvälinen yhteistyö ja yhteistyö Rahoitustarkastuksen kanssa

Vakuutusvalvontaviraston yhteistyö eurooppalaisten vakuutusvalvojien kanssa käsittää pääasiassa EU:n komission alaisen, komission sisämarkkinaosaston pääjohtajan puheenjohdolla toimivan vakuutuskomitean puitteissa tapahtuvan yhteistyön sekä ETA-maiden vakuutusvalvojien yhteistyöelimenä toimivan kaksi kertaa vuodessa kokoontuvan konferenssin. ETA-maiden vakuutusvalvojien yhteistyö vakuutusyhtiöryhmien lisävalvonnassa perustuu EU:n direktiiviin. Yhteistyön käytäntöä määrittelee valvojien allekirjoittama Helsinki-protokolla. Sen mukaan jokaisen vakuutusyhtiöryhmän valvontayhteistyötä varten muodostetaan koordinaatiokomitea, johon kuuluvat kaikkien ryhmään kuuluvia yhtiöitä valvovien jäsenmaiden vakuutusvalvontaviranomaisten edustajat. Komitea voi valita keskuudestaan ryhmän valvontaa johtavan valvojan (lead supervisor). Komitea sopii direktiivin edellyttämässä ryhmän valvonnassa sovellettavista käytännön järjestelyistä ja jakaa keskuudessaan kaiken valvontaa koskevan informaation sekä keskustelee korjaavista valvontatoimenpiteistä, jos tarvetta sellaisiin ilmenee.

Pohjoismaiseen yhteistyöhön kuuluu vuosittainen rahoitus- ja vakuutusvalvojien kokous sekä samoin vuosittain pidettävä erillinen vakuutusvalvojien kokous. Pohjoismaiden valvontaviranomaisten välistä yhteistyötä vakuutus- ja rahoitusmarkkinoiden valvonnassa koskevan yleisen yhteistyösopimuksen piirissä ovat sekä Vakuutusvalvontavirasto että Rahoitustarkastus. Nordea-ryhmittymän valvonnasta on allekirjoitettu Norjan, Ruotsin ja Tanskan viranomaisten sekä Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston keskinäinen yhteistyösopimus. Yhteistyöstä If-konsernin valvonnassa on tehty Ruotsin ja Norjan vakuutusvalvontaviranomaisten sekä Vakuutusvalvontaviraston kesken sopimus.

Vakuutusvalvontavirasto on solminut kahdenkeskiset, yleiset yhteistyösopimukset Viron, Latvian ja Liettuan vakuutusvalvontaviranomaisten kanssa. Virasto on myös jäsenenä kansainvälisessä vakuutusvalvojien järjestössä IAIS:ssä.

Vakuutusvalvontaviraston yhteistyö Rahoitustarkastuksen kanssa perustuu Vakuutusvalvontavirastosta annettuun lakiin. Virastojen johtokuntien kokoonpano on yhtä jäsentä lukuun ottamatta sama. Virastojen välisen yhteistyön sisältöä määrittelee yleisellä tasolla niiden allekirjoittama valvontapöytäkirja. Sampo-ryhmittymän valvonnasta on olemassa erillinen yhteistyösopimus.

Vakuutuslainsäädäntöä

Vakuutusyhtiölaki (1062/1979)
Laki työeläkevakuutusyhtiöistä (354/1997)
Laki ulkomaisista vakuutusyhtiöistä (398/1995)
Vakuutusyhdistyslaki (1250/1987)
Vakuutuskassalaki (1164/1992)
Eläkesäätiölaki (1774/1995)
Työntekijäin eläkelaki (395/1961)
Tapaturmavakuutuslaki (608/1948)
Liikennevakuutuslaki (279/1959)
Potilasvahinkolaki (585/1986)
Työttömyyskassalaki (603/1984)
Vakuutussopimuslaki (543/1994)
Laki vakuutuksenvälittäjistä (251/1993)
Laki Vakuutusvalvontavirastosta (78/1999)
Asetus Vakuutusvalvontavirastosta (102/1999)
Asetus vakuutusyhtiön toimintapääomaan luettavista eristä (462/1995)
Asetus työeläkeyhtiön vakavaraisuusrajan laskemisesta (1281/1999)
Sosiaali- ja terveysministeriön määräykset kotimaisille vakuutusyhtiöille, STM 1999:65
Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi vakuutusyritysryhmään kuuluvien vakuutusyritysten lisävalvonnasta (98/78/EY)
Vakuutuslainsäädäntö 2002, Kauppakaari

Liite

Vakuutusvalvontaviraston valvottavat (rekisterissä olevat)

	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999
Valvottava ryhmä			
Henkivakuutusyhtiöt	**15**	15	15
Vahinkovakuutusyhtiöt	**33**	34	34
Vakuutusomistusyhteisöt	**1**		
Työeläkevakuutusyhtiöt	**6**	6	6
Eläkesäätiöt	**168**	208	222
Eläkekassat	**18**	18	20
Sairaus- ja muut vakuutuskassat[1)]	**167**	169	180
Lailla perustetut eläkelaitokset	**4**	4	4
Kuntien eläkevakuutus ja Valtion eläkerahasto	**2**	2	
Eläketurvakeskus	**1**	1	1
Vakuutusyhdistykset	**116**	117	118
Vakuutuksenvälittäjäyhteisöt	**57**	44	36
Vakuutuksenvälittäjähenkilöt	**215**	190	152
Työttömyyskassat	**43**		
Työttömyysvak.rahasto + Koulutus- ja erorahasto	**2**		
Muut	**7**	5	5
Yhteensä	**855**	**813**	**793**
Ulkomaisten ETA-yhtiöiden edustustot	**17**	14	12
Ulkomaisten ETA-vakuutusyhtiöiden vakuutuspalvelujen vapaan tarjonnan ilmoituksia	**323**	302	267
[1)] Lukuihin sisältyvät selvitystilassa olevat			
eläkesäätiöt	**67**	98	107
eläkekassat	**2**	1	3
sairaus- ja muut vakuutuskassat	**12**	12	17

Suomen Pankin julkaisuja

Sarja A (ISSN 1238-1683, painetut julkaisut) (ISSN 1456-5943, verkkojulkaisut)

(Nrot 1–35: Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja,
”Taloudellisia Selvityksiä”, artikkelikokoelmia vuosilta 1942–1972,
suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9476;
nrot 36–92: Suomen Pankin julkaisuja, eri kielillä, ISSN 0355-6034

A:93 Jarmo Kariluoto **Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat**. 1995. 221 s. ISBN 951-686-456-2. Englanninkielinen laitos A:98.

A:94 Juhani Laurila **Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System: History and Lessons**. 1995. 144 s. ISBN 951-686-469-4.

A:95 Jouko Rautava (toim.) **Russia’s Financial Markets and the Banking Sector in Transition**. Kokoomateos. 1996. 201 s. Suomenkielinen tiivistelmä. ISBN 951-686-489-9.

A:96 Paavo Peisa (toim.) **Euro – yhteinen raha**. Kokoomateos. 1996. 162 s. Englanninkieliset tiivistelmät. ISBN 951-686-499-6.

A:97 Juhani Hirvonen – Matti Virén **Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä**. 1996. 78 s. ISBN 951-686-510-0.

A:98 Jarmo Kariluoto **Finland’s Balance of Payments. Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992**. 1996. 182 s. ISBN 951-686-522-4. Suomenkielinen laitos A:93.

A:99 Markku Malkamäki (toim.) **Suomen rahoitusmarkkinat 1996**. Kokoomateos. 1996. 196 s. ISBN 951-686-524-0.

A:100 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet**. 1998. 89 s. ISBN 951-686-565-8. Englanninkielinen laitos A:101.

A:101 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Payment system risks in Finland and the need for regulation and supervision**. 1998. 89 s. ISBN 951-686-577-1. Suomenkielinen laitos A:100.

A:102 Heikki Koskenkylä (toim..) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002**. Kokoomateos. 2002. 357 s. ISBN 952-462-023-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-024-3, verkkojulkaisu.

Suomen rahoitusmarkkinat 2002

Suomen Pankin tutkimuksia A:102 • 2002

ISBN 952-462-023-5
ISSN 1238-1683

Vammalan Kirjapaino Oy
Vammala 2002