



# EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Sisältö

---

Suomessa varjopankkisektori kansainvälisesti verrattain pieni	3
---	---

---

## ANALYYSI

# Suomessa varjopankkisektori kansainvälisesti verrattain pieni

EILEN 13:00 • ANALYYSI • RAHOITUSVAKAUS • JOHANNA HONKANEN

- Johanna Honkanen  
Ekonomisti

Suomen varjopankkitoiminnan suuruudesta voidaan saada hyvinkin erilaisia arvioita sen mukaan, mitä yksiköitä ja toimintoja siihen luetaan. Tämä johtuu siitä, ettei varjopankkisektorille ole olemassa yksiselitteistä vakiintunutta määritelmää. Yleisesti ottaen varjopankkitoiminnalla kuitenkin tarkoitetaan sellaista rahoituksen välitystä, jota harjoitetaan perinteisen pankkisektorin sääntelyn ulkopuolella. Varjopankkisektori on tarpeellinen osa rahoitusjärjestelmää: se täydentää luotonantoa vaihtoehtoisena rahoituslähteenä ja monipuolistaa rahoituskanavia. Toisaalta toimintaan saattaa liittyä haavoittuvuuksia, jotka liian suuriksi kasvaessaan voivat olla riski rahoitusjärjestelmän vakaudelle.



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

## Varjopankeilla ei yksiselitteistä määritelmää

Varjopankkisektorin määritelmä ei ole yksiselitteinen, vaan se saattaa vaihdella merkittävästi eri tutkimusten ja lähteiden välillä.<sup>[1]</sup> Tässä artikkelissa

---

1. Varjopankkitoiminnan eri määritelmiä tarkastellaan lähemmin artikkelissa [Varjopankkitoimintaa vai ei? Muuttuvat rahoitusmarkkinat ovat haaste kansainvälisille määritelmille](#).

varjopankkitoiminnan laajuutta Suomessa arvioidaan hyödyntämällä rahoitusmarkkinoiden vakausneuvoston (Financial Stability Board, FSB) laatimaa menetelmää, jossa varjopankkisektoria tarkastellaan kahdessa osassa.

Ensimmäisessä osassa (ns. laaja määritelmä) mukaan luetaan laaja joukko perinteisen pankkisektorin ulkopuolisia toimijoita. Laajaan varjopankkisektorimääritelmään luetaan kuuluvaksi ns. muista rahoituslaitoksista koostuvan OFI-sektorin (Other Financial Intermediaries)<sup>[2]</sup>. lisäksi usein myös rahalaitossektoriin lukeutuvat rahamarkkinarahastot näiden yhteissijoitusyritysluonteen takia, sekä vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot.<sup>[3]</sup> Muut rahoituslaitokset -sektoriin lukeutuu keskenään hyvin erilaisia toimijoita perinteisen pankkisektorin ulkopuolelta, kuten sijoitus- ja vaihtoehtorahastoja, vertaislainatoimintaa ja omaisuudenhoito-yhtiöitä.

FSB:n laajan määritelmän etuna on erityisesti se, että se mahdollistaa maiden väliset vertailut: laaja määritelmä perustuu muut rahoituslaitokset -sektorin käsitteeseen, joka on määritelty Euroopan kansantalouden tilinpitokehikossa (EKT 2010) ja on yhtenevä tätä kehikkoa käyttävien maiden kesken.

Ongelmallisen FSB:n laajasta määritelmästä tekee se, että aina laajaan määritelmään lukeutuvilla toimijoilla ei ole välttämättä mitään tekemistä varsinaisen varjopankkitoiminnan kanssa. Esimerkiksi kaikki muut rahoituslaitokset -sektorin toimijat eivät harjoita varjopankeille tyypillistä toimintaa kuten maturiteetti- tai likviditeettitransformaatiota käytännössä katsoen lainkaan.<sup>[4]</sup> Toisaalta muut rahoituslaitokset -sektorin ulkopuolelle jää toimijoita, jotka täyttävät varjopankin määritelmän. Näitä toimijoita ei joko tilastollisesti seurata tai nämä eivät ole säännöllisen valvonnan piirissä, mistä syystä Suomen varjopankkijärjestelmästä on vaikea saada täysin kattavia tilastotietoja. Suomen varjopankkijärjestelmän suuruutta arvioitaessa laskelmien ulkopuolelle jää ainakin osa joukkorahoitus-, pienlaina- ja vertaislainatoimijoista.<sup>[5]</sup>

FSB:n määritelmän toinen osa (ns. suppea määritelmä) pyrkii poistamaan joukosta sellaisia toimijoita ja toimintoja, joiden ei nähdä täyttävän varjopankkitoiminnalle asetettuja tyypillisiä kriteerejä. Usein tarkastelua rajoittaa kuitenkin käytettävissä olevien aineistojen rajallisuus.

---

2. OFI-sektori (Other Financial Intermediaries) koostuu [Sektoriluokituksen 2012](#) mukaan luokista S.124 (Yhteissijoitusyritykset pl.rahamarkkinarahastot), S.125 (Muut rahoituksen välittäjät), S.126 (Rahoituksen ja vakuutuksen välitystä avustavat laitokset) ja S.127 (Konserninsisäiset rahoitusyksiköt ja rahanlainaajat)

3. Tässä artikkelissa seurataan pitkälti rahoitusmarkkinoiden vakausneuvoston laatimaa määritelmää varjopankkisektorille, mutta vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot rajataan jo alkuvaiheessa tarkastelun ulkopuolelle.

4. Maturiteettitransformaatiolla tarkoitetaan lyhytaikaisen velkarahoituksen muuntamista pitkäaikaisiksi lainoiksi ja likviditeettitransformaatiolla epälikvidien varojen muuntamista likvideiksi sijoituskohteiksi.

5. Joukkorahoituslaki tuli Suomessa voimaan 1.9.2016. [Hallituksen eduskunnalle tekemän lakiesityksen](#) mukaan Suomen vuoden 2015 joukkorahoitusmarkkinan (sisältäen kuluttajien välisen vertaislainauksen) arvioidaan olleen noin 84 milj. euroa.

## FSB:n laaja määritelmä varjopankkisektorille

Rahoitustilinpidon mukaan Suomen muut rahoituslaitokset -sektori (ml. rahamarkkinarahastot) oli joulukuussa 2015 suuruudeltaan 157 mrd. euroa. Tämä vastaa alle kolmasosaa pankkijärjestelmän<sup>[6]</sup> koosta. Viidentoista viime vuoden aikana muut rahoituslaitokset -sektorin yhteenlasketut varat ovat kasvaneet lähes kuusinkertaisiksi.

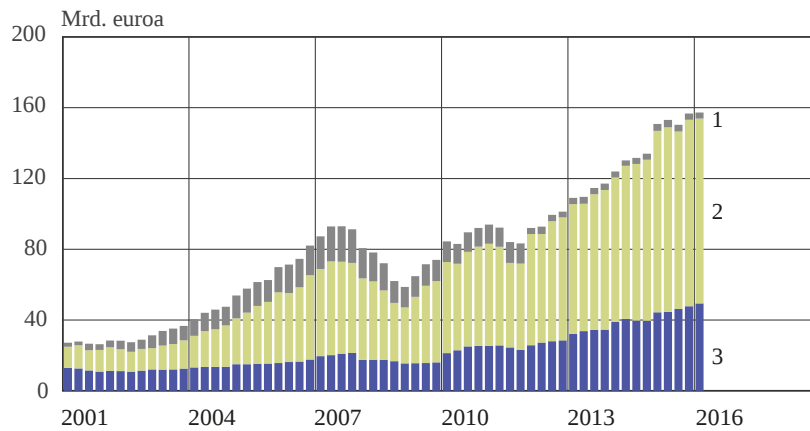
Rahoitusvarat ovat historiassa supistuneet voimakkaimmin vuonna 2008 finanssikriisin aikaan, jolloin erityisesti sijoitusrahastojen sijoitusten arvot laskivat ja sijoittajat lunastivat varojaan rahastoista. Myös vuonna 2011 muiden rahoituslaitosten hallinnoimat varat supistuivat maailmantalouden kasvunäkymien heikentyessä.

Vuonna 2015 sektorin yhteenlasketut varat jatkoivat kasvuaan, mutta kasvua selittää osaltaan ns. suljettujen rahastojen sisällyttäminen tilastotiedonkeruisiin vuoden 2015 alusta lähtien. Jos vakuutuslaitokset ja vapaaehtoiset eläkerahastot<sup>[7]</sup> luetaan osaksi varjopankkijärjestelmää, tulee näin lasketun sektorin kooksi 231 mrd. euroa.

Kuvio 1.

### Suomen muut rahoituslaitokset -sektorin hallinnoimat varat moninkertaistuneet 2000-luvulla

1. Rahamarkkinatilastot
2. Muut sijoitusrahastot (ml. pääomarahastot)
3. Muut rahoituksen välittäjät



Lähde: Tilastokeskus.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

6. Pankkisektorilla tarkoitetaan tässä artikkelissa Suomessa toimivia luottolaitoksia, joita ovat kotimaiset talletuspankit ja muut luottoyhteisöt. Pankkisektori käsittää ulkomaisten talletuspankkien ja ulkomaisten luottolaitosten sivuliikkeitä Suomessa, mutta ei kotimaisten luottolaitosten sivuliikkeitä ulkomailla.

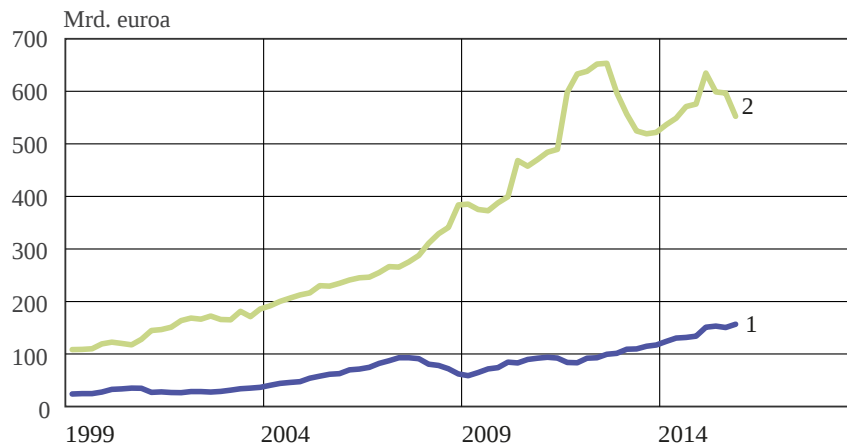
7. Työeläkevakuuttamista hoitavat työeläkelaitokset eivät lukeudu tähän joukkoon. Nämä luetaan [Sektoriluokituksen 2012](#) mukaan julkisyhteisöjen alle.

Vaikka muut rahoituslaitokset -sektori on verrattain pieni suhteessa perinteiseen pankkitoimintaan, se on viime vuosina kasvanut pankkisektoria nopeammin. Vuonna 2015 muut rahoituslaitokset -sektori kasvoi 17 prosentin vuosivauhtia, kun vastaavana aikana perinteisen pankkisektorin yhteenlaskettu tase supistui yli 4 %. Kasvulukujen taustalla vaikuttavat kuitenkin eri tekijät. Pankkisektorin taseen kehityksen taustalla oli vuonna 2015 pääosin johdannaisten tasearvojen lasku, kun puolestaan varjopankkisektorin kasvun taustalla vaikutti erityisesti osakkeiden hintojen positiivinen markkinakehitys sekä muutokset raportointijoukossa.

Kuvio 2.

### Suomen muut rahoituslaitokset -sektori alle kolmasosa pankkisektorin koosta

1. Muut rahoituslaitokset (ml. rahamarkkinarahstot)
2. Pankkisektori



Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

26.10.2016  
eurojalous.fi

BKT:hen suhteutettuna Suomen muut rahoituslaitokset -sektorin koko on kansainvälisessä vertailussa varsin pieni, noin 75 %.<sup>[8]</sup> Vakausneuvoston arvion mukaan vuoden 2014 lopussa globaalin varjopankkitoiminnan koko oli 128 % suhteutettuna maailman bruttokansantuotteeseen.<sup>[9], [10]</sup> Myös Ruotsiin verrattuna Suomen varjopankkitoiminta on vähäisempää: Ruotsin varjopankkitoiminnan koon on arvioitu olevan 90 % Ruotsin BKT:stä vuoden 2013 lopussa.<sup>[11]</sup>

8. Joulukuu 2015. Joulukuussa 2014 osuus oli noin 65 % BKT:stä.

9. Financial Stability Board (2015) Global Shadow Banking Monitoring Report 2015.

10. Vakausneuvoston arviossa globaaliin määritelmään lukeutuvat seuraavat maat ja alueet: Argentiina, Australia, Brasilia, Kanada, Sveitsi, Kiina, Chile, Honk Kong, Indonesia, Intia, Japani, Etelä-Korea, Meksiko, Venäjä, Saudi-Arabia, Singapore, Turkki, Iso-Britannia, Yhdysvallat, Etelä-Afrikka, ja euroalue.

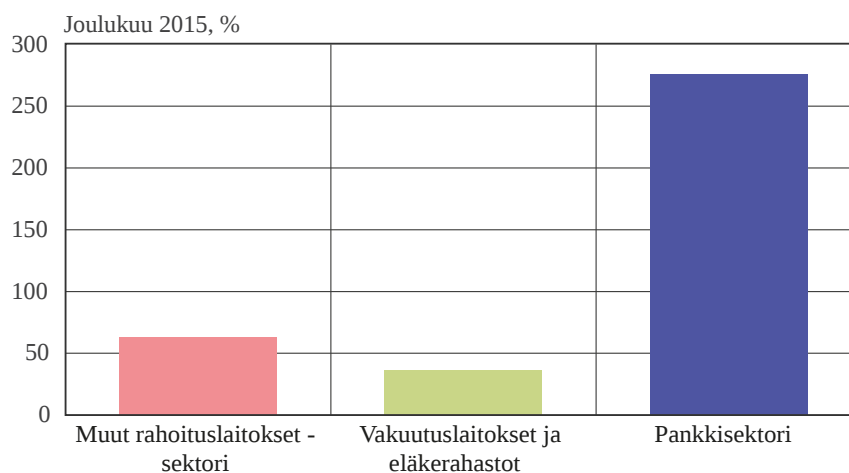
11. Sveriges Riksbank (2014) Sveriges Riksbank economic review 2014: 3.

Euroopan järjestelmäriskikomitean (European Systemic Risk Board, ESRB) mukaan EU:ssa varjopankkitoiminnan koko oli puolestaan FSB:n laajan määritelmän mukaan 37 biljoonaa euroa vuoden 2015 lopussa, mikä vastaa noin 250 % EU:n bruttokansantuotteesta.<sup>[12]</sup>

Suomen verrattain pientä varjopankkisektorin kokoa selittää osaltaan se, että Suomen rahoitusjärjestelmä on hyvin pankkikeskeinen ja pankkisektori kattaa suuren osan siitä toiminnasta, joka muissa maissa on siirtynyt varjopankeille.

Kuvio 3.

### Suhteessa bruttokansantuotteeseen pankkisektorin ulkopuolisten rahoitussektoreiden koot pieniä



Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

## FSB:n suppea määritelmä varjopankkisektorille

FSB:n suppea määritelmä pyrkii poistamaan laajaan määritelmään lukeutuvasta joukosta sellaisia toimijoita (ns. toimijaperusteinen lähestymistapa) ja toimintoja (ns. toimintaperusteinen lähestymistapa), joiden ei nähdä täyttävän varjopankkitoiminnalle asetettuja tyypillisiä kriteerejä. Yleensä kiinnostuksen kohteena on tarkastella toimintaa, joka on rinnasteista perinteiselle pankkitoiminnalle, kuten velkarahoituksen välitystä, maturiteetti- ja likviditeettitransformaatiota ja velkavivutusta.

Kuten edellä todettiin, muihin rahoituslaitoksiin luettavia toimijoita ei aina pidetä varsinaisesti varjopankkitoimintaa harjoittavina yksikköinä. Tällaisia toimijoita ovat esimerkiksi jotkin yhteissijoitusyritykset<sup>[13]</sup> Suomessa erilaiset rahastomuotoiset toimijat kattavat lähes 70 % muut rahoituslaitokset -sektorista.

12. European Systemic Risk Board (2016) EU Shadow Banking Monitor.

Kun varjopankkitoimintaa tarkastellaan ns. toimijaperusteisesti, on rahastojen kohdalla hyvä huomioida, miten rahastot tyyppiluokitellaan. Euroalueella rahastot luokitellaan Euroopan keskuspankin suuntaviivojen (EKP/2007/9) mukaan seuraaviin tyyppiluokkiin: osakerahastot, pitkän koron rahastot, yhdistelmärahastot, hedgerahastot, kiinteistörahastot, rahamarkkinarahastot, ja muut rahastot.

Rahastot luokitellaan sen mukaan, mihin omaisuusluokkaan rahasto pääasiallisesti sijoittaa. Jos rahasto sijoittaa normaalissa markkinatilanteessa 80 % varoistaan osakkeisiin, luokitellaan rahasto osakerahastoksi. Jos rahasto sijoittaa normaalissa markkinatilanteessa 50 % varoistaan osakkeisiin ja 50 % korkoa tuottaviin arvopapereihin, luokitellaan rahasto yhdistelmärahastoksi. Markkinanäkymien mukaan rahaston omaisuusluokkien painotukset voivat kuitenkin vaihdella.

Yllä olevan esimerkkitapauksen osakerahasto voi siis sijoittaa jäljelle jääneen 20 % varoistaan esimerkiksi korkosijoituksiin. Sillä osakerahastoja ei tyyppillisesti lueta osaksi varjopankkeja, ei rahasto ns. toimijaperusteisen lähestymistavan mukaan lukeutuisi osaksi varjopankkisektoria. Jos lähestymistavaksi kuitenkin valitaan ns. toimintaperusteinen lähestymistapa, korkosijoitukset lähtökohtaisesti luettaisiin mukaan varjopankkitoimintaan.

## Osakerahastoja ei usein lueta osaksi varjopankkeja

Osakerahastot kattavat noin 35 % kaikista rahastomuotoisista toimijoista. Osakerahastot eivät kuitenkaan tyyppillisesti harjoita varjopankkimääritelmän mukaista luoton välitystä tai tähän verrattavaa toimintaa. Osakerahastoissa ei esimerkiksi yleensä esiinny vastaavia likviditeettitransformaatiosta aiheutuvia riskejä, joita voi liittyä esimerkiksi joihinkin avoimiin kiinteistö-, yhdistelmä- tai pitkän koron rahastoihin.<sup>[14]</sup>

Likviditeettitransformaatiolla tarkoitetaan epälikvidien varallisuuserien muuntamista likvidiin muotoon. Rahastot voivat esimerkiksi sijoittaa liikekiinteistöihin tai korkeanriskin yritysten liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin, joiden realisointi voi normaalissakin markkinatilanteessa olla aikaa vievää. Samanaikaisesti rahastot voivat tarjota asiakkailleen mahdollisuuden lunastaa osuuksiansa rahastosta jopa muutamien päivien viipeellä. Kriisitilanteessa riskinä voi olla että sijoittajalle luvattu likviditeetti ei ole taattu.<sup>[15]</sup>

On arvioitu, että suomalaisissa sijoitusrahastoissa likviditeettitransformaatio on kuitenkin vähäistä<sup>[16]</sup> ja kohdistuu pitkälti vain tiettyntyyppisiin rahastoihin kuten riskillisempinä

---

13. Rahastosektori koostuu [Sektoriluokituksen 2012](#) mukaan luokista S.1241 (Sijoitusrahastot (UCITS)) ja S.1242 (Muut yhteissijoitusyritykset). Luokkaan S.1242 kuuluu esimerkiksi erikoissijoitusrahastoja, pääomarahastoja ja suljettuja kiinteistörahastoja. Tässä artikkelissa yhteissijoitusyrityksiin luetaan mukaan myös rahalaitossektoriin kuuluvat rahamarkkinarahastot (S.123).

14. Avoimella rahastolla tarkoitetaan rahastoa, joka tarjoaa asiakkaalleen mahdollisuuden lunastaa osuuksiansa melko lyhyellä irtisanomisajalla normaalissa markkinatilanteessa.

15. Markkinasentimentin heikkeneminen, lunastusten äkillinen ja voimakas kasvu yhdessä heikon markkinalikviditeetin kanssa saattavat pakottaa rahastot myymään sijoituksiaan (ns. fire sales) kattaakseen kasvavat sijoittajien lunastukset, mikä saattaa osaltaan voimistaa sijoituskohteiden hintaliikkeitä ja lisätä epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla.



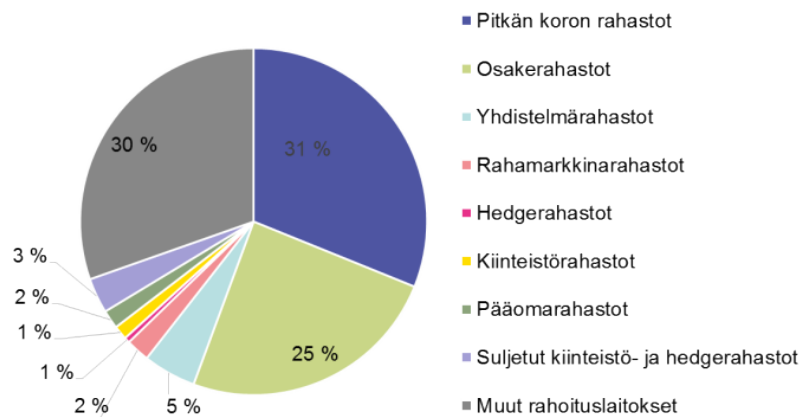
pidettyihin erikoissijoitusrahastoihin. Koska osakerahastoissa sijoitukset ovat pääosin likvidejä osakesijoituksia, merkittävälle likviditeettitransformaatiolle altistuu arviolta vain pieni osa, noin 7 % (2,7 mrd. euroa), osakerahastojen rahastopääomasta.

Suomessa osakerahastojen alle lukeutuu muutamia ns. pörssinoteerattuja rahastoja (Exchange Traded Funds, ETFs)<sup>[17]</sup>, jotka muistuttavat pitkälti suoria osakesijoituksia.<sup>[18]</sup>

Tämän vuoksi niitä ei perinteisesti lueta kuuluvaksi myöskään osaksi varjopankkisektoria. Suomeen rekisteröityjen ETF-rahastojen tase oli vuoden 2015 lopussa noin 190 milj. euroa, mikä vastaa hyvin pientä osuutta osakerahastojen yhteenlasketusta taseesta.

Kuvio 4.

Muut rahoituslaitokset -sektori koostuu pääosin erilaisista rahastoista



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Jos muut rahoituslaitokset -sektorista vähennetään Suomeen rekisteröidyt sopimusperusteiset<sup>[19]</sup> osakerahastot (ml. ETF-rahastot)<sup>[20]</sup>, joiden toimintamalliin ei lähtökohtaisesti sisälly luotonvälitystoimintaa, pienenee arvio Suomen varjopankkitoiminnan koosta 118 mrd. euroon. Lähes samaan tulokseen päästään, jos muut rahoituslaitokset -sektorista vähennetään kaikkien Suomeen rekisteröityjen sopimusperusteisten sijoitusrahastojen osakesijoitukset.<sup>[21]</sup> Tämän arvion mukaan

16. Suomalaisissa sijoitusrahastoissa merkittävälle likviditeettitransformaatiolle altistuu arviolta enintään 8 % (8,4 mrd. euroa) rahastopääomasta. <http://www.eurojatalous.fi/fi/2016/2/sijoitusrahastot-ovat-kasvaneet-suomessa-merkittavasti--sisaltyko-niiden-toimintaan-vakausriskeja-/>

17. <http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/sijoitusrahastot/Pages/sijoitusrahastolista.aspx>

18. Suomeen rekisteröidyt ETF-rahastot on luokiteltu osakerahastoiksi ja ovat luonteeltaan ns. fyysisiä ETF-rahastoja. Rahastot omistavat suoraan arvopapereita tai seuraamansa kohdeindeksin sijoitustuotteita.

19. Sijoitusrahastot voidaan perustaa oikeudellisesti joko sopimusoikeudellisten säännösten tai yhtiöjärjestyksen nojalla. Tyypillisesti yleisölle avoimet rahastot ovat sopimusperusteisia, kun puolestaan yhtiöoikeuden nojalla perustetut rahastot ovat suljettuja kiinteistö- ja pääomarahastoja.

20. Ns. toimijaperusteinen lähestymistapa.

21. Ns. toimintaperusteinen lähestymistapa.

Suomen varjopankkitoiminnan koko olisi 56 % suhteessa BKT:hen ja olisi noin viidesosa perinteisen pankkitoiminnan koosta.

## Rahastot toimivat osana rahoituksenvälitystä

FSB:n määritelmän mukaan yhdistelmä- ja pitkän koron rahastot luetaan usein kuuluvaksi varjopankkisektoriin. Kuten yllä todettiin, näihin rahastoihin saattaa liittyä likviditeettitransformaatiosta aiheutuvia riskejä. Yhdistelmärahastojen kohdalla on tosin huomioitava, että näiden sijoituspolitiikan mukaan 50 % sijoitetusta varallisuudesta voi olla osakesijoituksia, joita ei ns. toimintaperusteisessa lähestymistavassa lueta kuuluvaksi varjopankkitoimintaan. Vuoden 2015 lopussa yhdistelmärahastojen tase oli 7,8 mrd. euroa, josta vain 7 % (0,5 mrd. euroa) oli suoria osakesijoituksia.<sup>[22]</sup> Pitkän koron rahastojen tase puolestaan oli vuoden 2015 lopussa 49 mrd. euroa, josta velkakirjasijoituksia oli 65 %.

Sopimusperusteisista rahastoista myös rahamarkkina- ja hedgerahastot luetaan usein osaksi varjopankkisektoria. Hedgerahastojen kohdalla luokitteluun vaikuttaa usein salkussa olevien osakesijoitusten määrä ja velkavivutuksen laajuus: jos hedgerahasto ei käytä sijoitustoiminnassaan velkavivua ja sijoittaa suoriin osakkeisiin, ei rahastoa välttämättä lueta osaksi varjopankkisektoria. Suomessa hedgerahastojen sijoituksista ainoastaan 10–15 % on ajankohdasta riippuen suoria osakesijoituksia, kun puolestaan velkapaperisijoituksia hedgerahastoilla on 35–60 % ajankohdasta riippuen. Velkavivun käyttö<sup>[23]</sup> on Suomen Pankin arvion mukaan varsin vähäistä Suomeen rekisteröidyissä sopimusperusteisissa rahastoissa.

Rahamarkkinarahastot yhdistetään varjopankkitoimintaan usein niiden läheisistä kytköksistä pankkisektoriin: usein nämä rahastot ovat merkittävä lyhytaikaisen rahoituksen lähde pankeille.<sup>[24]</sup> Lähes 70 % suomalaisten rahamarkkinarahastojen sijoituksista kohdistuvatkin rahalaitosten liikkeeseen laskemiin arvopapereihin. Yli puolet rahamarkkinarahastojen sijoituksista on sijoituksia ulkomaisten ja noin 13 % kotimaisten rahalaitosten arvopapereihin.

Rahamarkkinarahastoilla oli myös näkyvä rooli vuoden 2008 finanssikriisin yhteydessä, kun moni näistä rahastoista joutui vaikeuksiin salkussaan olleiden sijoitusten arvonalentumisten takia. Rahamarkkinarahasto-osuuksien lunastusten nopea kasvu pakotti salkunhoitajat myymään rahastojen sijoituksia, jotta lunastustoimeksiannot saatiin toteutettua.

Myös Suomessa rahamarkkinarahastojen rahastopääoma supistui finanssikriisin seurauksena vuoden 2008 aikana kolmanneksen ollen vuoden 2008 lopussa 12 mrd. euroa. Finanssikriisi osoitti, että turvallisiksi sijoituskohteiksi mielletyt rahamarkkinarahastot eivät kyenneet pitämään lupaustaan vakaasta sijoitusten

---

22. Valtaosa (86 %) yhdistelmärahastojen sijoituksista on sijoituksia muihin rahastoihin. Näiden kohderahastojen sijoituskohteista ei ole saatavilla tilastotietoa, joten rahastosijoitusten tarkempaa analyysia on hankala suorittaa.

23. Mitattuna rahastojen muiden velkojen suhteella rahastojen yhteenlaskettuun taseeseen.

24. Rahamarkkinarahastot ovat myös merkittävä lyhytaikaisen rahoituksen lähde yrityksille ja valtioille.

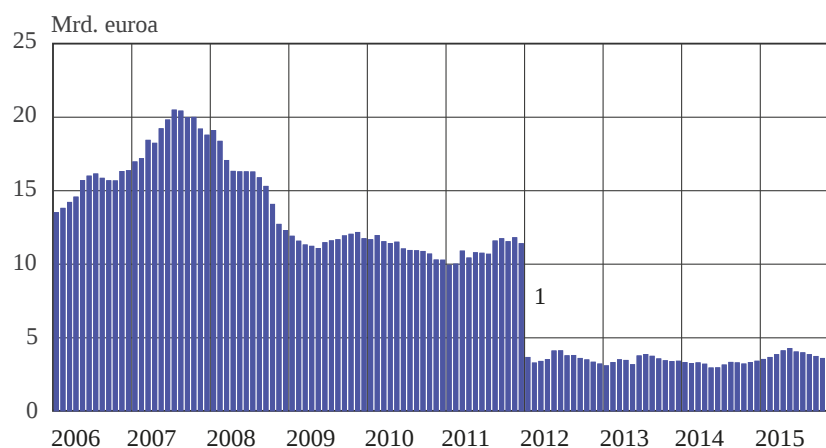
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0615&rid=1>

arvosta.<sup>[25]</sup> Tämän vuoksi rahamarkkinarahastojen juridista määritelmää tiukennettiin vuonna 2011.<sup>[26]</sup> Muutoksen myötä rahamarkkinarahastojen joukko pieneni Suomessa merkittävästi vuoden 2012 tammikuussa.<sup>[27]</sup> Edellä mainittua likviditeettitransformaatiota suomalaisissa rahamarkkinarahastoissa on arvioitu esiintyvän hyvin vähäisesti.

Kuvio 5.

### Suomeen rekisteröityjen rahamarkkinarahastojen tase supistunut merkittävästi

1. ■ Rahamarkkinarahastojen tase



Lähde: Suomen Pankki.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

Tietyt toiminnot kuten repokauppa ja arvopaperilainaus liitetään usein osaksi varjopankkitoimintaa. Suomessa repokauppa on kuitenkin keskittynyt lähinnä perinteiselle pankkisektorille ja on osa pankkien likviditeetin hallintaa. Tarkasteltaessa Suomeen rekisteröityjä sopimusperusteisia rahastoja niin repokaupan että arvopaperilainauksen osuus rahastojen sijoitustoiminnasta on varsin vähäistä. Lisäksi

25. Rahamarkkinarahastot voivat olla luonteeltaan joko kiinteähintaisia (kiinteän varojen nettoarvo, *constant net asset value, CNAV*) tai vaihtuvahintaisia (vaihtuvan varojen nettoarvon, *variable net asset value, VNAV*) rahastoja. Kiinteähintaiset rahamarkkinarahastot lupaavat pitää rahasto-osuuksiensa nettoarvon muuttumattomana, mistä johtuen sijoittajat saattavat pitää niitä turvallisina vaihtoehtoina pankkitalletuksille. Juuri näihin rahastoihin saattaa kuitenkin liittyä järjestelmäriskkejä esimerkiksi rahoitusmarkkinoiden kriisitilanteiden kuten sijoittajapajaan yhteydessä. ([https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2012/ESRB\\_2012\\_1.fi.pdf?fa4335ec3eb1a041cb4ec19c631c382b8](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2012/ESRB_2012_1.fi.pdf?fa4335ec3eb1a041cb4ec19c631c382b8)). Suomessa toimivat rahamarkkinarahastot ovat kaikki luonteeltaan vaihtuvahintaisia rahastoja.

26. Lisätietoa rahamarkkinarahastojen juridisen määritelmän muutoksesta: [http://www.suomenpankki.fi/pdf/2\\_2011\\_RMraportti.pdf](http://www.suomenpankki.fi/pdf/2_2011_RMraportti.pdf).

27. Rahastot, jotka aiemmin oli luokiteltu rahamarkkinarahastoiksi, mutta eivät täyttäneet vuoden 2012 tammikuussa uusia rahamarkkinarahastoille määrättyjä vaatimuksia, siirtyivät tyyppiluokaltaan pitkän koron rahastoiksi.

niin repokauppa että arvopaperilainaus on hyvin keskittynyt vain pienelle joukolle toimijoita.

Usein toimijoita, jotka lukeutuvat osaksi pankkikonsernia, ei lasketa kuuluvaksi varjopankkitoiminnan piiriin. Suomessa valtaosaa (92 %) sopimusperusteisista rahastoista hallinnoivat rahastoyhtiöt, jotka ovat osa pankkikonsernia.<sup>[28]</sup> Kuitenkin sopimusperusteisten rahastojen kohdalla määritelmä ei ole yksiselitteinen. Rahastoyhtiöt hallinnoivat varoja sijoittajien puolesta, mutta sijoittavat kantavat vastuun niin tappioista kuin voitoistakin, joita sijoituksista aiheutuu. Itse rahastoyhtiö tai konserniin lukeutuva rahalaitos ei lähtökohtaisesti ole sijoituksista vastuussa. Tästä syystä monet sopimusperusteisista rahastoista luetaan kuuluvaksi osaksi varjopankkisektoria.

Pääomarahastoilla on keskeinen rooli suomalaisten kasvuyritysten rahoittajina. [Suomen pääomasijoitusyhdistyksen](#) mukaan pääomasijoitusyhtiöiden<sup>[29]</sup> sijoitukset suomalaisiin kohdeyrityksiin ovat lähes kaksinkertaistuneet viimeisen viiden vuoden aikana. Vuonna 2015 pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset suomalaisiin kasvuyrityksiin ylittivät miljardi euroa. Vaikka toimialan koko onkin viime vuosina kasvanut, on se vielä verrattain pieni suhteessa perinteiseen pankkisektoriin. Oman pääoman ehtoisten sijoitusten ja suoran lainanannon kautta pääomarahastot luetaan osaksi varjopankkisektoria. Pääomarahastojen osuus rahastomuotoisista toimijoista on noin 3 % ja sijoitettu varallisuus joulukuussa 2015 oli 2,7 mrd. euroa.

## Pankkikonserniin kuuluvat yhtiöt vähennetään varjopankeista

Erilaisten rahastomuotoisten toimijoiden lisäksi muut rahoituslaitokset -sektori sisältää muun muassa lainanantajina toimivia rahoitusalan yrityksiä, arvopaperistamiseen erikoistuneita erillisyyhtiöitä, pikavippiyrityksiä, vertaislainatoimijoita, panttilainaamoita ja yritysrahoitukseen erikoistuneita vienti- ja tuontirahoitusyhtiöitä.<sup>[30], [31]</sup> Näiden toimijoiden yhteenlaskettu tase oli vuoden 2015 lopussa 48 mrd. euroa ja näiden välittämä antolainaus 13 mrd. euroa. Tästä oli luotonantoa yrityssectorille (4,3 mrd. euroa) ja kulutusluottoja kotitalouksille (2,2 mrd. euroa). Ulkomaille myönnettyjen lainojen kanta oli 4,6 mrd. euroa.<sup>[32]</sup>

Tähän joukkoon lukeutuu keskenään hyvin erilaisia toimijoita, joista vain osa harjoittaa varjopankkimääritelmän mukaista luotonvälitystä tai riskipitoista liiketoimintaa. Toimijoita, joita ei lähtökohtaisesti pidetä varjopankkeina, ovat esimerkiksi erilaiset

---

28. Nordea Funds Oy on osa Nordea-konsernia, Danske Invest Rahastoyhtiö Oy on osa Danske Bank -konsernia ja OP-Rahastoyhtiö Oy on osa OP Ryhmää.

29. Sisältää sekä kotimaiset että ulkomaiset pääomasijoitusyhtiöt.

30. Tässä kappaleessa käsitellään sektoreita S.125 (Muut rahoituksen välittäjät), S.126 (Rahoituksen ja vakuutuksen välitystä avustavat laitokset) ja S.127 (Konserninsisäiset rahoitusyksiköt ja rahanlainaajat).

31. Arvopaperistamiseen erikoistuneita erillisyyhtiöitä (financial vehicle corporations, FVC), jotka usein luetaan osaksi varjopankkisektoria, ei ole perustettu Suomeen.

32. Luottokanta 2015/Q4, Tilastokeskus.

pankkien rahoitusyhtiöt, jotka konsolidoituvat perinteiseen pankkisektoriin. Näiden yksiköiden riskit lukeutuvat siten perinteisen pankkitoiminnan alle.

Suomessa sektoriin muut *rahoituksen välittäjät*<sup>[33]</sup> lukeutuu erilaisia holdingyhtiöitä ja julkisen omistajuuden alla toimivia yhteisöjä, joiden toiminnan ei katsota yleensä täyttävän varjopankkitoiminnan määritelmää. Holdingyhtiöt perustetaan usein omaisuuden hallintaa varten ja niitä käytetään apuna yritystoiminnassa muun muassa omistajuuden ja toimintojen uudelleen järjestämisessä.

Julkisen omistajuuden alla toimivista yhteisöistä esimerkiksi Finnvera lukeutuu sektoriin muut rahoituksen välittäjät.<sup>[34]</sup> Finnvera on valtion omistama vientitakuulaitos, joka tarjoaa suomalaisille yrityksille lainoja, takauksia, pääomasijoituksia ja vientitakuita. Finnveran tase oli vuoden 2015 lopussa 8,4 mrd. euroa ja suoraa lainarahoitusta pk-yrityksille Finnvera myönsi vuonna 2015 reilun miljardin euron verran.<sup>[35]</sup>

## Pien- ja vertaislainojen määrät kasvussa

Pienlainayritykset eli ns. pikavippiyritykset kattavat muut rahoituslaitokset -sektorista vain hyvin pienen osan. Pienlainojen määrät vähenivät Suomessa vuoden 2013 lopulla, kun oikeusministeriö asetti voimaan lakimuutoksen, jossa pienlainatoimijoille asetettiin 51 prosentin korkokatto.<sup>[36]</sup> Tämä sai osan pienlainatoimijoista poistumaan markkinoilta tai muuttamaan yritystoimintansa luonnetta. Vuonna 2015 pienlainayritysten luotonanto kuitenkin piristyi ja lainakanta kasvoi 144 milj. euroon.<sup>[37]</sup>

---

33. Sektori S.125 (Muut rahoituksen välittäjät).

34. [https://www.stat.fi/meta/luokitukset/\\_linkki/finnvera\\_luokituspaatos.pdf](https://www.stat.fi/meta/luokitukset/_linkki/finnvera_luokituspaatos.pdf).

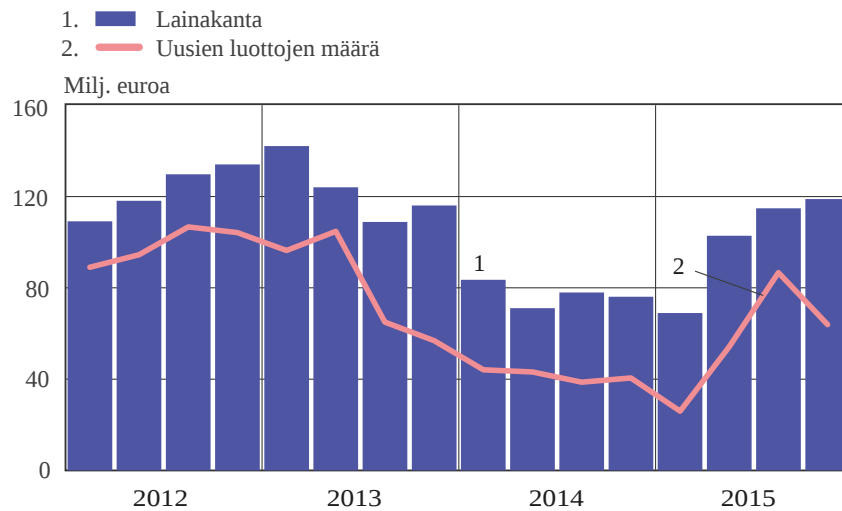
35. <http://annualreport2015.finnvera.fi/vuosi-2015/avainluvut.html>.

36. [www.oikeusministerio.fi/fi/index/ajankohtaista/tiedotteet/2013/03/pienilleluotoille51prosentinkorkokattokesakuunalusta.html](http://www.oikeusministerio.fi/fi/index/ajankohtaista/tiedotteet/2013/03/pienilleluotoille51prosentinkorkokattokesakuunalusta.html)

37. [http://www.stat.fi/til/lkan/2015/04/lkan\\_2015\\_04\\_2016-03-18\\_tie\\_001\\_fi.html](http://www.stat.fi/til/lkan/2015/04/lkan_2015_04_2016-03-18_tie_001_fi.html)

Kuvio 6.

### Pienlainayritysten uusien luottojen määrä kasvoi vuonna 2015



Lähde: Tilastokeskus.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

Vertaislainat (ns. peer-to-peer lending) eroavat pikavipeistä muun muassa siinä, että ne solmitaan yksityishenkilöiden välillä tietyn välityspalvelun kautta. Usein vertaislainoissa laina-aika on myös pikavippejä pidempi. Yksinkertaistaen vertaislainauksessa yksityishenkilöt toimivat lainantantajina ja lainaavat rahaa lainanhakijoille.

Vertaislainaus on toimialana vielä Suomessa hyvin nuori ja ensimmäiset vertaislainayritykset ovatkin perustettu Suomeen vasta vuosien 2009–2010 aikana. Toimiala ei ole tällä hetkellä elinkeino-oikeudellisen valvonnan piirissä, eikä vertaislainatoimijoille ole samanlaista rekisteröitymisvelvoitetta kuin esimerkiksi pienlainayrityksille.<sup>[38]</sup> Tästä syystä toimialasta ei ole saatavilla kattavia tilastotietoja ja arviot toimialan koosta perustuvat markkinoilta saatavaan informaatioon.

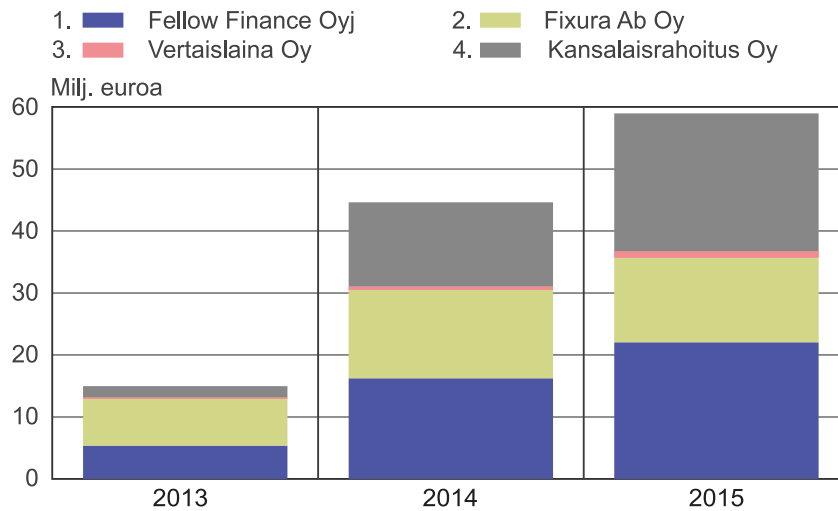
Vertaislainojen, kuten pikavippien että joukkorahoituksenkin, määrät ovat vaihtoehtoisena rahoitusmuotona olleet Suomessa kasvussa viime vuosien aikana. Vertaislainayritykset välittivät lainoja vuonna 2015 lähes 60 milj. euron arvosta, mikä on lähes neljä kertaa enemmän kuin kaksi vuotta aiemmin.<sup>[39]</sup>

38. 1.1.2017 voimaan tuleva laki eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteröinnistä velvoittaa myös vertaislainatoimijat rekisteröitymään Etelä-Suomen aluehallintoviraston luotonantaja- ja vertaislainanvälittäjärekisteriin.

39. Pienlaina- ja vertaislainayritysten lainaluvuissa saattaa olla jonkin verran päällekkäisyyttä.

Kuvio 7.

### Vertaislainatoimijoiden myöntämien lainojen määrät moninkertaistuneet viime vuosina



Lähteet: Fellow Finance Oyj, Fixura Ab Oy, Vertaislaina Oy ja Kansalaisrahoitus Oy.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

Sijoituspalveluyritysten osuus muut rahoituslaitokset -sektorista on hyvin pieni, alle prosentin (0,4 mrd. euroa).<sup>[40]</sup> Sijoituspalveluyrityksillä tarkoitetaan yrityksiä, jotka tarjoavat asiakkailleen sijoittamiseen liittyviä palveluja kuten omaisuudenhoitoa ja rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista, välittämistä ja toteuttamista. Vaikka itse sijoituspalveluyritysten oma tase kattaa vain hyvin pienen osan muut rahoituslaitokset -sektorista, on niiden asiakkaiden puolesta hallinnoimien varojen arvo muut rahoituslaitokset -sektorin kokoon suhteutettuna merkittävä.

Jos muut rahoituslaitokset -sektorista (ml. rahamarkkinarahastot) vähennetään Suomeen rekisteröidyt sopimusperusteiset osakerahastot, pankkien rahoitusyhtiöt ja muut erillisyhtiöt, joita ei pidetä varjopankkisektoriin kuuluvina, pienenee arvio Suomen varjopankkitoiminnan koosta 157 mrd. eurosta 81 mrd. euroon. Tätä arviota voidaan pitää Suomessa toimivien varjopankkien toiminnan ylärajana FSB:n suppean määritelmän perusteella. Tämän arvion mukaan Suomen varjopankkitoiminnan koko vastaisi 39 % BKT:sta ja olisi alle kuudesosa perinteisen pankkitoiminnan koosta. Suppean määritelmän mukaan valtaosa (89 %) varjopankkisektorin toimijoista on erilaisia rahastomuotoisia toimijoita kuten yhdistelmä- ja pitkän koron rahastoja.<sup>[41]</sup> Suomessa rahastoyhtiöiden ja vaihtoehtorahastojen hoitajien toimintaa valvoo Finanssivalvonta.

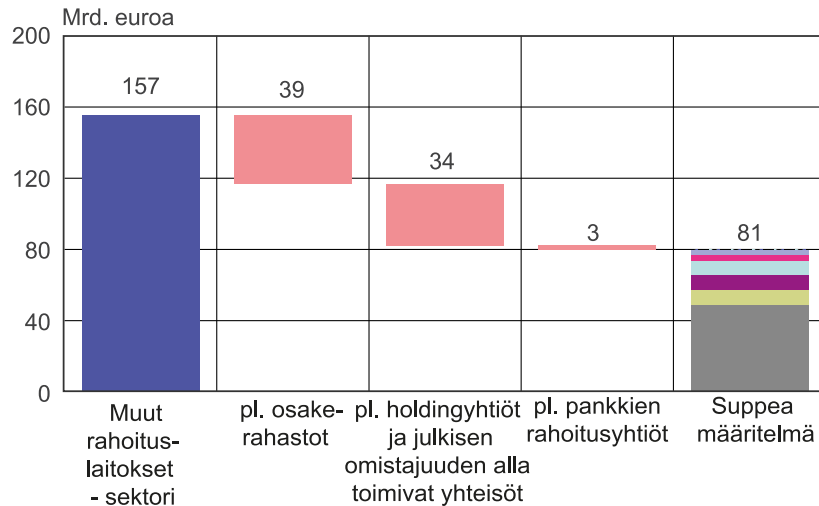
40. [http://www.stat.fi/til/spy/2015/04/spy\\_2015\\_04\\_2016-04-18\\_tau\\_002\\_fi.html](http://www.stat.fi/til/spy/2015/04/spy_2015_04_2016-04-18_tau_002_fi.html)

41. FSB:n suppean määritelmän mukaan sellaiset rahastomuotoiset toimijat, jotka harjoittavat jossain muodossa rahoituksen välitystä, lukeutuvat varjopankkisektoriin. Jossain maissa kuten Yhdysvalloissa rahastoja ei lasketa yleensä ollenkaan mukaan varjopankkimääritelmään.

Kuvio 8.

FSB:n suppean määritelmän mukainen estimaatti Suomen varjopankkitoiminnan koosta on noin puolet laajasta määritelmästä

- |                          |                                    |
|--------------------------|------------------------------------|
| 1. Pitkän koron rahastot | 2. Muut rahoituslaitokset -sektori |
| 3. Muut rahastot         | 4. Yhdistelmä rahastot             |
| 5. Rahamarkkinarahastot  | 6. Pääomarahastot                  |



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

26.10.2016  
eurojatalous.fi

## Seuranta tulee kehittää

Laskelmat Suomen varjopankkitoiminnan koosta osoittavat, että vakausneuvoston ns. laaja määritelmä yliarvioi varsin reilusti varjopankkitoiminnan laajuutta. Kun laajasta määritelmästä poistetaan toimijoita ja toimintoja, jotka eivät lähtökohtaisesti kuulu varjopankkitoimintaan, saadaan Suomen varjopankkisektorin koosta realistisempi kuva. Tämän jälkeenkin saadun arvion on perusteltua olettaa yliarvioivan toiminnan laajuutta Suomessa. Koska tarkkaa tilastotietoa kaikista varjopankkisektorin toimijoista ei ole saatavilla, jää arvio Suomen varjopankkitoiminnan koosta vain suuntaa antavaksi.

Kaiken kaikkiaan varjopankkisektori on Suomessa suhteellisen pieni, mikä johtuu osittain siitä, että Suomessa, kuten Pohjoismaissa yleensä, pankkisektori kattaa suuren osan siitä toiminnasta, joka muissa maissa on siirtynyt varjopankeille.

Varjopankit itsessään ovat tarpeellinen osa rahoitusjärjestelmää, sillä ne täydentävät luotonantoa vaihtoehtoisena rahoituslähteenä, hajauttavat riskejä pankkisektorin ulkopuolelle ja ovat usein uusien rahoitusnovaatioiden lähde.

Euroopan komission tavoitteena onkin kasvattaa pankkien luotonantoa täydentäviä vaihtoehtoisia rahoituslähteitä, kuten riskipääomamarkkinoita ja joukkorahoitusta. Tätä hanketta tukemaan Euroopan komissio esitteli pääomamarkkinaunionia koskevan



toimintasuunnitelman syyskuussa 2015. [Komission mukaan](#) rahoituskanavien monipuolistumisella on positiivisia vaikutuksia investointeihin ja kasvuun. Lisäksi se tukee rahoitusvakautta, sillä mahdollisten pankkisektorin ongelmien vaikutus yritysten rahoituksen saatavuuteen vähenee. Rahoituslähteiden monipuolistuessa ja rahoituksen välittymisen muuntuessa tulee kuitenkin huolehtia siitä, että sääntelyä ja seurantaa kehitetään, jotta rahoitusmarkkinoiden vakaus varmistetaan.

## Avainsanat

- [varjopankkisektori](#)
- [varjopankkitoiminta](#)
- [muut rahoituslaitokset](#)

## Kirjoittajat



Johanna Honkanen  
*Ekonomisti*  
[etunimi.sukunimi\(at\)bof.fi](mailto:etunimi.sukunimi(at)bof.fi)