Pääomamarkkinaunioni tukee talouskasvua ja työllisyyttä

10.5.2017 – Analyysi – Rahoitusvakaus

Otso Manninen
Vanhempi ekonomisti

Laajempi rahoituspohja erityisesti kasvuhakuisille PK-yrityksille lisäisi talouskasvua ja työllisyyttä. Maiden rajat ylittävät pääomavirrat lisäisivät yksityistä riskien jakoa Euroopassa. Euroopan komissio onkin suunnitellut ja osin toteuttanut pääomamarkkinaunionia, joka tukisi näitä tavoitteita. Tähän mennessä unionin rakentaminen on ollut suhteellisen nopeaa, mutta nyt edessä on vaikeita asioita, kuten verotuksen ja maksukyvyttömyyslainsäädännön yhdenmukaistaminen. Unionin rakentaminen ei saisi pysähtyä, vaikka vaikeasti ratkaistavat asiat ovatkin vasta edessä.

Pääomamarkkinaunionia tarvitaan kasvuyritysten rahoittamiseen

Pääomamarkkinoiden merkitys on Euroopassa huomattavasti vähäisempi rahoituksen välityksessä kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.[1] Euroopassa rahoitus tulee pääosin pankeilta, mutta kriisiaikoina pelkästään pankkeja laajempi rahoituspohja olisi

komission mukaan kestävämpi rahoituksen jatkuvuuden kannalta.[2] Yhdessä pankit ja pääomamarkkinatoimijat pystyisivät tarjoamaan rahoitusta tavalla, joka olisi riittävä ja kestäisi parhaiten talouden heilahteluja.

Tällä hetkellä talouskasvu ja suuri osa uusista työpaikoista syntyvät pienissä ja keskisuurissa kasvuyrityksissä. Niinpä näiden yritysten rahoitus on olennaista positiivisen talouskehityksen jatkumisen kannalta. Moni tämän päivän kasvuyrityksistä toimii palvelusektorilla ilman merkittävää omaa pääomaa tai reaaliomaisuutta. Ilman vakuuksia, merkittävää liikevaihtoa tai perinteistä liiketoimintamallia nämä toimijat eivät helposti saa lainaa pankeilta. Siksi niiden rahoitus olisi saatava pääomamarkkinoilta. Valitettavasti monissa Euroopan maissa pääomamarkkinat ovat ohuet, ts. ne eivät pysty tarjoamaan merkittävää rahoitusta. Pankkienkin tilanne joissain maissa voi olla niin heikko, että niiden kyky tukea taloutta on rajallinen.

Suomessa PK-yritysten rahoitustilanne ei ole yhtä vaikea kuin joissain muissa EU-maissa. Kiitos tästä kuuluu muun muassa julkisille toimijoille, kuten Finpro, Finnvera, Tekes ja Suomen Teollisuussijoitus – sekä vakavaraiselle pankkisektorille. Silti yllä lueteltujen syiden takia varsinkin aikaisen vaiheen yritysrahoituksen saaminen voi olla Suomessakin hankalaa. Tällä hetkellä yksityiset ns. enkeli- tai pääomasijoittajat eivät pysty rahoittamaan kaikkia lupaavia kohteita.

Jotta edellä mainitut kaksi ongelmaa, pääoman saatavuus ja rahoituksen jatkuvuus, saataisiin ratkaistuksi, tarvitaan elinvoimaisia ja toimivia pääomamarkkinoita. Pääomamarkkinaunioni on Euroopan komission ja EU:n jäsenvaltioiden aloite, jonka tarkoitus on laajentaa markkinaehtoista rahoitusta sekä lisätä pankkirahoitusta erityisesti PK-yrityksille ja infrastruktuuriprojekteille. Tässä aloitteessa kansalliset ja EU-viranomaiset luovat sääntelyjärjestelmän, jossa yksityiset toimijat voivat toteuttaa pääomamarkkinaunionin. Kunnianhimoinen tavoite on saada tämä järjestelmä valmiiksi vuoteen 2019 mennessä.[3]

Pääomamarkkinaunionia koskevassa aloitteessa on mukana 33 pienempää kokonaisuutta lähtien selvityksistä ja konsultaatioista aina lainsäädäntömuutoksiin. Aiheina ovat mm. maiden rajat ylittävien, kuluttajille tarjottavien rahoituspalveluiden kehittäminen sekä konkurssilainsäädännön ja yritysverotusperusteiden sekä osinkoverotuskäytäntöjen yhtenäistäminen. Hankkeeseen sisältyvien toimien erilaisuudesta johtuu, että aloitetta on vaikea tiivistää ymmärrettävästi ja kattavasti.

Pääomamarkkinat täydentävät pankkien tarjoamaa rahoitusta

Finanssikriisin jälkeen pankkien ja markkinoiden toimintaan alettiin kiinnittää

---

1. Lisäpohdintoja Euroopan pankkisektorin koosta löytyy esimerkiksi Euroopan järjestelmäriskikomitean (ESRB) raportista.
2. Aiheesta enemmän Euroopan komission analyysipaperissa pääomamarkkinaunionin taloudellisesta arvioinnista.
3. Pääomamarkkinaunioni ei ole yksittäinen aloite, vaan täydentää esim. pankkiunionia ja digitaalisia sisämarkkinoita. Lisäksi pääomamarkkinaunioni luonnollisesti kehittyy jatkuvasti, mutta tavoite kuitenkin on, että vuoteen 2019 mennessä sen runko alkaisi olla pääosin valmiina.

huomiota entistä tarkemmin. Ymmärrettiin, että vain vakavarainen pankkisektori kykenee välittämään rahoitusta kestävällä tavalla. Pankkien sääntelyyn, erityisesti vakavaraisuussääntelyyn, tuotiin nopealla aikataululla vaatimus ottaa koko pankkisektorin riskit huomioon. Siten yksittäisen pankin ongelmat eivät leviäisi koko pankkisektorin ongelmiksi.

Uuden sääntelyn tarkoitus oli, että pankit eivät niin helposti joutuisi ongelmiin – ja jos kuitenkin joutuisivat, julkisia varoja ei jatkossa tarvitsisi käyttää pankkien pelastamiseen. Sääntelyn myötä pankeissa on kuitenkin vähennetty kaikkein riskillisimpiä toimintoja. Samaan aikaan Euroopan pääomamarkkinat eivät ole olleet riittävän kehittyneitä paikkaamaan tätä pankkien toiminnan vähenemistä. Tästä on seurannut vajausta erityisesti kasvuyritysten rahoituksessa, koska pankit ja pääomamarkkinat eivät ole voineet tukea niitä riittävästi.

Pääomamarkkinaunionin onkin tarkoitus kasvattaa markkinaehtoisen rahoituksen osuutta ja laajentaa rahoitusta tarjoavien toimijoiden joukkoa. Yksi merkittävimmistä aiheista on huolehtia, että näiden toimijoiden sääntely on riittävää ja ottaa toiminnan riskit huomioon. Sääntely ei kuitenkaan saisi olla liian raskasta, jotta pääomamarkkinat voivat tarjota rahoitusta kohtuullisella hinnalla. Kuten pankkirahoituksessa, myös pääomamarkkinoiden rahoituksessa on muistettava, että hieman pienempi mutta kestävä kasvu on aina parempi kuin hieman isompi kasvu, jota seuraavat huomattavat romahdukset tasaisin väliajoin.

Pääomamarkkinaunionin myötä myös pankkien infrastruktuurisijoitusten riskipainoja pyritään keventämään, samoin kun PK-sektorin lainoille jo nyt tehdään. Periaatteessa näiden kevennysten pitäisi lisätä pankkien antolainaamista infrastruktuurisijoituksille ja PK-sektorille. Samalla tämä muutos kuitenkin tarkoittaa, että puhtaasti laskennallinen riskipainoperuste ei enää päde, vaan riskipainoja tarkastellaan myös suhteessa toiminnan yhteiskunnalliseen tärkeyteen. Tästä periaatteesta varmasti puhutaan myös pääomamarkkinaunioniin liittyvässä kestävän rahoituksen lisäämistä koskevissa keskusteluissa.

Uudelleenarvioinnin kohteena pääomamarkkinaunionissa on myös oman pääoman verokohtelu suhteessa velkaan. Tällä hetkellä yritykset voivat vähentää verotuksessaan kuluja, joita niille tulee velkojen hoitamisesta. Tätä vähennysoikeutta voidaan käyttää verosuunnitteluun, mutta jopa ilman tätä ulottuvuutta epäsuhta velan ja oman pääoman välillä on selkeä. Pääomamarkkinaunionin myötä on tarkoitus, että velan ja oman pääoman verokohtelu olisi jatkossa samanlaista, mikä lisäisi omaa pääomaa ja vähentäisi yritysten velkaa. Verotuksen muuttaminen ei kuitenkaan tule olemaan helppoa, vaikka tavoite olisi hyvä.

Pääomamarkkinaunioni ulottuu kansallisen lainsäätäjän alueelle – hyvästä syystä?

Jotta EU olisi oikeasti pääomamarkkinaunioni, tulisi lainsäädännön ja -tulkinnan olla riittävän samanlaista kaikissa maissa. Osin tämä saavutetaan säätelemällä asetuksia ja jättämällä direktiiveihin mahdollisimman vähän liikkumavaraa kansallisiin tulkintoihin. Osin tämä silti vaatii myös yhtenäistämään niitä alueita, joita on perinteisesti

pidetty kansallisen lainsäädännön alaisina. Tällaisia ovat mm. maksukyvyttömyyslainsäädäntö (insolvenssioikeus) sekä verotus.

Yksi keskeinen aloite pääomamarkkinaunionissa on ensin selvittää ja sitten mahdollisesti yhtenäistää käytännöt, jotka liittyvät siihen, miten kauan velkojalla kestää päästä realisoimaan velkojen vakuutena oleva omaisuus velallisen maksukyvyttömyystilanteessa. Lyhimmillään tämä aika on joissain maissa joitain kuukausia, kun taas pisimmillään aika voi olla lähemmäs kymmenen vuotta. On aivan selvää, että mikäli erot ovat suuria ja joissain maissa prosessiin liittyy epäselvyyksiä, maiden rajoja ylittävät pääomavirrat jäävät rajallisiksi. Myös pankkien hoitamattomista lainoista mahdollisesti aiheutuvat tappiot ja sitä kautta näiden lainojen markkina-arvot kehittyisivät suotuisasti, mikäli pisimpiä realisointiaikoja saataisiin lyhennettyä.[4]

Pääomamarkkinaunionissa halutaan myös yhtenäistää periaatteet, joilla hetkellisissä talousvaikeuksissa olevat mutta muuten terveellä pohjalla toimivat yritykset saataisiin selvitettyä niin, että niiden toimintaa voitaisiin jatkaa. Samalla halutaan varmistaa, että rehelliset yrittäjät saisivat toisen mahdollisuuden, mikäli heidän aiempi liiketoimintansa epäonnistuu.

Yhtenäinen EU:n laajuinen lainsäädäntö, myös maksukyvyttömyys- ja verotusasioissa, olisi omiaan lisäämään maiden rajat ylittäviä sijoituksia ja rahoituspalveluiden tarjontaa. Tämä ohjaisi resursseja tehokkaammin ja lisäisi yksityistä riskienjakoa Euroopassa, koska pääomaylijäämäisiltä alueilta virtaisi pääomia alijäämäisille alueilla. Yksityinen taakanjako olisi julkista yhteisvastuuta markkinaehtoisempi ratkaisu.[5]

Samalla kun yhtenäistetään kansallisia lainsäädäntöjä ja käytäntöjä, tulee myös pääomamarkkinoiden valvonta saattaa yhtenäiseksi ja tasoltaan riittäväksi. Merkittävä osa EU:n pääomamarkkinatoiminnoista sijaitsee Britanniassa mutta maan EU-eron jälkeen osa näistä toiminnoista siirtynee usean eri maan kansallisen valvojan alle. Eri maiden lainsäädännöt ja valvontakäytännöt ovat osin erilaisia, mikä voi olla hidaste integraation kannalta. Siksi pääomamarkkinaunionin olennaisena osana on myös pääomamarkkinavalvonnan yhtenäistäminen.

Monista eduistaan huolimatta näiden monimutkaisten ja perinteisesti kansallisiksi ajateltujen asioiden yhtenäistämisen ennakoidaan osoittautuvan erittäin vaikeaksi. Pääomamarkkinaunionia koskevan aloitteen edistymisen kannalta on tärkeää, että vaikeat asiat eivät silti estä koko hankkeen etenemistä. Komissio itse katsoo tällä hetkellä, että 33 aloitteesta 19 on jo hoidettu.[6]

Liialliseen tyytyväisyyteen ei ole varaa, sillä Eurooppa tarvitsee pääomamarkkinaunionia – ja erityisesti brexitin jälkeen siitä ollaan kaukana. Komission tiekartta on kuitenkin

---

4. Tämä ei tarkoita velallisen aseman kohtuutonta heikentämistä, jos prosessit ovat läpinäkyviä ja kaikkien tiedossa ja jos sopivat minimiehdot ja kuluttajansuoja ovat olemassa.
5. Kun yksityinen sijoittaja yhdessä maassa sijoittaa useaan eri maahan, ei yhden maan kohtaama riski vaikuta kuin osaan sijoittajan sijoituksista. Tappiot jakautuvat useissa maissa oleville sijoittajille, mikä vähentää maiden ja niissä olevien sijoittajien välistä riippuvuutta. Tämän yksityisen riskienjaon ansiosta rahoitusjärjestelmä on kokonaisuutena kestävämpi.
6. Ks. komissaari Dombrovskisin puhe 25.4.2017.

selkeä. Nyt sama tahtotila pitäisi löytyä myös kansallisella tasolla.

Avainsanat

talouskasvu, rahoitus, työllisyys, pk-yritykset, pääomamarkkinaunioni