

**ASUNTOLAINOJEN ARVOPAPERISTUMINEN,  
Kandidaattitutkielma**

**Mikko Koljonen/0297948**

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

School of Business,  
Rahoituksen oppiaine

25.11.2007

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>1. JOHDANTO.....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Taustaa.....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Kandidaatti tutkielman tarkoitus ja raja.....</b>	<b>5</b>
<b>2. KIRJALLISUUS JA TUTKIMUSMENETELMÄT.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 Katsaus aikaisemmin tehtyihin julkaisuihin.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 Työssä käytettävät tutkimusmenetelmät.....</b>	<b>8</b>
<b>3. ARVOPAPERISTAMINEN JA ARVOPAPERISTUMINEN.....</b>	<b>8</b>
<b>3.1 Arvopaperistamisprosessit.....</b>	<b>8</b>
3.1.1 Aitoon kauppaan perustuva arvopaperistamisprosessi.....	9
3.1.2 Synteettinen arvopaperistamisprosessi.....	10
<b>3.2 Arvopaperistumisen nykytilanne.....</b>	<b>11</b>
3.2.1 Yhdysvaltojen markkinat.....	11
3.2.2 Euroopan-Unionin markkinat.....	12
3.2.3 Arvopaperistuminen kehittyvillä markkinoilla.....	13
3.2.4 Arvopaperistuminen Suomessa.....	14
3.2.5 Johtopäätökset arvopaperistumisen kehittymisestä eri markkina-alueilla...	14
<b>4 ARVOPAPERISTUMISEN HYÖDYT.....</b>	<b>15</b>
<b>5 ARVOPAPERISTUMISEN RISKEJÄ.....</b>	<b>15</b>
<b>5.1 Riskien syntymisen edellytyksiä.....</b>	<b>16</b>
<b>5.2 Riskienhallinta.....</b>	<b>17</b>
<b>5.3 Subprime-lainat.....</b>	<b>18</b>
<b>6 YHTEISKUNNAN VAIKUTUS ARVOPAPERISTUMISEEN.....</b>	<b>20</b>
<b>6.1 Lainsäädäntö ja verotus.....</b>	<b>20</b>
<b>6.2 Valvonta.....</b>	<b>21</b>

<b>7 HAASTATTELUTUTKIMUS.....</b>	<b>21</b>
<b>8 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....</b>	<b>23</b>
<b>8.1 Yhteenveto.....</b>	<b>23</b>
<b>8.2 Johtopäätökset.....</b>	<b>24</b>
<b>LÄHTEET.....</b>	<b>26</b>
<b>LIITE 1: HAASTATTELUKYSYMYKSET.....</b>	<b>31</b>
<b>LIITE 2: RATA:N MÄÄRITELMÄ ARVOPAPERISTAMISELLE.....</b>	<b>32</b>
<b>LIITE 3: REIT-TYYPPISET RAKENTEET EU:N JÄSENVALTIOISSA.....</b>	<b>33</b>
<b>LIITE 4: EU-REIT-SUUNNITELMA.....</b>	<b>34</b>
<b>LIITE 5: TYYPILLISEN FENNICA TRANSAKTION RAKENNE (STRUCTURE OF A TYPICAL FENNICA TRANSACTION).....</b>	<b>35</b>

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Taustaa

Viimeisen puolen vuoden aikana talousuutisia on hallinnut Yhdysvaltojen subprime-asuntoluotto-kriisi. Tämä kriisi on laajentunut nopeasti maailman laajuiseksi ja sillä on ollut kielteinen vaikutus koko maailman talouskasvuun. Monet pankit ovat tehneet suuria tappioita tai joutuneet konkurssiin, fuusioitumaan toisiin pankkeihin tai tekemään taseeseensa kymmenien tai satojen miljoonien eurojen alaskirjauksia. Kukaan ei tarkkaan tiedä miten suuria tämän kriisin aiheuttamat tappiot tulevat olemaan, mutta yleisesti arvailtaan, että tappiot ovat yli 300 miljardia euroa.

Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinat ovat vaikeuksissa, mutta miksi se vaikuttaa eurooppalaisiin rahastoihin ja Euroopan pankkitoimialalle? Tässä on kyse Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoiden arvopaperistumisesta ja siellä tapahtuneesta riskien realisoitumisesta. Yhdysvaltojen asuntoluottojen arvopaperistuminen on alkanut suuren laman jälkeen 1930-luvun loppupuolella liittovaltion tukemana, hyvin säänneltyinä, ja valvottuna toimintana. Tämän toiminnan seurauksena onnistuttiin luomaan asuntoluotoille tehokkaat jälkimarkkinat. Yhdysvalloissa hyväksi todettu asuntoluottojen arvopaperistaminen ei ole kuitenkaan helposti levinnyt muihin maihin, johtuen erilaisista lainsäädäntökäytännöistä.

Arvopaperistaminen ja arvopaperistuminen ovat eri käsitteitä. Asuntoluottojen perinteisellä arvopaperistamisella tarkoitetaan menettelyä, jossa esimerkiksi pankki kokoaa taseestaan joukon asuntoluottoja ja myy ne pelkästään tätä tarkoitusta varten perustetulle erillisyhtiölle. Erillisyhtiö taas puolestaan rahoittaa kaupan myymällä sijoittajille esimerkiksi joukkovelkakirjalainan. Joukkovelkakirjalaina hinnoitellaan alkuperäisistä asuntoluotoista tulevan kassavirran nykyarvon, kulujen, vakuuksien ja riskien perusteella. Synteettisessä arvopaperistamisessa asuntoluottoja ei myydä pois taseesta, vaan myydään asuntoluotoista tulevaisuudessa tulevan kassavirran luottoriski. Käytännössä tämä tarkoittaa tilanteeseen sopivan luottojohdannaisen ostamista.

Arvopaperistuminen on huomattavasti laajempi käsite kuin arvopaperistaminen.

Arvopaperistumisella tarkoitetaan sitä miten laajasti arvopaperistamista on käytetty esimerkiksi asuntokauppoja rahoitettaessa kuluttajan ottamien suorien asuntoluottojen sijasta.

Kiinteistöjen arvopaperistamisella tarkoitetaan menettelyä, jossa kiinteistörahastoyhtiö ostaa kiinteistöjä omistavan yhtiön osakkeita ja saa osuuden vuokratuloista. Kiinteistörahastoyhtiö taas myy rahasto-osuuksia sijoittajille. Kiinteistörahastoyhtiö voi omistaa myös arvopaperistettujen asuntolainojen joukkovelkakirjoja.

## **1.2 Kandidaattitutkielman tarkoitus ja rajaus**

Arvopaperistaminen on tehokas keino luoda likvidit ja globaalit jälkimarkkinat sellaisenaan ei likvideille arvopapereille. Tämän työn tarkoituksena on selvittää, miksi Yhdysvalloissa arvopaperistuminen on pitkälle vietyä ja kehittynyttä ja miksi Euroopassa arvopaperistuminen on alkanut kehittyä nopeasti eteenpäin, mutta Aasian kehittyvillä markkinoilla ollaan vielä alkutekijöissä. Tässä työssä selvitetään mitkä tekijät vaikuttavat siihen, että arvopaperistuminen eri markkinoilla, eri maanosissa ja valtioissa on erilaisessa kehitysvaiheessa.

Rahoitusmarkkinat ovat perinteisesti hyvin konservatiiviset, mutta niidenkin on löydettävä uusia rahoitusinnovaatioita. Uusiin innovaatioihin liittyy joskus odottamattomia riskejä. Tässä työssä käsitellään näitä riskejä, niiden leviämistä ja sitä miten niiltä voidaan suojautua. Lainsäätäjät ja viranomaiset pyrkivät luomaan puitteet arvopaperistumiselle. Tässä työssä selvitetään miten tärkeä merkitys lainsäädännön, valvonnan ja verotuksen kehittymisellä on arvopaperistumiselle eri markkina-alueilla.

Euroopan Unionissa kehitetään EU:n yhteisiä periaatteita arvopaperistumiselle, jonka pohjalta jäsenvaltiot voivat harmonisoida omaa lainsäädäntöänsä ja valvontaansa. Tässä työssä käsitellään niitä suuntaviivoja ja sitä kehitysvaihetta, missä EU:n komissio on asuntolainamarkkinoiden yhtenäistämässä EU:n alueella. Suomessa on tehty esimerkkejä asuntolainojen arvopaperistamisesta ja tässä työssä kerrotaan myös lainsäädännön, valvonnan ja verotuksen nykyisestä kehitysvaiheesta.

Tämän työn tuloksena pyrin vetämään johtopäätöksiä siitä, miksi asuntolainojen arvopaperistumisella pystytään luomaan tehokkaat jälkimarkkinat esimerkiksi Yhdysvalloissa, kun taas esimerkiksi kehittyvillä markkinoilla ja Suomessa arvopaperistuminen on lähes olematonta. Työssä pyritään myös tekemään ehdotuksia, miten Suomessa ja EU:ssa tulisi toimia arvopaperistumisen edistämiseksi.

Tätä aihetta ei voi käsitellä ilman Yhdysvaltojen subprime-kriisiä, koska sen vaikutus arvopaperistumiseen tulevaisuudessa on merkittävä. Lainlaatijat ja viranomaiset tuskin jättävät arvopaperistamiseen liittyviä lakeja ja valvontamääräyksiä ennalleen. Luotettavaa tietoa tutkijoiden käyttöön subprime-kriisistä saadaan vasta vuoden 2008 alkupuoliskolla, kun kriisissä mukana olleet yritykset ja pankit alkavat julkaista vuosikertomuksiaan. Tässä tutkielmassa esitetään tarkistamattomaan ja epäluotettavaan talouslehtien tietoon ja yleisesti tunnettuihin rahoitusalan lainalaisuuksiin nojaten olettamuksia siitä miten subprime-kriisi syntyi, mitä siitä mahdollisesti seuraa ja vedetään johtopäätöksiä siitä mitä kriisistä voisi oppia. Tulevaisuudessa tehtävät tutkimukset osoittavat osuivatko olettamukset ja johtopäätökset oikeaan.

Tässä työssä käsitellään arvopaperistamista vain niiltä osin kuin se tukee arvopaperistumisen ymmärtämistä. Arvopaperistumisesta ei esitetä tarkkoja tilastotietoja maittain, koska ne ovat yleisesti saatavilla Internetistä.

Asuntoluottojen arvopaperistumiselle on keskeistä, että jälkimarkkinatuotteille on asiakas, joka ymmärtää asuntomarkkinat ja niiden suhdanteet, riskit. Tyypillisiä asiakkaita tähän mennessä ovat olleet eläkesäätiöt, vakuutusyhtiöt, hedge-rahastot ja pankit. Yhdysvaltojen subprime-kriisi osoittaa, että asiakkailla ei välttämättä ole riittävää käsitystä asuntomarkkinoiden riskeistä. Tässä työssä pyritään selvittämään myös mitä asiakkaan tulisi tietää näistä jälkimarkkinainstrumenteista.

Asuntoluottojen arvopaperistuminen Euroopassa edellyttää EU:n laajuisia lainsäädännöltään ja verotukseltaan yhtenäisiä kiinteistö- ja finanssimarkkinoita. Asuntoluotot ovat vain osa EU:n kiinteistömarkkinoiden rahoituksesta. Tässä kohtaa varsinaista tutkimusaluetta joudutaan laajentamaan kiinteistösijoittamisen ja sen haasteiden puolelle.

Asiantuntijoiden sähköpostihaastattelulla pyrittiin selvittämään, ovatko asiantuntijat samaa mieltä vai erimieltä tässä työssä esitettyjen johtopäätösten kanssa.

## **2. KIRJALLISUUS JA TUTKIMUSMENETELMÄT**

### **2.1 Katsaus aikaisemmin tehtyihin julkaisuihin**

Arvopaperistamisprosessia on käsitelty useissa asiaa käsittelevissä julkaisuissa. Yksinkertaisen yleiskuvan saa SITRAN toimittamasta julkaisusta (Kaleva ja Lahti, 1995). Suomen Pankin toimittamassa tutkimuksessa (Taipalus et al., 2003) arvopaperistamisprosessi on esitelty syvällisemmin. Siinä on esitelty takaukset, vakuudet ja valuutta-swapit. Huomattavasti laajemmin arvopaperistamisprosessia käsittelee Suomen Asianajajaliiton julkaisu Defensor Legis (Huomo, 2003), jossa on esitetty erilaisia arvopaperistamisprosesseja monenlaisille tulevaisuuden saataville. Taipalus et al. (2003) ja Punavaara (2003) selvittävät myös synteettisen arvopaperistamisprosessin mahdollisuuden luottojohdannaisten avulla.

Arvopaperistettujen jälkimarkkinainstrumenttien hinnoittelu on vähän käsiteltyä (Longstaff, 2005).

Yhdysvaltojen subprime-kriisistä ei ole saatavana luotettavaa ja tarkistettua tutkimustietoa, koska kriisi on edelleen päällä eikä sen loppuvaikutuksia vielä tunneta. Sen sijaan subprime-kriisistä kirjoitetaan talouslehdissä päivittäin. Hyvä yhteenveto subprime kriisistä on Suomen Pankin pääjohtajan, Erkki Liikasen, eduskunnan talousvaliokunnan seminaarissa pitämä esitelmä (Liikanen, 2007).

Johtopäätösten kannalta mielenkiintoinen on Suomen kiinteistöliiton tiivistelmä "EU-REIT ja Euroopan sisäiset kiinteistömarkkinat" (2007). Artikkelissa tehdään selvä ehdotus (liite 4) miten EU:n laajuiset kiinteistömarkkinat tulisi organisoida REIT-menetelmän avulla. Prof. dr Piet Eihholzin et al. Maaschtrichtin yliopistossa tekemässä alkuperäisartikkelissa, josta kyseinen tiivistelmä on kirjoitettu, on tilastoitu ja kartoitettu EU:n kiinteistömarkkinat Arvopaperistumisen

valvontaan liittyvät standardit ja määräykset voi ladata Rahoitustarkastuksen sivuilta (Rahoitustarkastus, Määräyskokoelma, 2007) ja lainsäädäntöön liittyvät asiat Edilex-lakitietopalvelusta (Edilex, 2007). Parhaita ulkomaisia julkaisusarjoja ovat Financial Law Review, Real Estate Economics ja Housing Finance International. Monista ajankohtaisista asioista saa suhteellisen luotettavaa tietoa keskuspankkien Internet-sivuilta.

Artikkeleita lukiessa tulee kiinnittää huomiota siihen onko asioita käsitelty IFRS-kirjanpitojärjestelmässä vai sitä vanhemmassa kirjanpitojärjestelmässä. Tällä on vaikutusta esimerkiksi siihen millainen tasevaikutus johdannaisinstrumenteilla synteettiseen arvopaperistamiseen.

Selvänä puutteena arvopaperistumisjulkaisuissa on kiinteitä markkinoita ja sen suhdanteita ja riskejä ymmärtävän asiakkaan löytäminen. Tällaiselta asiakaalta riskeiltä suojautuminen voi onnistua paremmin.

## **2.2 Työssä käytettävät tutkimusmenetelmät**

Tämän työn tutkimusmenetelminä ovat kirjallisuusselvitys ja haastattelututkimus.

Tutkielman kirjallisuusselvitystä varten etsittiin kirjallisuutta Lappeenrannan teknillisen yliopiston kirjastosta ja Helsingin kauppakorkeakoulun kirjastosta, Internetistä ja seuraamalla uusimpia aikakauslehtiä ja sanomalehtiä. Kirjallisuutta etsittiin Helecon online tietokannoista: MIX, SCIMA, ASIA ja EBSCO Business Source - tietopankista.

Haastattelututkimuksella pyrittiin testaamaan tukevatko asiantuntijoiden käsitykset työssä esitettyjä johtopäätöksiä.

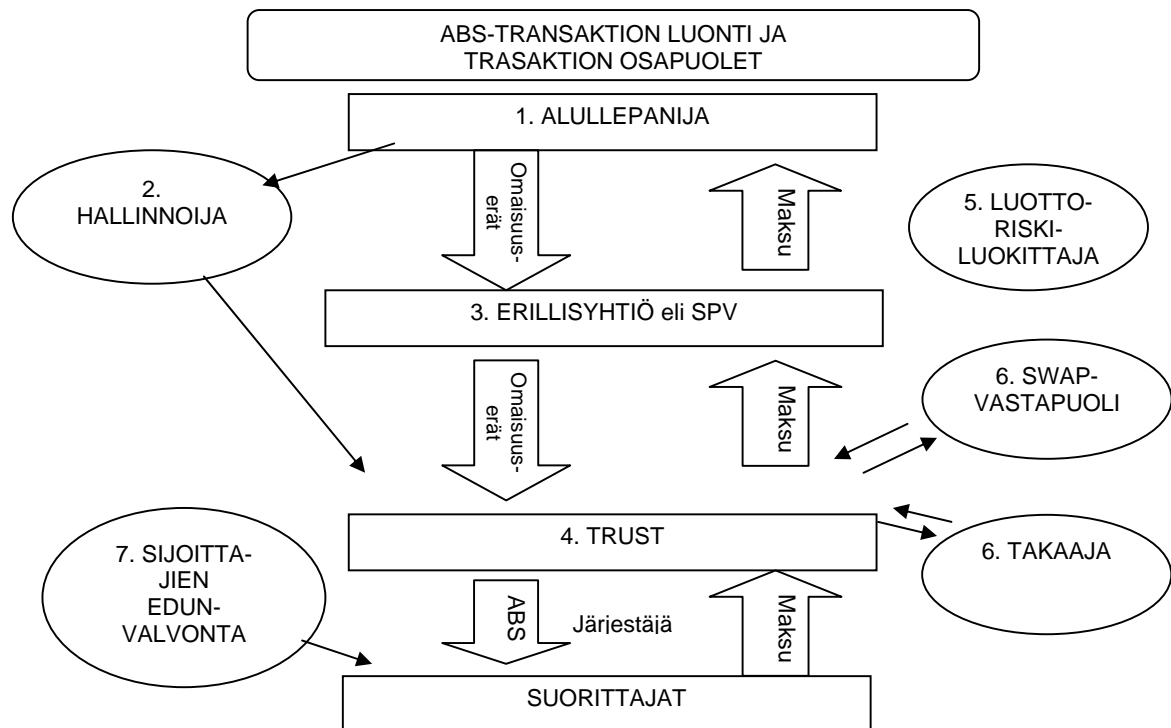
## **3 ARVOPAPERISTAMINEN JA ARVOPAPERISTUMINEN**

### **3.1 Arvopaperistamisprosessi**



### 3.1.1 Aitoon kauppaan perustuva arvopaperistamisprosessi

Arvopaperistamisprosessissa (Kaleva et al. 1996; Taipalus et al. 2003; Huomo 2003) on kolme eri päävaihetta. Ensimmäisessä vaiheessa alullepanija erottaa ja ryhmittelee sopivat varallisuuserät, jotka sammioidaan. Toisessa vaiheessa sammioitu varallisuus myydään aidolla kaupalla (Palin 1977) tätä tarkoitusta varten perustettuun erillisyhtiöön (Special Purpose Vehicle, SPV), jolla ei ole muita tehtäviä. Kolmannessa vaiheessa erillisyhtiö ostaa alullepanijan varallisuuden laskemalla markkinoille esimerkiksi joukkovelkakirjalainan, joko itse tai omistamansa trustin (Suomessa vastaa säätiötä) avulla. Hallinnoija hallinnoi arvopaperistettavia omaisuuseriä erillisyhtiön toimesta. Emission, esimerkiksi joukkovelkakirjalainan, luokituksesta huolehtii luottoriskiluokittaja. Takaus tarvitaan suojaamaan sijoittajia luottoriskeiltä. Takuu- ja vakuusjärjestelyt vaikuttavat osaltaan joukkovelkakirjan luokitukseen. Tällä on edelleen vaikutus joukkovelkakirjan hintaan. Jos vaihtuvakorkoisten jälkimarkkinainstrumenttien vakuutena on kiinteäkorkoisia lainoja, tarvitaan korko-swap-osapuoli sijoittajien riskin pienentämiseksi. Sijoittajien edunvalvojana erillisyhtiössä toimii esimerkiksi tilintarkastusyhtiö. Erillisyhtiön varallisuutta, kassavirtaa, vakuuksien säilytystä ja hallinnointia hoitaa tarkoitukseen sopiva hallinnoija usein erillinen palveluyhtiö. Joukkovelkakirjalainan liikkeelle laskemisen sijoittajille hoitaa tähän tehtävään erikoistunut investointipankki. Aidolla kaupalla tehdyssä arvopaperistamisprosessissa alullepanevan yhtiön tase pienenee, tunnusluvut paranevat ja pankeilla taseisiin sidotut vakuudet pienenevät. Samalla pankki siirtää osan taseeseen kuuluvasta riskistä sijoittajille.



**Kuva 1. Arvopaperistamisen perusrakenne: omaisuusvakuudelliset arvopaperit (Asset Based Securities, ABS) (Taipalus et al. 2003).**

Yllä esitetty kaavio pätee myös, kun vakuutena on asuntoluottoja (Residential Mortgage Bucket Securities, RMBS).

### 3.1.2 Synteettinen arvopaperistamisprosessi

Synteettisessä arvopaperistamisprosessissa (Taipalus et al. 2003; Punavaara 2003) ei välttämättä myydä tulevaisuuden saatavia eli lainoja erillisyhtiölle, vaan määritelty erä suojataan erilaisilla luottojohdannaisilla korko- ja luottotappioiden varalta. Vaikka myyntiä ei tapahtuisi, saataviin kohdistuvia riskejä pystytään pienentämään ja taseen riskipitoisten erien määrä vähenee. Luottojohdannaisopimuksilla on IFRS-kirjanpidossa tasearvo, joten niillä on vaikutusta tasearvoihin.

Luottojohdannainen on kahdenkeskinen sopimus, jolla lainoihin, arvopapereihin ja saataviin kohdistuva riski siirretään korvausta vastaan osapuolelta toiselle. Johdannaisilla on

jälkimarkkinat ja niillä käydään kauppaa pörssissä. Synteettisessä arvopaperistamisessa käytettävät luottojohdannaiset ovat optio- tai swap-sopimuksia (Total Return Swap, Credit Default Swap, Credit Spread Option, Credit Linked Note) (Punavaara 2003).

Synteettinen arvopaperistaminen jakaantuu kahteen päätyyppiin, rahoitettuun ja rahoittamattomaan. Rahoitettu arvopaperistaminen muistuttaa luvussa 3.1.1 kuvattua arvopaperistamista, kun taas rahoittamaton muistuttaa luottojohdannaista. Rahoitetussa synteettisessä arvopaperistamisessa perustetaan erillisyhtiö, jonka kanssa suojanostaja solmii luottojohdannaissopimuksen. Erillisyhtiö taas solmii sijoittajien kanssa täsmälleen samanlaisen luottojohdannaissopimuksen. Suojanostaja maksaa suojauksesta maksuja erillisyhtiölle, joka edelleen välittää maksut sijoittajille.

Rahoittamattomassa synteettisessä arvopaperistamisessa ei käytetä erillisyhtiötä. Tämän vuoksi suojanostaja joutuu asettamaan vakuuden siltä varalta, ettei pysty suojausmaksuja maksamaan. Jos suojan ostajan luottoluokitus laskee, yleensä suojausmaksut nousevat.

Aikaisemmassa kirjallisuudessa yleisesti esitetään (Punavaara 2003) synteettisen arvopaperistamisen etuna, ettei luottojohdannainen muuta tasearvoa. Pörssiyhtiöt ovat kuitenkin siirtymässä kansainväliseen IFRS-kirjanpitojärjestelmään, jossa luottojohdannaisella on tasearvo. Tämän asian selvittäminen on rajattu tämän työn ulkopuolelle ja on mahdollinen jatkotutkimuskohde (kirjanpitostandardit: IAS 39.2-4, Scope, IAS 39.8-9, Definitions, IAS 39.14, Recognition).

## **3.2 Arvopaperistumisen nykytilanne**

### **3.2.1 Yhdysvaltojen markkinat**

Yhdysvalloissa asuntolainojen jälkimarkkinoita alettiin kehittää vuonna 1938. Silloin perustettiin liittovaltion laitos Federal National Mortgage Assosiation (Fannie Mae). Se osti liittovaltion asuntohallituksen takaamia lainoja, mutta muutettiin osakeyhtiöksi vuonna 1968 ja nykyisin se ostaa myös esimerkiksi vakuutuslaitosten tarjoamia lainoja. Governmental National Mortgage

Association (Ginnie Mae) perustettiin vuonna 1968 asunto ja yhdyskunta ministeriön toimesta. Ginnie Mae rahoittaa alempien tuloluokkien ja sotaveteraanien asuntolainoja. Liittovaltion mukanaolo ja tuki loi Fannie Mae:lle ja Ginnie Mae:lle alkuvaiheessa hyvät edellytykset asuntolainojen jälkimarkkinoiden kehittymiselle. Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) perustettiin vuonna 1970 edistämään paikallispankkien ja muiden asuntolainantajien jälkimarkkinoita. (HE 77/1997)

Alkuvaiheessa Fannie Mae:n toiminnalle oli tyypillistä, että liittovaltio vahvisti luotot. Samoin Fannie Mae edellytti ostamiltaan luotoilta sen määrittelemiä standardivaatimuksia ja luottojen myyjien piti olla vakavaraisia. Tämä helpottaa jälkimarkkinatuotteiden hinnoittelua ja pienentää riskejä. Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilla tilanne on muuttunut Fannie Mae:n perustamisen ajoilta ja investointipankit laskevat liikkeelle uusia pikemminkin innovatiivisia kuin standardoituja jälkimarkkinatuotteita. Samalla myös sijoittajien kyky ymmärtää näiden tuotteiden riskejä vaikeutuu.

Taseella mitaten Fannie Mae ja Freddie Mac ovat Yhdysvaltojen neljänneksi ja viidenneksi suurimmat yhtiöt (White, 2005). Niiden osuus Yhdysvaltojen asuntoluottokannasta oli suurimmillaan vuonna 2002-2003 noin 22 %, mutta vuoteen 2005 mennessä se oli pudonnut 16 prosenttiyksikköön (Jaffee, 2006).

### 3.2.2 Euroopan-Unionin markkinat

Verrattaessa Euroopan-Unionin rahoitusmarkkinoita Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoihin on EU melko pankkikeskeinen. Jälkimarkkinat ovat Yhdysvalloissa huomattavasti kehittyneemmät. Positiivisena seikkana rahoitusmarkkinoilla Euroopassa on yhteinen raha, euro, joka on pienentänyt valuuttariskejä ja luonut vakaamman korkoympäristön (Jokivuolle, 2005).

Euroopan Unionin komissio on edennyt asuntoluottomarkkinoiden harmonisoinnissa julkaisemalla asiantuntijatyöryhmän raportin (Report by the Mortgage Credit Forum Group) 2004 ja julkaissut konsultoivan vihreän kirjan (Green Paper) vuonna 2005, jossa se analysoi EU:n alueella integroituneiden asuntoluottomarkkinoiden hyötyjä ja haittoja (Haywood et al., 2005) ;

Report by the Forum Group 2004 ja European Central Bank 2005). Tämän jälkeen on seurannut EU:n asuntoluottomarkkinoiden kustannus ja hyötyanalyysi (Mortgage Credit in the EU, Study on Costs and Benefits of the Integration of EU Mortgage Markets, London Economics) vuonna 2005. EU protokollan mukaan tätä seuraa julkinen kuuleminen ja valkoinen kirja (EU Comissions White Paper on Mortgage Credit) mahdollisesti vuonna 2007. Yhteenvetona voidaan sanoa, asuntoluottomarkkinoiden integrointi on EU:ssa työn alla .(Erjanti, 2005)

EU:n kiinteistömarkkinat ovat pienemmät kuin Yhdysvaltojen kiinteistömarkkinat, mutta sen lisäksi ne ovat hajanaiset. EU:n kiinteistömarkkinat perustuvat sen 27 jäsenvaltion kunkin omaan lainsäädäntöön. Kolmessatoista jäsenvaltiossa on otettu käyttöön REIT-menettely kaksoisverotuksen poistamiseksi kiinteistörahastoilta, mutta ne ovat keskenään melko erilaisia (liite 3). Saksassa (Howard et al, 2006) ja Iso-Britaniassa on riittävän suuret kiinteistömarkkinat ja REIT-menettely käytössä kiinteistörahasto puolella. Siellä on saavutettu merkittävää kasvua myös asuntoluottojen arvopaperistumisessa. Yleensä kuitenkin yksittäisten jäsenvaltioiden markkinat ovat liian pienet arvopaperistumisen suhteen. (Eichholz ja Kok, 2007).

EU:ssa tarvittaisiin yhdenmukainen standardoitu REIT-menettely EU:n laajusten kiinteistömarkkinoiden luomiseksi (Suomen kiinteistöliitto, 2007). Tämä mahdollistaisi ja tukisi asuntolainojen arvopaperistumista EU:n koko alueella tapahtuvaksi. Nykyisin asuntoluottojen arvopaperistamista tapahtuu pääasiassa jäsenvaltioiden sisällä.

### 3.2.3 Arvopaperistuminen kehittyvillä markkinoilla

Asuntoluottojen arvopaperistuminen Aasian ja Tyynenmeren maissa on kasvavaa, mutta selvästi pienempää kuin Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Varsinaisen sykäyksen asuntoluottojen arvopaperistumiselle Aasiassa antoi Aasian talouskriisi 1997. Lainsäädäntöä ja verotusta oli muutettava, että saatiin käyttöön uusia rahoituslähteitä.

Aasiassa ja Tyynenmeren maissa asuntoluottojen arvopaperistuminen on edennyt voimakkaimmin Japanissa, Australiassa ja Koreassa. Sen sijaan Kiinassa ja Indonesiassa

arvopaperistuminen on vasta alkutekijöissä (Gyntelberg ja Remolona, 2006 ja Rhee ja Shimomoto, 1999).

Venäjällä on suuri tarve pääomista öljy-, kaasu-, ja infrastruktuuri-investoinneissa, joissa arvopaperistuminen voisi olla ratkaisu (Carmichael ja Murygin, 2006). Tätä voisi seurata arvopaperistamisen käyttöönotto myös asuntoluotoissa. Lainsäädäntö ja oikeuslaitoksen toimivuus kuitenkin poikkeaa selvästi siitä, mihin EU:n alueella on totuttu, joten maariski on suuri.

#### 3.2.4 Arvopaperistuminen Suomessa

Suomessa Asuntoluottojen arvopaperistaminen alkoi vuonna 1995 Valtion asuntoluottorahaston toimesta. Tähän oli syynä valtion kyvyttömyys jakaa Arava-lainoja valtion budjetin kautta 1990-luvun alun talouslaman seurauksena. Tällöin perustettiin Fennica ohjelma, jonka avulla Arava-lainat arvopaperistettiin ja myytiin sijoittajille (Liite 5). Vuoteen 2006 mennessä Fennica-ohjelmalla oli arvopaperistettu asuntoluottoja 2,7 miljardin euron edestä. (Valtion asuntorahasto, 2006).

Suomessa asuntolainojen arvopaperistuminen on vähäistä, koska ei ole riittävän suuria ja selkeitä luottoeriä, Arava-lainojen lisäksi, joihin sitä voisi soveltaa. (Kaleva ja Olkkonen, 1996; Kaleva et al 1995; Salo, 2003 ja Louekoski, 2002).

#### 3.2.5 Johtopäätökset arvopaperistumisen kehittymisestä eri markkina-alueilla

Yhdysvalloissa arvopaperistuminen lähti hyvin kehittymään, koska oli olemassa selkeä, yhtenäinen ja riittävän suuri kiinteistömarkkina. Arvopaperistumisen kehittymistä auttoi hyvin standartoitu menetelmä ja liittovaltion tuki ja valvonta.

Suomessa ja Aasiassa arvopaperistuminen lähti kehittymään talouskriisin jälkeen. valtioilta oli budjettirahat vähissä ja oli kehitettävä ratkaisuja, jotka eivät lisää valtion velkaantumista. Tällöin sekä verotusta, että lainsäädäntöä muutetaan nopeasti, jotta arvopaperistaminen voidaan toteuttaa.

Euroopan Unionissa arvopaperistuminen on edennyt suurissa maissa, kuten Saksassa ja Iso-Britaniassa, niiden omilla kansallisilla markkinoilla.

EU:n kiinteistömarkkinat eivät ole yhtenäiset, vaan jokaisessa maassa on oma kiinteistövero ja lainsäädäntönsä. Jos EU:n kiinteistömarkkinat saadaan harmonisoitua voi olla mahdollista, että asuntoluottoja kerätään monesta eri maasta ja ne arvopaperistetaan ja myydään sijoittajille.

#### **4. ARVOPAPERISTAMISEN HYÖDYT**

Asuntoluottojen arvopaperistamisen tarkoituksena on saada ei likvidit rahoitusinstrumentit likvidiin muotoon. Samalla alullepanija, esimerkiksi pankki, pienentää riskejään ja hajauttaa ne joukkovelkakirjoina ostajille. Tällä tavalla epälikvidit kiinteistöt saadaan likvidiin muotoon joukkovelkakirjoina. Sijoittajan kannalta joukkovelkakirjojen transaktiot ovat helppoja ja nopeita ja transaktiokustannukset ovat halvempia kuin varsinaisessa kiinteistökaupassa. Joukkovelkakirjalainalla ei ole samanlaista maantieteellistä ja laadullista riskiä kuin kiinteistöllä on. Joukkovelkakirjalainoilla on usein takaus ja niitä voidaan suojata erilaisilla luottojohdannaisilla. Julkisen kaupankäynnin kohteena joukkovelkakirjalainoista julkaistaan luokituksia ja noteerauksia tehdyistä kaupoista. Arvopaperistamisella pystytään pienentämään alkuperäisen liikkeellelaskijan tasetta. Jos liikkeellepanija on pankki, oman pääoman tarve pienenee ja myös viranomaisten vakavaraisuusvaatimukset on helpompi toteuttaa. Näillä jälkimarkkinainstrumenteilla voidaan saada myös inflaatio suoja, joka ei ole niin herkkä kuin osakesijoituksilla. (HE 77/1997)

EU:n komission tekemän selvityksen mukaan EU:n asuntoluottomarkkinoiden integraatiosta tulevat hyödyt olisivat vuosien 2005 - 2015 välillä seuraavat: yksityinen kulutus kasvaisi 0,5 prosenttiyksikköä ja BKT 0,7 prosenttiyksikköä. Sen sijaan lainamarginaalin laskulle ei olisi enää tilaa (Erjanti, 2005).

#### **5. ARVOPAPERISTUMISEN RISKEJÄ**

## 5.1 Riskien syntymisen edellytyksiä

Asuntolainojen vakuutena on kiinteistöjä, joilla on normaalista osakesijoittamisesta poikkeavat riskit. Nämä liittyvät kaavoitukseen, lainsäädäntöön ja esimerkiksi asuntojen suunnitteluun ja tuleviin peruskorjauksiin. Myös poikkeavat luonnonolot voivat muodostaa yllättävän riskin. Suuren työnantajan toiminnan lakkaaminen paikkakunnalla voi alentaa asuntojen arvoa merkittävästi. Joidenkin uusien EU:n jäsenvaltioiden maanomistusoikeuden rekisteröinnissä voi olla epäselvyyksiä. Näiden riskien muutoksia on perinteisen osakesijoittajan vaikea seurata.

Erillisyhtiöllä merkittäviä riskejä ovat korkoriskit ja valuuttariskit. Alenevien korkojen tilanteessa asuntovelalliset saattavat maksaa lainansa etuajassa, jolloin erillisyhtiölle syntyy uudelleen-sijoittamisriski. Markkinakorkojen noustessa jäävät kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat alemmalle korkotasolle ja ne eivät ole enää likvidejä markkinoilla ilman, että niiden hintaa lasketaan emissionoteerauksesta. Korkoriskiä voi syntyä myös silloin, kun asuntolainat ovat kiinteäkorkoisia ja joukkovelkakirjat ovat vaihtuvakorkoisia. Erillisyhtiölle voi tulla myös korkoriskejä, kun erillisyhtiö ostaa asuntolainat lyhyen koron lainalla ja alkuperäiset asuntolainat ovat tyypillisesti korkeamman pitkän koron lainoja. Osa erillisyhtiön tuotosta tulee lyhyen ja pitkän koron korkoerosta. Tämä saattaa kuitenkin vaihdella ja joskus jopa kääntyä päinvastaiseksi. Korkojen ja valuuttakurssien kehittymistä seurataan markkinoilla reaaliajassa ja näiden riskien hallitsemiseen on tarjolla runsaasti erilaisia johdannaisia. (HE 77/1997)

Luottoluokituslaitokset luokittelevat lainoja ja joukkovelkakirjoja niiden sisältämän riskin perusteella. Yleinen periaate on, että korkean riskin joukkovelkakirjoista saa paremman koron kuin matalan riskin joukkovelkakirjoista. Ongelmia syntyy silloin, kun joukkovelkakirjoja myydään emissiohetken luokituksella ja hinnalla, vaikka vakuutena olevien asuntojen arvo olisi laskenut. Uudelleen luokittaminen huonompaan suuntaan alentaa joukkovelkakirjan hintaa, mutta kuinka paljon, on todella vaikeaa määrittää. Joskus uudelleen luokitus tulee liian myöhään tai jää joukkovelkakirjan ostajan vastuulle.



Arvopaperistamisessa avustava investointipankki saattaa olla myös joukkovelkakirjojen luokittaja. Tähän voi liittyä moraalinen riski, sillä joukkovelkakirjat voivat saada liian hyvän luokituksen.

Arvopaperistamisessa joukkovelkakirjoja ostava ei välttämättä saa yhtä paljon tietoa vakuuksien muuttumisesta, alkuperäisten lainaajien varallisuudesta ja luokituksen muuttumisesta, kuin niiden liikkeellelaskijalla on. Tällöin puhutaan informaatoriskistä.

Erillisyhtiö on saattanut ostaa asuntolainat valuuttaluotolla tai alkuperäiset asuntolainat sijaitsevat kokonaan toisessa maassa eri valuutan alueella. Tällöin syntyy valuuttariskiä (Kaleva et al., 1995; Kaleva ja Olkkonen, 1996; Punavaara, 2003)

## **5.2 Riskien hallinta**

Kiinteistöalasta itsestään johtuvien riskien hallinnassa auttaa kiinteistöalan ja sen suhdanteiden tuntemus. Täytyy olla käsitys siitä, miten kiinteistömarkkinoiden suhdanteet ja niiden arvoon vaikuttava lainsäädäntö vaihtelee.

Lainan ennenaikaisen takaisinmaksun aiheuttamaan uudelleen- sijoittamisriskiin voidaan vaikuttaa laskemalla liikkeelle vaihtuvakorkoinen joukkovelkakirjalaina, joka seuraa markkinakorkoja.

Korkoriskejä vastaan voidaan suojautua kuhunkin tilanteeseen sopivilla korkojohdannaisilla. Samoin on tilanne valuuttariskien kanssa. Niitä vastaan voidaan suojautua valuuttajohdannaisilla. (Jaffee, 2006).

Luokituksen muutosta vastaan voidaan suojautua analysoimalla uudelleen ostettava kohde ja arvioimalla luottoluokituksen kelpoisuus.

Aina, kun joukkovelkakirjoja myydään vastoin yleisiä pelisääntöjä hyvällä luokituksella ja siihen nähden suhteettoman suurella korolla, on syytä epäillä informaatoriskiä ja jättää houkuttelevat joukkovelkakirjat ostamatta tai analysoida tilanne uudelleen.

### 5.3 Subprime-lainat

Tämän hetken pahin rahoituskriisi on Yhdysvaltojen subprime-pankkikriisi. Tilanne on tällä hetkellä akuutissa vaiheessa, joten siitä ei ole saatavilla luotettavaa tutkimustietoa. Luotettavaa tietoa tutkijat saavat käyttöönsä vasta ensi vuonna julkaistavista pankkien ja yritysten vuosikertomuksista. Pankit ovat tehneet kymmenien jopa satojen miljoonien eurojen alaskirjauksia taseestaan. Ainakin kahden suuren liikepankin pääjohtajat ovat eronneet. Loppua tälle kriisille ei ole vielä nähty ja pankit ovat varovaisia antamaan tietoa siitä mitä kaikkea on odotettavissa.

Seuraavat näkemykset ja arviot ovat omia arvioitani, jotka perustuvat talousasiantuntijoiden lukuisiin artikkeleihin talouslehdissä. Edellä kuvatut artikkelit eivät täytä tutkimustiedon kriteereitä. Vertaamalla edellä kuvattuja artikkeleita yleisesti tunnettuihin talous- ja rahoitusteorioihin pyrin muodostamaan oletuksia siitä, miten kriisi muodostui ja mitä siitä voisi oppia. Vasta muutaman vuoden päästä tiedetään osuivatko olettamukset oikeaan. Subprime-kriisillä on nyt ja tulee jatkossakin olemaan suuri vaikutus arvopaperistumisen imagoon, joten sitä ei voi sivuuttaa, vaikka siitä saatavat tiedot eivät ole luotettavia.

Sanalla subprime tarkoitetaan Yhdysvalloissa asuntolainan hakijan alle normaalin olevaa lainan takaisinmaksukykyä. Tällaisella lainanhakijalla, ei ole säännöllisiä tuloja ja hän ei saa lainaa normaalein ehdoin. Tällöin myös korko on tavallista suurempi. Subprime-lainat ovat usein myönnetty 2+28 vuodeksi niin, että kaksi ensimmäistä vuotta ovat lyhennysvapaita ja korko on alempi. Tämän jälkeen lyhennykset alkavat ja korko nousee tavallisia luottoja suuremmaksi (Liikanen 2007). Lainanantaja on olettanut, että lainan vakuutena olevan asunnon arvo nousee näiden kahden vuoden aikana niin paljon, että konkurssitilanteessa pankki ei jää tappiolle. Näin ei kuitenkaan käynyt, vaan asuntojen hinnat pysyivät ennallaan tai laskivat. Asuntolainat ovat pitkiä korkea korkoisia lainoja, jotka rahoitetaan yleensä ottamalla halvempia lyhyt kestoisia lainoja.

Lainanantaja saa voittoa tästä korkoerosta edellyttäen, että lyhyiden lainojen korot pysyvät alempana kuin pitkien lainojen korot.

Yleisesti riskipitoisilla joukkovelkakirjalainoilla on suurempi korko kuin vähemmän riskipitoisilla joukkovelkakirjalainoilla. Useilla subprime-lainoilla näytti olevan hyvä riskiluokitus ja tavallista suurempi korko. Tämän vuoksi niistä tuli houkutteleva sijoituskohde sijoitusrahastoille ja pankeille. Kun alkoi selvitä, että asuntolainanottajat eivät pystyneet lainojaan maksamaan, ei luokituksia muutettu riittävän nopeasti. Jos joukkovelkakirjan luokitusta alennetaan eli riski kasvaa, niin yleisesti joukkovelkakirjan hintaa alennetaan.

Subprime-lainojen riskien selvittyä niiden luokitus romahti alimpaan luokkaan. Tällöin jouduttiin tilanteeseen, jolloin lainojen noteerausta oli vaikea määrittää. Ne eivät olleet enää likvidejä kaupankäyntikohteita. Pankeilla ei ollut mitään muuta mahdollisuutta, kuin kirjata joukkovelkakirjalainojen alentuneet arvot pois taseesta vielä varovaisuusperiaatetta noudattaen. Joillekin pankeille tämä oli niin kriittistä, että ne eivät enää pystyneet antamaan lainoja asiakkailleen pankkien vakavaraisuussäännösten vuoksi. Myöskään toiset pankit eivät olleet halukkaita myöntämään lainoja vaikeuksiin joutuneille pankeille. Tämän vuoksi Yhdysvaltojen ja Euroopan keskuspankit joutuivat laskemaan liikkeelle pääomaa miljardien dollareiden ja eurojen edestä auttaakseen näitä vaikeuksiin joutuneita pankkeja ja pankkien asiakkaita. Keskuspankit eivät tukeneet pankkeja, vaan myönsivät luottoja täysillä vakuuksilla ja käyvällä korolla, koska pankkien välinen lainananto oli tyrehtynyt.

Subprime-kriisi on levinnyt Eurooppaan ja muualle, kun eurooppalaiset pankit ja sijoitusrahastot ovat ostaneet näitä joukkovelkakirjalainoja. Keskeisenä syynä tähän on ollut se, että emissiohetkellä riskiluokitus ei ole ollut oikea tai sitä ei ole muutettu, kun on havaittu, että riskit ovat kasvaneet. Subprime-lainoissa vakuutena ovat kiinteistöt, joiden arvon määrittämiseen vaikuttavat osake- ja rahastosijoittajille vaikeasti hallittavat kiinteistösijoittamisen riskit.

Keskeinen opetus subprime kriisistä on se, että kun tarjotaan yleisesti tunnettujen rahoitusteorioiden vastaisia tuotteita, joilla on hyvä luokitus ja korkea korko, on syytä tehdä oma analyysi tilanteesta ennen kuin niihin sijoittaa suuria pääomia. Sijoittajan on myös syytä ottaa

huomioon luokitusajankohta. Jos luokitus on tehty emissiohetkellä, se ei välttämättä ole enää myöhemmin kelvollinen. Luottolukitukseen on suhtauduttava varauksella, jos sen on tehnyt sama toimija, joka vastaa emission liikkeelle laskemisesta.

## **6 YHTEISKUNNAN VAIKUTUS ARVOPAPERISTUMISEEN**

### **6.1 Lainsäädäntö ja verotus**

Niissä maissa, jossa noudatetaan Common law järjestelmää, arvopaperistuminen onnistuu ilman lainsäädännöllisiä muutoksia. Common law on yleinen käytäntö anglosaksissa maissa kuten Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa. Samoin lainsäädännön mahdollistama liittovaltion tuki on auttanut arvopaperistumisen kehitystä Yhdysvalloissa. Perinteisissä eurooppalaisissa maissa on erilainen lainsäädäntö, joka kehittyy hitaasti ja joka onkin jarruttanut arvopaperistumisen kehitystä. Osatekijänä on lainsäätäjien huono rahoitusmarkkinoiden ja rahoitusinstrumenttien tuntemus. Monissa eurooppalaisissa maissa on periaatteena, että kaikkia samanlaisia instituutioita, kuten osakeyhtiöitä, verotetaan yhteneväisesti. Näissä maissa ei tunneta funktionaalisia verohelpotuksia, joiden katsotaan luovan vääränlaista kilpailuetua. Suomen lainsäädäntö ei tunne Yhdysvalloissa kehitettyä REIT-periaatetta. REIT on Real Estate Investment Trust, joka Suomessa tarkoittaa lähinnä kiinteistörahastoa. REIT-menettelyllä estetään kaksoisverotus ja taataan osakkeenomistajille jokavuotiset osingot, jotka ovat 95 prosenttia voitosta. EU:ssa on 27 jäsenvaltiota, joissa kolmessaatoista on käytössä omanlaisensa REIT-ratkaisu (liite 3). REIT-ratkaisuja on kolme päätyyppiä Asuntoluotto-REIT (Mortgage REIT), Kiinteistö-REIT (Equity REIT) ja Yhdistelmä-REIT (Hybrid REIT). Asuntoluottoihin keskittyvät kiinteistösijoitusyhtiöt myöntävät asuntoluottoja, ostavat asuntoluottoja sekä ostavat jälkimarkkinoilta arvopaperistettuja asuntoluottoja. Niiden tulot ovat pääasiassa korkotuloja. Kiinteistöjen omistamiseen keskittyvät kiinteistösijoitusyhtiöt tai kiinteistörahastot saavat tulonsa vuokrasta ja kiinteistöjen arvonnoususta. Yhdistelmä-REIT on yhdistelmä kahdesta edellisestä.

Kiinteistö-REIT:it eivät suoraan omista kiinteistöjä, vaan sellaisten yhtiöiden osakkeita, jotka omistavat ja hallinnoivat kiinteistöjä. Sijoittajille on tarjolla rahastoja (A REIT mutual funds), jotka omistavat osuuksia useista eri tai erityyppisistä REIT:stä.

Suomessa on kiinteistörahastolaki vuodelta 1977, johon on tehty muutoksia toukokuussa 2007. Lain määritelmän mukaan kiinteistörahastotoimintaa harjoittava osakeyhtiö sijoittaa yleisöltä hankkimansa varat, kiinteistöihin, kiinteistöarvopapereihin ja muihin arvopapereihin. Tämä laki ei sisällä REIT-ratkaisua eivätkä viimeisimmät muutokset poista kaksoisverotusta osakeyhtiöiltä verrattuna suoriin kiinteistösijoituksiin. Kommandiittiyhtiöillä on verotuksen kanssa osakeyhtiöitä kevyempi ratkaisu.

Arvopaperistamisessa perustettavan erillisyhtiön verotus on vähintäänkin epäselvää (Punavaara 2003). Ratkaisevaa on sijaitseeko erillisyhtiö Suomessa vai ulkomailla, millainen verosopimus valtioiden välillä on ja miten laajaa toiminta Suomessa on. Erillisyhtiön verotuksen kanssa on monia tulkinnanvaraisia kysymyksiä kuten tuloverotus vai elinkeinoverotus, joihin saa ratkaisun vasta KHO:sta.

## **6.2 Valvonta**

Valvontaa toteutetaan sekä kansainvälisellä, että kansallisella tasolla. Kansainvälisistä yhteistyöelimistä tärkeimpiä ovat Baselin pankkivalvontakomitea ja sen kehittämä ja valvoma pankkitoiminnan Basel II säätelynormisto. Kansainvälinen tilinpäätösstandardilautakunta, jonka luoma kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö IFRS lisää yritysten tilinpäätösten luotettavuutta ja läpinäkyvyyttä.(Jokivuolle, 2005) Euroopan pankkivalvojien komitea (CEBS) on antanut myös omilla ohjeistuksissaan tulkintoja arvopaperistamisesta.

Suomessa Rahoitustarkastus on julkaissut standardin 4.3h, "Arvopaperistamisen vakavaraisuusvaatimus, määräykset ja ohjeet". Tämä standardi on annettu 1.12.2006 ja on voimassa 1.3.2007 alkaen, joskin joillakin asioilla on pitempiä siirtymäaikoja. (Rahoitustarkastus standardi 4.3h)

## **7. HAASTATTELUTUTKIMUS**

Haastattelututkimus arvopaperistumisesta ja EU:n kiinteistömarkkinoiden yhdentymisestä tehtiin sähköpostihaastatteluna. Haastateltaville soitettiin etukäteen ja heille esiteltiin asia ja kysyttiin haluavatko he vastata kolmeen kysymykseen. Tämän jälkeen heille lähetettiin liitteessä 1 oleva sähköpostiviesti ja pyydettiin vastaamaan viikon kuluessa. Vastauksia tuli kuusi, joista yksi ilmoitti vastaavansa myöhemmin ja yksi pyysi soittamaan asiaa paremmin tuntevalle henkilölle.

Vastaajina oli erilaisia kiinteistöalan toimijoita: Suuren pankin rahastoyhtiön entinen toimitusjohtaja, asuntorakennuttaja ja asuntojen vuokraajayhtiön toimitusjohtaja, keskeisen kiinteistöalan järjestön johtaja, kiinteistöasioista pankissa vastaava pankinjohtaja, erään kunnan hallintojohtaja, suuren pörssiyhtiön eläkesäätiön sijoituksista vastaava päällikkö ja suuren pörssiyhtiön rahoitusjohtaja.

Kyselyn tavoitteena oli selvittää muutamia tutkielmassa tehtyjen johtopäätösten kelpoisuutta näiden asiantuntijoiden vastausten avulla. Vastauksilla ei ole tilastollista luotettavuutta.

Ensimmäinen kysymys oli, ”Kumpi edistää asuntoluottojen arvopaperistumista enemmän: tunnettu standardimuotoinen menettely vai kuhunkin tilanteeseen tehty erikoisratkaisu?” Tästä kaikki vastaajat olivat yhtä mieltä, että tunnettu standardimuotoinen ratkaisu edistäisi arvopaperistumista paremmin.

Toisessa kysymyksessä pyrittiin selvittämään Euroopan kiinteistömarkkinoiden yhdentymistä. EU-REIT-ratkaisun avulla (katso liitteet 3 ja 4). Tähän aiheeseen oli aikaisemmin perehtynyt kolme vastaajista. Yksi vastaajista huomautti aivan oikein, että EU-REITISSÄ on kysymys kiinteistösijoitusten arvopaperistamisesta, ei asuntoluottojen arvopaperistamisesta. Yksi vastaajista oli kiinteistö alan järjestön työryhmässä mukana, joka lobbaa REIT lainsäädäntöä Suomeen. Eräs vastaajista piti Euroopan finanssi ja kiinteistöalan markkinoiden yhtenäistymistä hyvänä asiana, mutta epäili että tämän ratkaisun vieminen käytäntöön on vaikeaa ja kestää pitkän aikaa.

Kolmannessa kysymyksessä selvitettiin kiinteistörahastolakiin tehtyjen muutosten vaikutusta. Yksi vastaajista huomautti, että nämä muutokset eivät poistaneet kaksoisverotusta. Joten

kiinteistörahastot Suomessa voidaan perustaa vain kommandiittiyhtiö muodossa, jotta vältetään kaksoisverotus.

Yhteenvedona vastauksista voidaan todeta, että kaikki pitivät standardimuotoisia arvopaperistamisratkaisuja parempana kuin kuhunkin tilanteeseen tehtyjä erikoisratkaisuja. Euroopan kiinteistömarkkinoiden yhtenäistymistä pidettiin hyvänä asiana, mutta käytännössä vaikeana toteuttaa ja uskottiin, että sen toteuttaminen vie hyvin pitkän ajan. Suomessa kiinteistörahastoilla on osakeyhtiömuodossa edelleen muutosten jälkeenkin kaksoisverotus. Eräs vastaajista huomautti, että nykyisen hallituksen hallitusohjelmassa on maininta kiinteistörahastojen kaksoisverotuksen poistamisesta.

## **8 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET**

### **8.1 Yhteenvedo**

Tässä työssä on selvitetty asuntolainojen arvopaperistumista. Tutkimusmenetelmänä on ollut kirjallisuusselvitys ja haastattelututkimus, joka toteutettiin sähköpostikyselyllä. Kyselyssä testattiin kolmen työssä tehdyn johtopäätöksen kelpoisuutta seitsemällä asiantuntijalla. Työssä on selvitetty perinteinen ja synteettinen arvopaperistamisprosessi.

Lyhyessä tilannekatsauksessa on selvitetty Yhdysvaltojen, EU:n, kehittyvien maiden ja Suomen asuntolainojen arvopaperistumistilannetta. EU:n kiinteistömarkkinoiden yhtenäistymistä on selvitetty myös kiinteistöjen arvopaperistamisen haasteiden kautta ja selvitetty näihin liittyviä REIT-ratkaisuja. Asuntolainojen arvopaperistuminen ja sen asuntoluottomarkkinoiden yhdentymisen EU:n alueella on EU:n komissiossa työn alla. Sen nykyvaiheita on myös käsitelty.

Asuntoluottojen arvopaperistamisen vakuutena on kiinteistöjä joihin liittyy tavallisesta osakesijoittamisesta poikkeavia riskejä. Merkittävin näistä on Yhdysvaltojen subprime-kriisi ja sen leviäminen. Tästä aiheesta on esitetty joitakin epäluotettavaan tietoon perustuvia ja johtopäätöksiä.

Arvopaperistuminen on jäänyt paljon valtioiden sisäiseksi asiaksi, johtuen kansallisista verotus, lainsäädätö ja valvonta menettelyistä.

## **8.2 Johtopäätökset**

Keskeistä arvopaperistumisen onnistumiselle Yhdysvaltojen markkinoilla oli selkeä standardimuotoinen menettely, jolla oli liittovaltion tuki ja suuret yhtenäiset markkinat. Euroopan kiinteistömarkkinat ovat epäyhtenäiset, sillä jokaisessa jäsenmaassa on oma kiinteistösijoittamiseen liittyvä lainsäädäntö ja verotusmenettely. Tämä sama ongelma on myös kehittyvissä maissa. Kiinteistömarkkinoiden epäyhtenäisyydellä on vaikutusta myös kiinteistöluottojen arvopaperistumiseen yli rajojen.

Suomen markkinat ovat pienet asuntolainojen arvopaperistumiselle. Suomessa on kuitenkin tehty muutamia onnistuneita ratkaisuja, kuten aravaluottojen arvopaperistaminen eli Valtion asuntorahaston Fennica-ohjelma.

Aikaisemmin tehdyissä tutkimuksissa on käsitelty hyvin arvopaperistumiseen liittyviä menetelmiä, riskejä, lainsäädäntöä, verotusta ja valvontaa. Sen sijaan sitä, mitkä asiat mahdollistavat arvopaperistamisen laajemman käyttöönoton yli EU:n jäsenvaltioiden rajojen ja miten saadaan aikaan yhtenäiset EU:n kiinteistömarkkinat, on jäänyt vähemmälle. Samoin on jäänyt vähemmälle käsittelylle, minkä tyyppinen asiakas pystyy hallitsemaan arvopaperistamisen vakuutena oleviin kiinteistöihin liittyvät riskit.

Yhdysvaltojen subprime-kriisin yhdeksi syyksi näyttää paljastuvan, että luottoluokituksia ei muutettu riskien kasvaessa riittävän nopeasti. Näitä jälkimarkkinainstrumentteja ostivat eläkesäätiöt, vakuutusyhtiöt, pankit ja hedge-rahastot. Näillä asiakkaila ei ehkä ollut riittävää kiinteistöalan tuntemusta, jotta ne olisivat ajoissa reagoineet riittävästi luottokelpoisuuteen ja vakuuksiin liittyviin kasvaviin riskeihin.



Subprime-jälkimarkkinainstrumenteille oli tyypillistä, että niillä oli hyvä luokitus ja korkea korko. Tämä on tavallisuudesta poikkeavaa, joten asiakkaiden olisi pitänyt tehdä oma analyysi tilanteesta ennen kuin sijoittivat suuria summia näihin instrumentteihin.

Synteettiseen arvopaperistamiseen liittyvissä artikkeleissa, jotka liittyvät vanhaan kirjanpitojärjestelmään (esim. FAS) esitetään, että luottojohdannaisilla ei ole tasearvoa. Nykyään useimmat pörssiyhtiöt tekevät kirjanpitonsa IFRS-kirjanpitojärjestelmällä, jossa luottojohdannaisilla on tasearvo (kirjapitostandardit: IAS 39.2-4, Scope, IAS 39.8-9, Definitions, IAS 39.14, Recognition). Luottojohdannaisten tasearvon määrittäminen on kehitysvaiheessa ja siitä tehdään tulkintaa koko ajan. Tämän vuoksi kyseinen asia on siirretty jatkotutkimuskohteeksi.

Euroopan Unionin komissiossa asuntoluottomarkkinoiden yhtenäistäminen on työn alla. Komission asettaman asiantuntijatyöryhmän raportti ilmestyi vuonna 2004 ja vihreä kirja vuonna 2005 ja samana vuonna oli myös julkinen kuuleminen. EU:n komissio julkaisee seuraavaksi aiheesta valkoisen kirjan mahdollisesti vuoden 2007 aikana.

Jos halutaan yhtenäistää EU:n kiinteistömarkkinat, asuntoluottojen arvopaperistaminen ei riitä siinä yksinään argumentiksi, varsinkin kun arvopaperistamisella on tällä hetkellä imagon kanssa ongelmia Yhdysvaltojen subprime-kriisin vuoksi. Euroopan kiinteistömarkkinoiden yhdistäminen voi onnistua EU:n yhtenäisen kiinteistö REIT-järjestelyn kautta, joka on ehkä merkittävämpi asia kuin pelkkien asuntoluottojen arvopaperistaminen EU:n alueella. Tämän vuoksi tutkimusaihetta on jouduttu laajentamaan kiinteistö REIT:n ja kiinteistörahastojen haasteiden selvittämiseksi. Asuntoluottojen arvopaperistuminen EU:n laajuisesti yhtenäisillä markkinoilla tarkoittaa, että monessa jäsenvaltiossa toimiva pankki voi kerätä asuntoluottoja eri maista, arvopapereistaa ne ja myydä edelleen sijoittajille EU:n laajuisesti. Tällöin saavutettaisiin lähes Yhdysvaltojen kokoinen markkina, eikä pienten jäsenvaltioiden omat verotuskäytännöt ja lainsäädäntö muodostaisi esteitä. Samoin sijoittajat saisivat parempaa ja yhteismitallista tietoa jälkimarkkinainstrumenttien vakuutena olevista kiinteistöjen arvon muutoksista ja riskeistä.

Asuntoluottojen arvopaperistamisen jälkimarkkinainstrumentit sopivat sijoittajille, jotka ovat mukana kiinteistösijoittamisessa tai ymmärtävät siihen liittyvät riskit ja lainalaisuudet. Tämä mahdollistaa arvopaperistamisen jälkimarkkinainstrumenttien paremman suojaamisen johdannaisinstrumenteilla.

Jatkotutkimusaiheita voisivat olla:

Synteetinen arvopaperistaminen ja IFRS-kirjanpidon tasevaikutukset.

Kiinteistöjen arvopaperistamisen ja asuntoluottojen arvopaperistamisen yhteiset haasteet.

Arvopaperistamisessa vakuutena olevan kiinteistöomaisuuden arvoon vaikuttavien riskien tunnistaminen ja hallinta.

Subprime-kriisin kehittyminen ja opetukset

Arvopaperistumisessa syntyvien jälkimarkkinainstrumenttien riskiluokitus

Arvopaperistumisessa syntyvien jälkimarkkinainstrumenttien hinnoittelu

EU:n yhtenäiset asuntoluottomarkkinat: hyödyt, haitat ja haasteet

EU:n yhtenäiset kiinteistömarkkinat: hyödyt, haitat ja haasteet

Arvopaperistamisprosessit ja suojautuminen johdannaisten avulla

## **LÄHTEET**

### **Kirjalliset tutkimukselliset lähteet**

Carmichael, Andrew - Murygin, Andrei: "Russian securitization moves onshore", *International Financial Law Review*, vol. 25, nro 7, 2006, 16-17.

Ducoulombier, Erik - Shewaram, Harsha: *The Integration of the EU Mortgage Credit Markets, Report by the Forum Group on Mortgage Credit, Internal Market Directorate General, European Communities*, 2004.

Howard, Matthew - Roehl, Gabriele: "German CMBS lives up to its potential", *International Financial Law Review*, vol. 25, nro 5, May 2006, 27-29.

Huomo, Laura: "Julkisyhteisöjen tulevaisuuden rahoitusmuoto: Arvopaperistamisen ja projektirahoituksen yhdistäminen?", *Defensor Legis*, nro 5, 2003, 849-865.

Jaffee, Dwight M.: "How can we control the mortgage giants' interest rate risk? Reining in Fannie Mae and Freddie Mac", *Regulation*, Fall, 2006.

Jokivuolle Esa: "Pääomamarkkinoiden globalisoitumisen vaikutukset ja riskien hallinta", *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 101 vsk., nro 3, 2005, 338-348.

Kaleva, Hanna - Lahti, Ari - Miettälä, Asko: *Kiinteistöjen arvopaperistaminen*, Helsinki: SITRA 142, 1995.

Kaleva, Hanna - Olkkonen, Olli: *Kiinteistöjen arvopaperistaminen Suomessa*, Helsinki: SITRA 152, 1996.

Longstaff, Francis A.: "Borrower Credit and the Valuation of Mortgage-backed Securities", *Real Estate Economics*, vol. 4, 2005, 619-661.

Palin, Samuli: "Aidon kaupan turvaaminen arvopaperistamistransaktioon liittyvässä saatavakannan luovutuksessa", *Lakimies*, nro 4-5, 1997, 617-645.

Rhee, S. Ghon - Shimomoto, Yutaka: *Mortgage-Backed Securities Markets in Asia*, Asian Development Bank, 1999.

Taipalus, Katja - Korhonen, Kari - Pylkkönen, Pertti: *Arvopaperistaminen*, Vammala, Suomen Pankki Tutkimuksia A:104, 2003.

Underwood, Bill: "CMBS Emerging Market Dominance", *Real Estate Finance*, December 2005, 28-29.

White, Lawrence J.: "On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac: Why It's important and How To Do It", *Housing Finance International*, December, 2005.

### **Muut lähteet**

Harju, Ilkka - Vanhanen, Jukka - Viitala, Tomi: *Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti*, Helsinki, Valtiovarainministeriö, Työryhmämuistioita, 10/2006.

Rahoitustarkastus: "Arvopaperistamisen vakavaraisuusvaatimus", Määräykset ja ohjeet, 4 Vakavaraisuus ja riskien hallinta, Antopäivä 1.12.2006, Voimassaoloaika 1.3.2007 lukien toistaiseksi, dnro 4/120/2007, 1-66.

### **Internet lähteet**

Edilex, Lakitietopalvelu, 2007. <http://www.edilex.fi/>

Eichholz, Piet - Kok Nils: "The EU-REIT and the Internal Market for Real Estate", Maastricht University, 2007. <http://www.kiinteistoliitto.fi/attachements/2007-11-07T11-51-1143.pdf>

Elomaa, Arto - Erjanti, Kaija - Halonen, Ulla - Kallonen, Tarja - Kontkanen, Erkki - Letto, Reima - Nevalampi, Pia - Siikala, Kristiina: *Suomen Rahoitusmarkkinat Helmikuu 2007*, Finanssialan Keskusliitto, 2007, 19 ja 31.

<http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2631&VID=default&SID=732772040522925&S=3&A=closeall&C=25731> (16.10.2007).

European Central Bank, "The European Comissions Geen Paper on Mortgage Credit in the EU, Eurosystem Contribution to the Public Consultation", 2005.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/home-loans/2004-report-integration\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/2004-report-integration_en.pdf)

Erjanti, Kaija Pankkikatsaus, Lokakuu 2005, Suomen pankkiyhdistys.

<http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto/upload/pdf/pk305.pdf>

”Structure of a Typical Fennica Transaction”, Fennica, 24.11.2007.

<http://www.fennicaplc.com/transaction/index.html>

Gyntelberg, Jakob - Remolona, Eli M, "Securitisation in Asia and the Pacific: implications for liquidity and credit risks", Bank for International Settlements Quarterly Review, June 2006.

[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0606f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0606f.pdf)

HE 77/1997:"Hallituksen esitys Eduskunnalle kiinteistörahastolaiksi”.

<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1997/19970077>

HE 141/199:"Hallituksen esitys Eduskunnalle kiinnitysluottopankkilaiksi ja laiksi luottolaitostoiminnasta annetun lain 97 c §:n muuttamisesta.”.

<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1999/199990141> (15.10.2007)

Heuson, Andrea - Passmore, Wayne - Sparks, Roger: “Credit Scoring and Mortgage Securitization: Do They Lower Mortgage Rates? Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability”. *The Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series*, 2000-44, 1-48.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200044/200044abs.html> (24.9.2007)

Liikanen Erkki:"Uhkaako raha- ja rahoitusmarkkinoiden myllerrys kasvunäkymiä?, Eduskunnan talousvaliokunta", 2007.

[http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen\\_pankki/ajankohtaista/puheet/2007/el\\_puhe\\_17102007.htm](http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2007/el_puhe_17102007.htm)

Liljebloom, Eva, professori: ”Mistä huomisen rahoituspalvelut?”, Studia Generalia tekstit, Media-arkisto. <http://video.helsinki.fi/media-arkisto/Studia/1110001a.html> (17.10.2007)

Louekoski, Matti, johtokunnan varapuheenjohtaja, Suomen Pankki, puhe: ”Rakennemuutoksen trendejä”, Third annual Nordic financial services conference, 13.11.2002.

[http://www.bot.fi/en/suomen\\_pankki/ajankohtaista/puheet/2002/ml\\_puhe021113.htm](http://www.bot.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2002/ml_puhe021113.htm)

Punavaara, Anu; "Arvopaperistamistransaktion verokohtelu", Edilex-lakitietopalvelu-  
asiantuntijakirjoitukset, 2003. <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/846.pdf>

Rahoitustarkastus, Määräyskokoelma, 2007.

<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Maarayskokoelma/>

Rahoitustarkastus, Standardi 4.3h, ”Arvopaperistamisen vakavaraisuusvaatimus”, 1.12.2006.

[http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Maarayskokoelma/Maarayskokoelma\\_aihealueittain/4\\_Vakavaraisuus\\_ja\\_riskien\\_hallinta/4\\_3h.htm](http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Maarayskokoelma/Maarayskokoelma_aihealueittain/4_Vakavaraisuus_ja_riskien_hallinta/4_3h.htm)

Report by the Forum Group on mortgage credit, ” The Integration of the EU Mortgage credit markets”, EU:n julkaisu 2004. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/home-loans/2004-report-integration\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/2004-report-integration_en.pdf)

Salo, Sinikka, pankinjohtaja, Suomen Pankki, puhe: ”Asuntomarkkinat ja talouskehitys”,  
Kansantaloudellinen Yhdistys, 27.11.2003.

[http://www.bof.fi/en/suomen\\_pankki/ajankohtaista/puheet/2003/ss\\_puhe031127.htm](http://www.bof.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2003/ss_puhe031127.htm)

(17.10.2007)

Suomen kiinteistöliitto, EU-REIT ja Euroopan sisäiset kiinteistömarkkinat, Suomenkielinen tiivistelmä tutkimuksesta, Dr. Eichholtz ja Drs. Nils Kok, " The EU REIT and the Internal Market for Real Estate, Maastricht University", 2007. <http://www.kiinteistoliitto.fi/attachements/2007-11-07T12-44-3343.docL>

Valtion asuntorahasto, 2006. [www.ara.fi/default.asp?contentid=7164&lan=EN](http://www.ara.fi/default.asp?contentid=7164&lan=EN)

## LIITE 1: HAASTATTELUKYSYMYKSET

Arvoisa vastaanottaja,

Olen Mikko Koljonen ja opiskelen Lappeenrannan teknillisessä yliopistossa pääaineena rahoitus. Teen kandidaatintutkielmaa professori Eero Pätärille aiheesta ”Asuntolainojen arvopaperistuminen”.

Osana tutkielmaa on asiantuntijoiden haastattelu. Toivoisin teillä olevan hetki aikaa vastata lyhyesti seuraaviin kolmeen aiheita käsittelevään kysymykseen. Jos haluatte perustella vastauksianne muutamalla lauseella, olisin siitä kiitollinen. Toivoisin saavani vastauksenne tämän viikon kuluessa. Kaikki vastaukset käsitellään nimettöminä kyselyn tuloksista laadittavassa yhteenvedossa.

Kysymykset:

1. Kumpi edistää asuntoluottojen arvopaperistumista enemmän:
  - tunnettu standardimuotoinen menettely
  - vai kuhunkin tilanteeseen tehty erikoisratkaisu?
2. Pitäisikö EU:ssa tehdä kaikkiin jäsenmaihiin kelpaava yhdenmukainen REIT-menettely moninkertaisen verotuksen poistamiseksi asuntoluottojen arvopaperistamisessa?
3. Suomessa on otettu käyttöön tänä vuonna uusi kiinteistörahastolaki. Pystytäänkö tämän lain avulla tekemään kiinteistösijoitusrahastoja, jotka ovat kilpailukykyisiä suorien kiinteistösijoitusten kanssa?

Ystävällisin terveisin,

Mikko Koljonen  
kauppatieteiden yo.,  
Lappeenrannan teknillinen yliopisto

sähköposti: [mkoljone@lut.fi](mailto:mkoljone@lut.fi)

Riistatie 23 D 7, 02940 Espoo

## **LIITE 2: RATA:N MÄÄRITELMÄ ARVOPAPERISTAMISELLE**

Arvopaperistaminen

Viite: Rahoitustarkastus, Standardi 4.3h,2006

Määritelmä

Sitova

Annettu: 1.2.2006

Voimaan: 1.3.2007

Arvopaperistamisella tarkoitetaan transaktiota tai järjestelyä, jolla saamiin tai omaisuuserin liittyvä luottoriski jaetaan etuoikeusluokkiin ja jolla on seuraavat ominaisuudet:\*

transaktion tai järjestelyn maksut riippuvat omaisuuden tuotosta  
etuoikeusluokkien järjestys määrittää tappioiden jakaantumisen transaktion tai järjestelyn voimassaoloaikana.

Perustelu

Annettu: 1.12.2006

Voimaan: 1.3.2007

Arvopaperistamisella muutetaan tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia omaisuuseriä jälkimarkkinakelpoiseen arvopaperimuotoon eli sijoittajille myytävään muotoon. Perustana olevat omaisuuserät toimivat tällöin pääoman ja kassavirtojen vakuutena. Perinteisessä arvopaperistamisessa arvopaperistettavat vastuut siirretään arvopaperistamista varten perustetulle erillisyhtiölle, joka laskee liikkeeseen arvopapereita. Synteettisen arvopaperistamisen yhteydessä markkinoille siirretään ainoastaan arvopaperistettaviin vastuisiin liittyvät riskit käyttämällä luottojohdannaisia, mutta toisin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa transaktion kohteena olevat vastuut säilyvät arvopaperistamisen alullepanijan taseessa.

\* Direktiivi 2006/48/EY artikla 4(36)



**LIITE 3: REIT-TYYPPISET RAKENTEET EU:N JÄSENVALTIOISSA**  
**Viite: Suomen Kiinteistöliitto 2007**

*Taulukko A. REIT-tyyppiset rakenteet EU:n jäsenvaltioissa*

Maa	Vero- vapaus	Osingonjako- vaatimus	Toiminnan rajoitukset	Vipuvaikutuksen rajoitukset	Osakkaille asetettavat vaatimukset	Ennakon- pidätys
Itävalta	++	+	++	++	++	++
Belgia	++	++	++	++	++	++
Bulgaria	++	++	+	N/A	++	+
Ranska	+	++	++	0	++	++
Saksa	++	++	++	++	++	++
Kreikka	++	0	++	++	++	++
Italia	++	0	++	++	0	++
Luxemburg	++	0	+	+	0	0
Malta	+	0	0	++	+	++
Alankomaat	++	++	+	++	0	++
Puola	++	0	++	++	0	++
Espanja	+	0	++	++	+	++
Yhdistynyt kuningaskunta	+	++	++	0	++	++

Huom: Taulukko esittää REIT-tyyppisten rakenteiden piirteet EU:n jäsenvaltioissa. ‘++’ ilmaisee, että vaatimus tai rajoitus on vahva, ‘+’ ilmaisee sen olevan keskinkertainen ja ‘0’ ilmaisee, ettei vaatimusta tai rajoitusta ole (lähes) lainkaan.

## EU-REIT ja Euroopan sisäiset kiinteistömarkkinat

Raportti the European Landowners’ Organizationin, the European Property Federationin, the Royal Institution of Chartered Surveyorsin, The European Group of Valuers’ Associationsin ja the Urban Land Institute Europan teettämästä tutkimuksesta

Prof.dr Piet Eichholtz  
 Drs Nils Kok  
 Maastrichtin yliopisto  
**Marraskuu 2007**

## LIITE 4: EU-REIT -SUUNNITELMA

### Viite: Suomen Kiinteistöliitto 2007

Taulukko B. EU-REIT -suunnitelma

Rajoitukset ja vaatimukset	Perustelu
Verovapaus	Vältetään kaksoisverotus ja luodaan samanlaiset toimintaedellytykset epäsuoralle ja suoralle omistajuudelle.
Osingonjakovaatimus: 80% – 100%	Takaa verojen maksun ja vähentää agentuuriongelmia.
Sisäinen hallinta	Paremmiin hallittavissa, johdon ja osakkaiden edut eivät ristiriidassa keskenään, parempi suorituskyky, lisäarvoa osakkaille.
Toiminnan rajoitukset	
- kehitys sallittu, verotetaan	Kehitys voi luoda arvoa osakkaille, mutta varsinaisten – verotettavien - kiinteistökehitysyriyten toimintaedellytykset on turvattava.
- ei hajautusvaatimuksia	Sijoittajat voivat hajauttaa salkkunsaa, lisäsuojaa ei tarvita.
- ei varallisuusrajoituksia	Hallituksen ei tule puuttua sijoitusstrategiaan.
Ei vipuvaikutusrajoituksia	Rajoitukset asettaisivat REIT-yritykset epäedulliseen asemaan. Johdon tulee päättää optimaalisesta rahoituksesta
Ei listautumisvaatimusta	Listautumisesta ei aina etua. Johdon tulee päättää optimaalisesta rahoituksesta
Ei omistajuusvaatimuksia	Hallituksille eduksi.
Sama ennakonpidätys kotimaisille ja muiden EU-maiden sijoittajille	Samat toimintaedellytykset kaikille EU-maiden sijoittajille.
Suljettu rakenne	Avoin rakenne perusolemukseltaan epävakaa. Suljettu rakenne luo lisäarvoa osakkaille.

Huom: tämä taulukko esittää EU-REIT -suunnitelman. Rajoitukset ja vaatimukset perustuvat tässä raportissa esiteltyyn, olemassa olevaan tieteelliseen kirjallisuuteen ja empiirisiin todisteisiin.

# EU-REIT ja Euroopan sisäiset kiinteistömarkkinat

Raportti the European Landowners' Organizationin, the European Property Federationin, the Royal Institution of Chartered Surveyorsin, The European Group of Valuers' Associationsin ja the Urban Land Institute European teettämästä tutkimuksesta

Prof.dr Piet EichholtzDrs Nils Kok  
Maastrichtin yliopisto

**Marraskuu 2007**

**LIITE 5: Tyypillisen Fennica transaktion rakenne (Structure of a Typical Fennica Transaction)**

**Viite: Fennica, Internet-sivut, 2007**

