

**ARVOPAPERILAINAUS- JA TAKAISINOSTOSOPIMUK-
SET OSANA RAHOITUSMARKKINOITA**

Helsingin yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

Esineoikeuden projekti 2010-2011

Ohjaajat: prof. Jarno Tepora ja ass. Esa Hakkola

Pro gradu -tutkielma

Pekka Porkka

Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department	
Tekijä/Författare – Author Pekka Porkka			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset osana rahoitusmarkkinoita			
Oppiaine /Läroämne – Subject Esineoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma	Aika/Datum – Month and year 25.9.2013	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages 105	
<p>Tiivistelmä/Referat – Abstract</p> <p>Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset muodostavat rahoitusmarkkinoilla yhden toiminnallisen kokonaisuuden, jota voidaan kutsua esimerkiksi arvopaperivakuudelliseksi rahoitustoiminnaksi tai arvopaperilainaukseksi. Arvopaperivakuudellinen rahoitustoiminta on kehittynyt viime vuosikymmeninä marginaalisesta ilmiöstä keskeiseksi osaksi rahoitusmarkkinoita. Tämä ilmenee muun muassa siten, että rahoitustarkoituksessa tehtyjä arvopaperitransaktioita tehdään nykyisin enemmän kuin tavallisia arvopaperikauppoja. Aiheeseen liittyvä esineoikeudellinen tutkimus on siten paikallaan.</p> <p>Tutkielmassa keskitytään erityisesti aiheeseen liittyviin esineoikeudellisiin ongelmiin. Huomion kohteena on esimerkiksi se, sitovatko arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset lainanantajan tai –ottajan konkurssi- tai ulosottovelkoja. Tarkastelun kohteena on myös omistusoikeuden siirtymiseen liittyvät oikeudelliset ulottuvuudet. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset voidaan luokitella omistusoikeuden siirtoon perustuviksi vakuusjärjestelyiksi.</p> <p>Finanssikriisin seurauksena rahoitussektori on ollut suurten muutospaineiden kohteena. Alan sääntelyä ja valvontaa on lisätty reilusti. Esimerkiksi Basel III:ssa luotto- ja rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimuksia kiristettiin. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kiristämishankkeet koskevat myös arvopaperilainausteollisuutta. Tutkielmassa pyritään tuomaan esille niitä vaikutuksia, mitä sääntelyn kiristämällä on arvopaperivakuudelliseen rahoitustoimintaan.</p> <p>Tutkielman pyrkimyksenä on antaa selkeä kuvaus siitä, minkälainen rooli arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksilla on rahoitusmarkkinoilla. Vastauksia pyritään antamaan seuraavanlaisiin kysymyksiin: ketkä ovat arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten pääasialliset käyttäjät ja missä tarkoituksessa? Mitkä ovat toimintaan liittyvät riskit? Mitä tekemistä repomarkkinoilla on varjopankkitoiminnan tai Yhdysvaltain subprime-kriisin kanssa? Lyhyeksi myynti eli shorttaus on ainoastaan yksi pieni sivujuonne tarkastelun kohteena olevaa ilmiötä.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords Arvopaperilainausopimus, takaisinostosopimus, reposopimus, varjopankkijärjestelmä, arvopaperistaminen, lyhyeksi myynti			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

Sisällysluettelo

LÄHTEET.....	VI
LYHENTEET	XII
ESIPUHE.....	XIV
1 JOHDANTO.....	1
1.1 Yleistä	1
1.2 Tutkimusmetodi.....	3
1.3 Määritelmät	3
2 ARVOPAPERILAINAUS- JA TAKAISINOSTOSOPIMUKSET	6
2.1 Arvopaperilainaussopimus	7
2.1.1 Sopimuksen pääkohdat	7
2.1.2 Sopimuksen syntyminen.....	8
2.1.3 Osapuolet	9
2.1.4 Omistusoikeuden siirtyminen	9
2.1.5 Sopimuksen kesto.....	9
2.1.6 Vakuus	11
2.1.7 Preemio	12
2.1.8 Äänioikeus	12
2.1.9 Sopimuksen muuttaminen	13
2.1.10 Sopimusrikkomustilanteet, sulkeutuva nettoutus ja vahingonkorvaus.....	13
2.2 Reposopimus	15
2.3 Arvopaperilainaus- ja reposopimusten eroavuudet	18
2.4 Takaisinostosopimus (buy/sell back).....	19
2.5 Kansainväliset standardisopimukset	19
2.5.1 The Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA).....	20
2.5.2 The Global Master Repurchase Agreement (GMRA).....	21
2.5.3 The European Master Agreement (EMA)	21
3 ARVOPAPERILAINAUKSEN HISTORIA	22
3.1 Arvopaperilainauksen yleinen historia	22
3.2 Finanssikriisi ja sen seuraukset	27
3.3 Arvopaperimarkkinoiden ja arvopaperilainauksen kehitys Suomessa	30
4 ARVOPAPERILAINAUKSEEN LIITTYVÄÄ SÄÄNTELYÄ	32
4.1 Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus.....	33
4.2 Rahoitusvakuuslaki	35

4.3	Velkakirjalaki, kauppalaki, kauppakaari, oikeustoimilaki ja kuluttajansuojalaki.....	38
4.4	Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä	39
4.5	Maksukyvyttömyysmenettelyjä koskeva lainsäädäntö	41
4.6	Laki luottolaitostoinnasta ja sijoituspalvelulaki	41
4.7	Sijoitusrahastolaki.....	42
4.8	Verolainsäädäntö	43
4.9	Lyhyeksi myynti -asetus	44
4.10	Rikoslaki 51 luku	45
4.11	Sovellettava laki	45
4.12	Rahoitusmarkkinoiden valvonta ja itsesääntely	46
5	ARVOPAPERILAINAUS OSANA RAHOITUSMARKKINOITA	47
5.1	Arvopaperilainaus- ja repomarkkinat	47
5.2	Arvopaperilainaus- ja repotransaktion rakenne.....	50
5.3	Avainpelaajat.....	53
5.3.1	Lainanantajat ja -ottajat sekä arvopaperilainojen välittäjät	53
5.3.2	Markkinatakaajat, selvitysyhteisöt ja keskusvastapuolet	55
5.3.3	Prime brokerage –toiminnanharjoittajat ja hedgerahastot.....	56
5.3.4	Keskuspankit.....	57
5.4	Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten tarkoitus.....	59
5.4.1	Arvopaperilainaus tai vakuudellinen luotonanto	59
5.4.2	Lyhyeksi myynti.....	59
5.4.3	Arvopapereiden kaivostoiminta	62
5.4.4	Kehittyneet kaupankäyntistrategiat, arbitraasi ja sijoitusten suojaaminen.....	63
5.4.5	Toimitushäiriöiden välttäminen arvopapereiden selvityksessä	64
5.4.6	Muut motiivit	65
5.5	Toimintaan liittyvät riskit.....	65
5.5.1	Vastapuoliriski	66
5.5.2	Vakuusriski	66
5.5.3	Markkinariski	68
5.5.4	Operatiivinen riski.....	68
5.5.5	Likviditeettiriski.....	70
5.5.6	Oikeudellinen riski	70
5.6	Arvopaperilainaus osana rahoitusmarkkinoita	70
5.6.1	Varjopankkijärjestelmä ja sen salaiset luottoketjut.....	74

5.6.2	Johdannaismarkkinat	78
5.6.3	Repomarkkinat finanssikriisin aikana	81
6	ARVOPAPERILAINAUS- JA TAKAISINOSTOSOPIMUSTEN OIKEUDELLISET ULOTTUVUUDET	82
6.1	Saamisoikeuden käsitteestä	83
6.2	Omistusoikeuden käsitteestä	84
6.3	Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten omistusoikeuden siirtymiseen liittyvät oikeudelliset ulottuvuudet	85
6.4	Omistusoikeuden siirtyminen kirjanpidollisen ja verotuksellisen kohtelun viitekehyksessä	87
6.5	Panttioikeuden yleiset edellytykset	89
6.6	Perinteisestä vakuusluovutuksesta	92
6.7	Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset rahoitusvakuuslain 4 &n mukaisena vakuusluovutuksena	95
6.8	Rahoitusvakuuslain mukaisesta pantinsaajan määräämisoikeudesta panttiin	97
6.9	Omistajan staattinen ja dynaaminen suoja, kirjaamismerkintöjen oikeusvaikutukset	99
6.10	Oikeustapaus - Beconwood Securities Pty Ltd v ANZ Banking Group Ltd	102
6.11	Ulosotto- ja maksukyvyttömyysmenettelytilanteet	103
7	LOPUKSI	104

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Adrian, Tobias – Begalle, Brian – Copeland, Adam – Martin, Antoine
Repo and Securities Lending
Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 529,
December 2011, Revised January 2012
- Aurejärvi, Erkki – Hemmo, Mika
Luotto-oikeuden perusteet,
Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2006
- Bianconi, Maxime – Collot, Nathalie – Knepper, Guy
Securities Lending & Repomarket – a practical Guide
A Caceis product development publication – 2010
http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_papers_en/securities_lending.pdf
- Brusila, Eija
Arvopaperikauppojen nettouuttavien selvitysjärjestelmien
ongelmakohtia,
Suomenpankki D:80, Helsinki 1994
- Copeland, Adam – Martin, Antoine – Walker, Michael
Repo runs: Evidence from the tri-party repo market,
May 13, 2011
- Faulkner, Mark C.
An Introduction to Securities Lending,
Spitalfields Advisors Limited, fourth edition, London 2007
- Gerding, Erik F.
The Shadow Banking System and Its Legal Origins,
University of Colorado Law School, January 24, 2012
<http://ssrn.com/abstract=1990816>
- Gruenewald, Seraina
Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First
Principles Revisited, Swiss Finance Institute, Research Pa-
per Series N°09 – 28 <http://ssrn.com/abstract=1439652>
- Harding, Paul C. & Christian A. Johnson
Mastering Securities Lending Documentation,
Ashford Colour Press Ltd., Gosport 2011
- Hemmo, Mika – Kaisto, Janne
Varallisuus oikeuden alkeet
Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut
Helsinki 2000
- Hoppu, Kari
Sijoituspalvelusopimukset, WS Bookwell Oy, Juva 2009

- Havansi, Erkki Esinevakuusoikeudet, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1992
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo
Arvopaperimarkkinalaki, Talentum, Helsinki 2008
- Karlo, Kauko Lyhyt johdatus rahaan, Suomen Pankki, rahapolitiikka- ja tutkimusosasto 30.8.2011
- Klami, Hannu Tapani – Kuisma, Eira
Suomen kansainvälinen yksityisoikeus, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2000
- Knúpfer, Samuli ja Puttonen, Vesa
Moderni rahoitus, Bookwell Oy, Juva 2011
- Korhonen, Tapio Raha ja luotto rahapolitiikassa,
Suomen pankki, raha- ja tutkimusosasto 25.5.2007
- Lauriala, Jari Rahoitusstrategia – modernin rajoitusoikeuden luomat mahdollisuudet,
WS Bookwell Oy, Juva 2008
- Lindström, Jyrki Luotonvalvonta ja saatavien perintä
Talentum, Helsinki 2005
- Majuri, Tuomas Sähköinen raha, asiakastili ja uudet toimijat pankkialalla,
Yliopistopaino, Helsinki 2005
- Mähönen, Jukka Uusi rahoitusvakuuksia koskeva lainsäädäntö – eräitä näkökohtia vakuusdirektiivin täytäntöönpanosta Suomessa,
Omistus, Sopimus, Vaihdanta: Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja – A juhlaulkaisut n:o 13 2004
- Pöyhönen, Juha Uusi Varallisuusosoikeus, Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2000
- Saarnilehto, Ari Pääasiat velvoitteesta, DARK OY 2005
- Securities Finance, Securities Lending and Repurchase Agreements
Toimittaneet Frank J. Fabozzi & Steven V. Mann,
John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2005
- Siljanen, Mikael The Evolution of Securities Lending and Risk Mitigation
Pro gradu –tutkielma, Lappeenrannan yliopisto 2012
- Stigum, Marcia Stigum’s Money Market, fourth edition, McGraw-Hill 2007
- Sunderam, Adi Money Creation and the Shadow Banking System
Harvard Business School, October 2012
<http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=43493>

- Suomen pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat – Esseitä Heikki Koskenkylän 60-vuotispäivän kunniaksi
Toimittaneet Pentti Pikkarainen ja Antti Suvanto, tutkimuksia A:109-2006, Edita Prima Oy, Helsinki 2006
- Tepora, Jarno Irtaimen vakuusluovutuksesta ja panttiobjektin oikeudellisesta määräysvallasta erilaisissa toimintaympäristöissä, Business Law Forum 2005, Edita Prima Oy, Helsinki 2005
- Tepora Jarno, Kaisto Janne & Hakkola, Esa
Esinevakuudet, Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2009
- Tuomisto, Jarmo Sopimus ja insolvenssi, WS Bookwell Oy 2010
- Turtiainen, Matti Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot
Edita Prima Oy, Helsinki 2004
- Zimmerhansl, Roy and Andrew Howieson
ETF Liquidity, Securities Finance and Collateral Management
White paper, 11 September 2012

Artikkelit

- Ali, Paul Usman Short Selling and Securities Lending in the Midst of Falling and Volatile Markets, Journal of International Banking Law & Regulation, Volume 24, Issue 1, 2009,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1634727
- Dive, Mathew – Hodge, Ronan – Jones, Catrin – Purchase, James
Developments in the global securities lending market
Bank of England, Quarterly Bulletin 2011 Q3
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb110303.pdf>
- Lahdenperä, Harri Euroalueen rahamarkkinat kehittyvät – lyhytaikaisten arvopapereiden markkinat käynnistyivät, Euro & talous 2006:4
- Vauhkonen, Jukka Basell III –uudistus parantaa pankkien riskinkantokykyä,
Euro & Talous 3/2010
- Vilmi, Lauri Rahapolitiikan määrällinen keventäminen,
Euro & Talous 1/2012

Virallislähteet

- Euroopan Komissio Vihreä kirja varjopankkitoiminta, COM(2012) 102 final

HE 167/1995	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi leimaverolain ja arvopaperimarkkinalain muuttamisesta
HE 59/1996	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta
HE 218/1997	Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperien lainaussopimusten ja takaisinostosopimusten verotusta koskevaksi lainsäädännöksi
HE 209/1997	Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta sekä muuksi arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi
HE 133/2003	Hallituksen esitys Eduskunnalle rahoitusvakuuslaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi
HE 59/2007	Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopapereiden verottamiseen liittyvien eräiden säännösten muuttamisesta
HE 187/2009	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, Finanssivalvonnasta annetun lain sekä Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta
HE 69/2010	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista annetun lain, rahoitusvakuuslain ja velkakirjalain 22 §:n muuttamisesta
HE 32/2012	Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

Muut lähteet

Bank of England	www.bankofengland.co.uk
Basel Committee on Banking Supervision – Bank for International Settlements	Consultative Document, Operational Risk, Supporting Document to the New Basel Capital Accord Issued for comment by 31 May 2001 January 2001
eSecLending	Securities Lending Market Guide 2009, www.esecclending.com/pdfs/ISJ_Market_Guide_2009.pdf Securities Lending Market Guide 2010, www.esecclending.com/pdfs/ISJ_Market_Guide_2010.pdf
Euroclear Finland	www.euroclear.eu/1988_FIN_ST.htm
European Central Bank	The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, February 2011,

www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/ekp_julkaisuja/yleisasiak
irja/Documents/gendoc2011en.pdf

Federal Reserve Bank of New York

www.newyorkfed.org

Financial Stability Board Securities Lending and Repos: Market Overview and Finan-
cial Stability Issues, 27.4.2012
www.financialstabilityboard.org/publications/r_120427.pdf

Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Bank-
ing,

A Policy Framework for Addressing Shadow Banking
Risks in Securities Lending and Repos - Consultative Doc-
ument 18.11.2012

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118b.pdf

Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Bank-
ing,

A Policy Framework for Addressing Shadow Banking
Risks in Securities Lending and Repos – 29.8.2013

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf

ICMA

www.icmagroup.org

European Repo Council,
Shadow Banking and Repo, 20 March 2012

European repo market survey
Number 23 - conducted June 2012, published August 2012

A white paper on the operation of the European repo mar-
ket, the role of short-selling, the problem of settlement fail-
ures and the need for reform of the market infrastructure, 13
July 2010.

Investment Management Association

www.investmentfunds.org.uk

IOSCO – Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)

Securities Lending Transactions: Market Development and
Implications
July 1999, www.bis.org/publ/cpss32.htm.

ISLA

<http://www.isla.co.uk>

ISLA's response to the Commission's paper on Shadow
Banking
[http://www.isla.co.uk/images/PDF/Responses/eu% 20green
% 20paper% 20response% 20-june12.pdf](http://www.isla.co.uk/images/PDF/Responses/eu%20green%20paper%20response%20-june12.pdf)

Repowatch repowatch.org

Securities Lending times www.securitieslendingtimes.com

SLS

www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice090203c.pdf

Testimony to the United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban
Affairs

Hearing on "American International Group: Examining
what went wrong, government intervention, and implica-
tions for future regulation",
Thursday, March 5, 2009
[http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-
111shrg51303/html/CHRG-111shrg51303.htm](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg51303/html/CHRG-111shrg51303.htm)

The European Master Agreement

The Global Master Securities Lending Agreement (2000)

The Global Master Securities Lending Agreement (2010)

Global Master Repurchase Agreement

The US Master Securities Loan Agreement (2000)

Jokaisen internet-lähteen viittauspäivä on 25.9.2013

Oikeustapaukset

**Justice Finkelstein in Beconwood Securities Pty Ltd v Australia and New Zealand
Banking Group Limited [2008] FCA 594** (Tutkielman kirjoittaja perehty-
nyt ainoastaan oikeustapausta koskeviin toissijaisiin lähteisiin)

KKO 1984 II 123

KKO 1965 II 86

KKO 1968 II 43

LYHENTEET

EY	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus
HE	Hallituksen esitys
ABS	Asset backed security (omaisuusvakuudellinen arvopaperi)
AML	Arvopaperimarkkinalaki
AOTL	Laki arvo-osuustileistä
BMA	Bond Market Association
CBO	Joukkolainavakuudellinen velkasitoumus
CDO	Collateral debt obligation (vakuudellinen velkasitoumus)
CLO	Lainavakuudellinen velkasitoumus
CDS	Credit default swap (luottoriskinvaihtosopimus)
CMBS	liikekiinteistölainavakuudellinen arvopaperi
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
ERVM	Euroopan rahoitusvakausmekanismi
ERVV	Euroopan rahoitusvakausväline
EVM	Euroopan vakausmekanismi
IFRS	International Financial Reporting Standards
Kila	Kijanpitolautakunta
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeussuhteista (oikeustoimilaki)
ETF	Exchange-traded fund
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta
FSA	Financial Services Authority (Iso-Britannian valvontaviranomainen)
FSB	Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto
GMRA	Global Master Repurchase Agreement
GMSLA	Global Master Securities Lending Agreement
ICMA	International Capital Market Association
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISLA	International Securities Lending Association

ISMA	International Securities Market Association
LMA	Lyhyeksi myynti -asetus
KK	Kauppakaari
LIBOR	London interbank offered rate
MBS	Mortgage backed security (kiinnevakuudellinen arvopaperi)
MTF	Multilateral trading facility
OTC	Over the counter
OptioL	Laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä
PDCF	Primary dealer Credit facility
RMBS	Residential mortgage backed security (Asuntolain- avakuudellinen arvopaperi)
RahVakL	Rahoitusvakuuslaki 11/2004
VarSiirtoVL	Varainsiirtoverolaki
SEC	U.S Securities and Exchange Commission
SLRC	The Securities Lending and Repo Committee
VKL	Velkakirjalaki 622/1947

ESIPUHE

Länsimaisten demokratioiden perustuslaeissa Montesquieun vallan kolmijako-oppi on keskeisessä asemassa. Sen mukaan lainsäädäntövalta, toimeenpanovalta ja tuomiovalta on pidettävä erillään toisistaan. Moni on esittänyt, että neljäs valtiomahti olisi joukkotiedotusvälineet. Se saattaa pitää paikkansa, mutta jotain oleellista unohtuu. Yksi valtiomahti on nimittäin rahanvalta, minkä jokainen valtioneuvoston jäsen saa tuntea nahoissaan, kun hänen kätensä ovat sidotut valtion talousarvioon. Valtiot ovat riippuvaisia globaaleista rahoitusmarkkinoista, mutta rahoitusmarkkinat eivät ole riippuvaisia yksittäisistä valtioista. Eero Järnefelt on kuvannut karun totuuden asiasta vaikuttavassa taulussaan Raatajat rahanalaiset.

“Raha on tullut eräänlaiseksi tarpeen edustajaksi sopimuksen nojalla. Ja sen nimi on raha (nomisma), koska se ei perustu luontoon vaan lakiin (nomos). On meidän vallassamme muuttaa sitä tai tehdä se käymättömäksi.”

– Aristoteles, Nikomakhoksen etiikka, V kirja

... Arvopaperivakuudellinen rahoitustoiminta on yksi osa rahoitusmarkkinoita. Tämä on oikeustieteellinen tutkielma, jonka tarkoituksena on selvittää arvopaperivakuudelliseen rahoitustoimintaan liittyviä oikeudellisia kysymyksiä voimassaolevan oikeuden viitekehyksessä.

Kiitokset kaikille läheisilleni ja gradun ohjaajille.

25. päivänä syyskuuta 2013

Pekka Porkka

1 JOHDANTO

1.1 Yleistä

Arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksilla arvopaperit siirretään väliaikaisesti osapuolten välillä vakuutta ja korvausta vastaan niin, että arvopapereiden omistusoikeus siirtyy kokonaan luovutuksensaajalle. Näiden transaktioiden pääasiallisena tarkoituksena on joko arvopapereiden lainaaminen tai vakuudellinen luotonanto.¹ Takaisinostosopimuksen yleisin muoto on reposopimus, joka yleisesti tunnetaan takaisinostosopimuksen synonyymina.

Tämän tutkielman kirjoittajan mielenkiinto aiheeseen heräsi kansainvälisen finanssikriisin seurauksena. Finanssikriisin aikana valokeilaan joutuivat kurssilaskuilla voittoa tekevät lyhyeksi myyjät, joiden toimintaa haluttiin rajoittaa. Yleisessä käytössä olevan määritelmän mukaan lyhyeksi myynnillä tarkoitetaan sellaisten arvopapereiden myymistä, joita myyjä ei omista. Miten omistamattomien arvopapereiden myyminen on mahdollista, oli kysymys, mihin tutkielman kirjoittaja halusi saada tyydyttävän vastauksen. Tutkimuksen edetessä esille nousi kuitenkin paljon uusia ongelmia ja tuli ilmi, että lyhyeksi myynti oli vain pieni yksityiskohta osana suurempaa kokonaisuutta, maailman rahoitusjärjestelmää, ja aihe laajeni, karaten hieman käsistä, käsittämään sekä arvopaperilainaus- että takaisinostosopimukset.

Arvopaperilainaus- ja repomarkkinat ovat rahoitusmarkkinoiden avainkomponentteja, jotka luovat rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta tärkeää likviditeettiä ja joustavuutta raha-, arvopaperi-, ja johdannaismarkkinoille. Niillä on myönteinen vaikutus rahoitusmarkkinoiden toimintaan siltä osin, kun niiden avulla voidaan välttää toimitushäiriöitä arvopapereiden selvityksessä. Voidaankin sanoa, että siinä missä johdannaismarkkinat ovat rahoitusmarkkinoiden moottori, niin arvopaperilainausmarkkinat ovat niiden voiteluaine. Kun vielä otetaan huomioon reaalityalouden riippuvuussuhde rahoitusmarkkinoista, joiden funktiona on toimia talouden verenkiertojärjestelmänä, arvopapereiden vaihdantaan ja rahoitusvakuusjärjestelyihin keskitty-

¹ Bianconi, Maxime – Collot, Nathalie – Knepper, Guy 2010 s. 3 ja 9.

vä esineoikeudellinen tutkimus on erittäin tärkeää. Erityisesti kansainvälisissä arvopaperilainaus- ja repotransaktioissa keskeisenä riskinä ovat oikeudelliset kysymykset johtuen eri maiden toisistaan poikkeavista oikeusjärjestyksistä. Siksi näihin transaktioihin liittyvien esineoikeudellisten kysymysten selvittäminen etukäteen ennen ongelmien syntymistä on välttämätöntä.

Tässä tutkielmassa pyritään tuomaan esille se mekanismi, kuinka arvopaperivakuudellisessa rahoitustoiminnassa toteutetaan arvopapereiden transformatio tilirahaksi, mikä tietyissä tapauksissa tutkielman kirjoittajan käsityksen mukaan lisää markkinoilla olevan rahan määrää. Tutkielman kirjoittajan käsityksen mukaan näin kävi ainakin Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmässä, jossa asuntolainojen määrä lisääntyi reporahoitukseen tukeutuvan laajamittaisen asuntolainojen arvopaperistamisen seurauksena. Markkinoilla olevan rahan määrän lisääntyminen tapahtuu tilirahan luomiseen oikeutettujen luottolaitosten luotonannon kautta.

Viime vuosikymmeninä rahoitusmarkkinat ovat paisuneet valtavasti ja ne muodostavat yhä suuremman osuuden valtioiden bruttokansantuotteesta. Tämä on ilmennyt muun muassa johdannaismarkkinoiden räjähdysmäisenä kasvuna ja uudenlaisten finanssi-instrumenttien, kuten optioiden, futuurien, warranttien tai swapien tulona markkinoille. Näiden rahoitusvälineiden ansiosta riskien jakautumisesta markkinoilla on tullut entistä hienovaraisempaa. Kehittyneet arvopaperilainaus- ja johdannaismarkkinat sekä tietoteknologian kehitys ovat mahdollistaneet myös uudenlaisten kaupankäyntistrategioiden toteuttamisen.²

Finanssikriisin seurauksena rahoitusmarkkinat ovat käymässä läpi suurta murroskautta. Rahoitusmarkkinoiden toimintaan ollaan kohdistamassa merkittäviä muutoksia niitä koskevaa sääntelyä ja valvontaa lisäämällä. Muun muassa luotto- ja rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimuksia kiristetään ja finanssi-instituutioiden toiminnan valvontaa tehostetaan. Euroalueelle ollaan perustamassa pankkiunionia, johon sisältyisi Euroopan keskuspankin alaisuudessa toimiva uusi pankkivalvontaviranomainen. Lisäksi euroalueelle ollaan suunnittelemassa muun muassa rahoitusmarkkinaveroa, jonka tarkoi-

² State Street, Securities Finance 2005 s. 39.

tuksena olisi lopettaa se rahoitusmarkkinoiden vakiintunut käytäntö, että voitot yksityistetään ja tappiot sosialisoidaan. Lisäksi arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimukseen on suunniteltu pakollisten vakuuspuskurien käyttöönottoa ja lyhyeksi myyntiä on rajoitettu finanssikriisin aikana maailman laajuisesti.

Finanssikriisin seurauksena vakuudellinen luotonanto on saanut entistä merkittävämmän jalansijan rahoitusmarkkinoilla. Tämän tutkielman tarkoituksena olisi kartoittaa arvopaperivakuudellisen rahoitustoiminnan roolia osana rahoitusmarkkinoita sekä erityisesti selvittää arvopapereiden toimitushäiriöihin ja sopimuspuolten maksukyvyttömyystilanteisiin liittyviä ongelmia arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten yhteydessä.

1.2 Tutkimusmetodi

Tämä työ on oikeusdogmaattinen tutkielma, jonka tarkoituksena on selvittää voimassaolevan oikeuden sisältö koskien arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia. Tulokulma aiheeseen on siten oikeuspositivistinen. Mielenkiinnon kohteena ovat erityisesti esineoikeudelliset kysymykset. Toisaalta tutkielman kirjoittaja on pyrkinyt kuvaamaan niitä mekanismeja, joilla arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset kytkeytyvät kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin, kuten myös niitä riskejä, joita toimintaan liittyy.

1.3 Määritelmät

Arvopaperi Arvopaperi on paperi, jonka arvo määräytyy ennen kaikkea sen sisällön perusteella. Eitavanomainen esine, jonka hallinta on sen käytön välttämätön edellytys.

Lyhyeksi myynti Sellaisten arvopapereiden myyminen, joita myyjä ei alun perin omistanut. Lyhyeksi myyjä täyttää myynnistä johtuvan arvopapereiden toimitusvelvollisuutensa lainaamalla vastaavanlaiset arvopaperit, jotka hän toimittaa arvopapereiden ostajalle.

Arvopaperilaina Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten avulla toteutettava arvopapereiden väliaikainen siirtäminen vakuutta ja korvausta vastaan.

Arvopaperivakuudellinen rahoitustoiminta

Rahoitustoimintaa, jossa vakuutena käytetään arvopapereita. Voidaan harjoittaa arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksen avulla siten, että väliaikaisesti siirretyt arvopaperit toimivat myönnetyn luoton vakuutena. Arvopaperivakuudellisesta rahoitustoiminnasta käytetään myös lyhyempää termiä arvopaperilainaus.

Arvopaperilainaussopimus

Sopimus, jolla arvopaperit siirretään lainaamalla täysin omistusoikeuksin lainanantajalta lainanottajalle korvausta ja vakuutta vastaan. Arvopaperilainaussopimus voi olla joko käteis- tai arvopaperivetoinen sopimus.

Reposopimus

Takaisinostosopimus, jossa arvopaperit siirretään väliaikaisesti täysin omistusoikeuksin ostajalle sillä edellytyksellä, että vastaavat arvopaperit siirretään takaisin niiden myyjälle. Reposopimus voi olla joko käteis- tai arvopaperivetoinen sopimus.

Markkinatakaaja

Markkinatakaaja on sitoutunut antamaan määrättylle julkisen kaupankäynnin kohteena olevalle arvopaperille sitovat osto- ja myyntitarjoukset.

Arvopapereiden selvitysjärjestelmä

Järjestelmä, jossa arvopaperikaupat selvitetään niin, että kaupoista johtuvat osapuolten väliset oikeudet ja velvollisuudet tulevat täytetyiksi.

Keskusvastapuoli	Keskusvastapuolella tarkoitetaan oikeushenkilöä, joka toimii arvopaperikaupan osapuolten välissä omaan lukuunsa siten, että se on jokaiseen myyjään nähden ostaja ja ostajaan nähden myyjä.
Ylimyinti	Tilanne, jossa selvitysosapuoli myy enemmän arvopapereita kuin mitä hänellä on hallussaan. Ylimyynnistä johtuva toimitushäiriö on mahdollista välttää arvopaperilainan avulla.
Sulkeutuva nettoutus	Menettely, jossa osapuolten vastakkaiset maksu- ja toimitusvelvoitteet eräännytetään ja kuitataan keskenään.

2 ARVOPAPERILAINAUS- JA TAKAISINOSTOSOPIMUKSET

Arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksilla sopimuksen kohteena olevat arvopaperit siirretään väliaikaisesti korvausta ja vakuutta vastaan osapuolten välillä. Sekä lainattujen arvopapereiden että luovutetun vakuuden omistusoikeus siirretään kokonaan osapuolten kesken. Arvopaperilainaussopimukset ovat yleensä toistaiseksi voimassa olevia sopimuksia, mutta ne voidaan sopia olemaan voimassa myös määräaikaisesti. Takaisinostosopimukset ovat taas yleensä määräaikaisia sopimuksia, mutta ne voivat olla myös toistaiseksi voimassa olevia sopimuksia. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten keskeisenä ominaispiirteenä on vakuuksien käyttäminen, ja vakuutena voidaan käyttää joko arvopapereita tai tilirahaa. Sopimukseen sisältyvät vakuuden arvostamista, realisointia ja sulkeutuvaa nettoutusta koskevat lausekkeet ovat erityisen tärkeitä ja keskeisiä. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen on olemassa lukuisia standardisopimuksia, ja niiden käyttäminen on suositeltavaa oikeudellisten riskien toteutumisen välttämiseksi. Yleensä osapuolet solmivat aluksi puitesopimuksen, jossa sovitaan yksityiskohtaisesti ehdoista, joita osapuolet sitoutuvat noudattamaan myöhemmin toteutetuissa arvopaperilainaustransaktioissa. Tämän jälkeen osapuolten väliset sopimusneuvottelut käydään esimerkiksi puhelimitse, jolloin sovitaan kaupanteon kannalta keskeisistä seikoista. Repo- ja arvopaperilainaussopimukset sisältävät kuusi erilaista variaabelia, jotka vaihtelevat eri sopimuksissa. Nämä ovat 1) transaktion suuruus, 2) lainan ja vakuuden korot 3) hyväksyttävien vakuuksien laatu, 4) vakuusmarginaali 5) erääntymispäivä ja 6) sopimuksen osapuolet.³ Tämän tutkielman pohjana ovat kansainväliset standardisopimukset The Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) ja The Global Master Repurchase Agreement (GMRA).

³ Adrian – Begalle – Copeland – Martin 2012 s. 2.

2.1 Arvopaperilainaussopimus

2.1.1 Sopimuksen pääkohdat

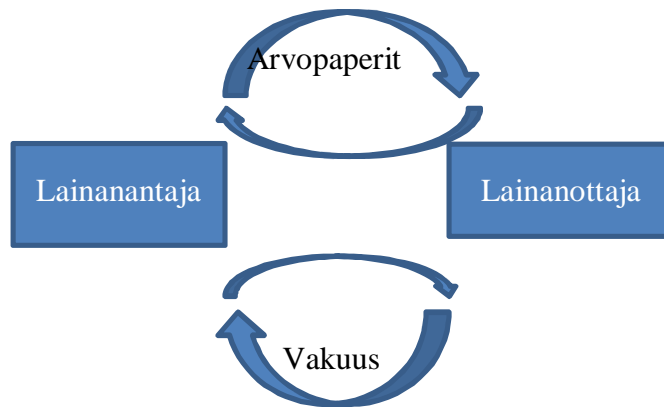
Arvopaperilainaussopimuksessa arvopapereiden omistusoikeus siirretään kokonaan väliaikaisesti lainanantajalta lainanottajalle korvausta ja vakuutta vastaan. Myös vakuuden omistusoikeus siirretään kokonaan lainanottajalta lainanantajalle. Lainanottaja maksaa arvopaperilainasta premion lainanantajalle. Tämän lisäksi lainanottajan on maksettava lainanantajalle arvopapereista saatava tuotto sopimuksen voimassaoloajalta siten, että lainanantaja on sopimuksen päättyessä lainattujen arvopapereiden osalta samassa taloudellisessa tilanteessa verrattuna siihen tilanteeseen, ettei hän olisi arvopapereita lainannut ollenkaan. Pääsääntöisesti arvopaperilainaussopimus on toistaiseksi voimassa oleva sopimus, joka erääntyy silloin, kun lainanottaja palauttaa arvopaperit. Lainanantajalle palautettavien arvopapereiden on vastattava sekä määrältään että ominaisuuksiltaan täsmälleen lainattuja arvopapereita. Jos vakuutena käytetään käteistä, silloin lainanantaja on velvollinen suorittamaan hyvityksen käteisvakuudesta sopimuksen voimassaoloajalta. Mikäli lainanottaja tai -antaja ei palauta arvopapereita tai vakuutta sopimuksen mukaisena ajankohtana, rajoitettua sulkeutuvaa nettoutusta koskeva lauseke tulee voimaan. Arvopaperilainaussopimuksessa voidaan sopia tarkemmin vahingonkorvauksen perusteista mahdollisen sopimusrikkomuksen varalta.

Sopimuksen kirjallinen vahvistus sisältää yleensä ainakin henkilötiedot lainanantajasta ja lainanottajasta, arvopapereiden lajin, määrän ja toimituspäivämäärän, osapuolten pankki- ja selvitystilin yksilöintitiedot, sekä tiedot premiosta, jonka lainanottaja maksaa lainanantajalle.⁴ Yleensä sovitaan myös siitä, minkä maan lakia sopimukseen sovelletaan.⁵

⁴ Faulkner 2007 s 35–36.

⁵ Harding 2011 s. 283.

Kuvio 1. Arvopaperilainaussopimus



2.1.2 Sopimuksen syntyminen

Sopimusvapauden mukaisesti arvopaperilainaussopimus voi syntyä osapuolten yhteisestä tahdosta suullisesti, kirjallisesti tai elektronisesti. Myös konkudenttinen arvopaperilainaussopimus on ainakin teoriassa mahdollinen sopimuksen syntymismekanismi. Jos sopimus on syntynyt suullisten neuvottelujen tuloksena, se vahvistetaan yleensä erikseen joko kirjallisessa tai elektronisessa muodossa, mieluiten jo arvopaperilainan toteutuspäivänä, jos se on suinkin mahdollista. Elektronisten kaupankäyntialustojen välityksellä toteutettuja arvopaperilainoja ei välttämättä vahvisteta erikseen. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa perustuu hyvin paljon vakiintuneeseen kauppatapaan. Tästä johtuen oikeustoimilain 1. luvun sopimuksen syntymistä koskevat perussäännökset eivät ainakaan lähtökohtaisesti sovellu arvopaperilainaussopimuksiin.

Lainsäädännöstä löytyy kuitenkin poikkeuksia lähtökohtana olevaan sopimusvapauteen. Esimerkiksi sijoituspalvelulain 10:3 §:n mukaan sijoituspalvelun tarjoamista koskeva sopimus on tehtävä kirjallisesti, jos palvelua tarjotaan ei-ammattilaiselle asiakkaalle.⁶

⁶ Ks. myös Hoppu 2009 s. 101–102.

2.1.3 Osapuolet

Arvopaperilainaus sopimuksen osapuolet ovat lainanottaja ja lainanantaja. Sopimuksen kirjallinen vahvistus sisältää yleensä henkilötiedot lainanottajasta ja lainanantajasta sekä näiden pankki- ja selvitystilin yksilöintitiedot.⁷

2.1.4 Omistusoikeuden siirtyminen

Arvopapereiden omistusoikeus siirretään kokonaan lainanantajalta lainanottajalle. Tämä tarkoittaa sitä, että kaikki omistusoikeuteen sisältyvät oikeudet siirtyvät lainanottajalle, kuten esimerkiksi omistajan määräysvalta, äänioikeus ja arvopapereihin sisältyvät taloudelliset oikeudet. Lainanantajalla ei ole minkäänasteista omistusoikeutta lainattuihin arvopapereihin sopimuksen voimassaoloaikana, vaan ainoastaan saamisoikeus samanlaisiin arvopapereihin. Omistusoikeuden siirtäminen kokonaan lainanottajalle mahdollistaa sen, että lainanottajalla on oikeus luovuttaa lainatut arvopaperit eteenpäin sivullisia sitovasti. Myös vakuuden omistusoikeus siirretään arvopaperilainaus sopimuksessa kokonaan lainanantajalle, jolloin vakuuden uudelleen sijoittaminen tulee mahdolliseksi lainanantajalle sopimuksen voimassaoloaikana.

2.1.5 Sopimuksen kesto

Arvopaperilainaus sopimus voi olla joko määräaikainen tai toistaiseksi voimassaoleva sopimus. Toistaiseksi voimassa oleva sopimus päättyy, kun lainanantaja palauttaa samanlaatuiset arvopaperit tai jos lainanantaja vaatii arvopaperit palautettavaksi. Jos eräpäivää ei ole lainaus sopimuksessa määritetty, silloin sopimus on toistaiseksi voimassaoleva sopimus; jos eräpäivästä on sovittu, silloin kyse on määräaikaisesta sopimuksesta.

Toistaiseksi voimassa olevat sopimukset ovat yleisimpiä. Niiden etuna on se, että ne mahdollistavat sopimuksen päättämisen milloin tahansa. Jos lyhyeksi myyjä on ostanut arvopaperit takaisin, hänen ei tarvitse pitää arvopapereita turhan takia lainassa vaan hän voi päättää sopimuksen. Toisaalta, lainanantajalla on mahdollisuus vaatia lainaamansa arvopaperit takaisin palautettavaksi milloin tahansa. Tästä mahdollisuudesta huolimatta toistaiseksi voi-

⁷ Faulkner 2007 s. 35–36.

massa olevat arvopaperilainaussopimukset voivat olla voimassa pitkiä ajanjaksoja ilman, että kumpikaan sopimuspuoli päättää arvopaperilainaa. Mikäli arvopaperilainaussopimus on määräaikainen, lainanottajalla ei ole oikeutta palauttaa arvopapereita enneaikaisesti ilman lainanantajan hyväksyntää.⁸

Lainanottaja päättää toistaiseksi voimassaolevan sopimuksen yleensä siinä tilanteessa, kun hän on saanut lyhyen positionsa katetuksi. On myös mahdollista, että hänellä on mahdollisuus lainata samanlaiset arvopaperit toisaalta edullisempaan hintaan. Tällaisessa tilanteessa lainanantajalle annetaan kuitenkin yleensä mahdollisuus arvopapereiden lainaamiseen kilpailukykyisempään hintaan ennen sopimuksen päättämistä.⁹ Lainanantaja eräännyttää lainan puolestaan siinä tilanteessa, kun hän haluaa myydä arvopaperit tai käyttää niihin sisältyvää äänioikeutta, tai jos luottamus lainanottajan kykyyn palauttaa arvopaperit takaisin on heikentynyt. Lainanottajan kannattaa vaatia arvopapereiden palauttamista vielä siinä vaiheessa, kun niiden palauttaminen on mahdollista ja lainanantajan hallussa olevat vakuudet riittävät kattamaan lainattujen arvopapereiden markkinahinnan.¹⁰

Määräaikainen arvopaperilainaussopimus saattaa olla hyödyllinen ratkaisu esimerkiksi lyhyeksi myynti –strategiaa toteuttavalle lainanottajalle silloin, kun hän haluaa varmistua siitä, ettei lainanantaja vaadi häntä palauttamaan lyhyeksi myytyjä osakkeita ei-toivotulla hetkellä.¹¹ Myös käteisvakuuksien laajaa uudelleensijoittamisohjelmaa harjoittavalle arvopapereiden lainanantajalle määräaikaiset arvopaperilainaussopimukset saattavat olla paras vaihtoehto maturiteettitransformaatioon liittyvien riskien hallitsemiseksi. Jos arvopaperilainaussopimus on määräaikainen, osapuolilla ei ole oikeutta irtisanoa sopimusta päättymään enneaikaisesti ilman oikeustoimilain 3 luvun mukaisia pätemättömyysperusteita tai muita vastaavia sopimuksen purkuperusteiksi soveltuvia pakottavia syitä.

⁸ Faulkner, *Securities Finance* 2005 s. 27.

⁹ Faulkner, *Securities Finance* 2005 s. 29 ja Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: *Quarterly Bulletin* 2011 Q3 s. 226–227.

¹⁰ Vrt. Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: *Quarterly Bulletin* 2011 Q3 s. 226–227.

¹¹ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: *Quarterly Bulletin* 2011 Q3 s. 226–227.

2.1.6 Vakuus

Arvopaperilainaussopimus on vakuudellinen lainanantajan sopimukseen liittyvien taloudellisten riskien suojaamiseksi. Vakuuden omistusoikeus siirretään kokonaan lainanottajalta lainanantajalle. Vakuutena voidaan käyttää tilirahaa, arvopapereita tai muita omaisuuseriä. Arvopaperivakuuksina käytetään enimmäkseen osakkeita, mutta ne saattavat olla myös valtion joukkovelkakirjoja, yritysten liikkeelle laskemia joukkovelkakirjoja, vaihtovelkakirjoja, rembursseja, sijoitustodistuksia, warrantteja tai muita rahoitusinstrumentteja.¹² Jos vakuutena käytetään käteistä, silloin lainanantaja maksaa hyvityksen siitä lainanottajalle. Kattaakseen käteisvakuuden korkokustannukset arvopapereiden lainanantaja uudelleensijoittaa vakuuden. Myös muunlaiset vakuusmuodot ovat mahdollisia, kuten pankkitakaukset tai vakuutusyhtiöiden takaukset, mutta niitä ei pidetä arvopaperilainauksen varsinaisina vakuusmuotoina.

Vakuuden käyttöön liittyviä sopimuksenvaraisia asioita ovat muun muassa hyväksyttävien arvopapereiden laatu, vakuusmarginaalit, käytettävän vakuuden suuruus suhteessa sillä käytävään päivittäiseen kauppaan arvopaperimarkkinoilla sekä yksittäisen vakuuden suuruus suhteessa vakuuden kokonaisarvoon.¹³ Jos vakuuden arvo joko ylittää tai alittaa sopimuksenmukaisen marginaalin, vakuuden arvoa tarkistetaan vastaavilta osin. Vakuuden arvon seurannan ja marginaalin ylityksistä johtuvien mahdollisten toimenpiteiden suorittaa yleensä lainanantajan lukuun toimiva arvopaperilainanvälittäjä.¹⁴ Vakuuden suuruuteen vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa vakuuden antajan luottokelpoisuus, arvopaperilainaussopimuksen pituus, arvopapereiden volatilitteetti arvopaperimarkkinoilla ja transaktioon liittyvät oikeudelliset riskit. Esimerkiksi Global Master Securities Lending Agreementin käyttämisellä saattaa olla vakuusmarginaaleja pienentävä vaikutus.¹⁵

RahVakL:n 11 §:n mukaisesti arvopaperilainaussopimukseen sisältyvät ehdot lisävakuuden antamisesta velan tai aikaisemmin annetun vakuuden ar-

¹² Faulkner, *Securities Finance* 2005 s. 4–5.

¹³ Faulkner, *Securities Finance* 2005 s. 4–6.

¹⁴ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: *Quarterly Bulletin* 2011 Q3, s 226.

¹⁵ Harding 2011 s. 25–26.

vossa tapahtuneen muutoksen vuoksi tai vakuudenantajan oikeudesta vaihtaa annettu vakuus toiseen ovat sivullisia sitovia sopimuksia, joita ei ole mahdollista peräyttää takaisinsaannista konkurssipesään annetun lain 14 §:n nojalla.

Jos lainanottaja ei palauta arvopapereita sopimuksenmukaisesti, lainanantajalla on oikeus nettouttaa vastasaatavansa. Nettoutusmenettelyssä vakuus on arvostettava käypään arvoonsa. Asiasta säädetään RahVakL 8 §:ssä. Osapuolten sopimaa arvostusmenetelmää on noudatettava, ellei se johda toisen osapuolen kannalta kohtuuttomaan lopputulokseen (RahVakL 8.2 §)

2.1.7 Preemio

Lainanottaja maksaa arvopapereiden lainaamisesta lainanantajalle korvauksen eli preemion. Preemion suuruuteen vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa arvopaperilainaustransaktioon liittyvät riskit ja yleinen markkinatilanne, lainattavien arvopapereiden laji ja niiden kysyntä ja tarjonta, vakuuden joustavuus, maksettavan osingon suuruus, sopimuksen mukaisen transaktion kesto ja sen suuruus, tai muut lainanantamiseen liittyvät seikat, kuten lainanantajan aktiivisuus arvopaperilainausmarkkinoilla.¹⁶ Jos vakuutena käytetään käteistä, siitä on vastaavasti maksettava hyvitys lainanottajalle.

2.1.8 Äänioikeus

Koska arvopapereiden omistusoikeus siirtyy kokonaan osapuolten välillä, niin myös arvopapereihin mahdollisesti sisältyvä äänioikeus siirtyy arvopapereiden lainanottajalle. Mikäli lainanantaja haluaa käyttää arvopapereihin liittyvää äänioikeutta, hänen täytyy vaatia arvopapereiden palauttamista. Tähän oikeudellisesti ajatellen täysin sallittuun vaihtoehtoon rahoitusalan ammattilaiset suhtautuvat kuitenkin kielteisesti. Iso-Britannian arvopaperilainaus- ja Repo-komitea (Securities Lending and Repo committee, SLRC) pitää tärkeänä, että arvopaperilainaussopimusta tehtäessä tehdään selväksi, että myös äänioikeus siirtyy lainanottajalle. Investment Management Associationin raportissa todetaan, että lainanottajan pidättäytyminen äänioikeuden käyttämisestä on suositeltavaa, mutta kuitenkin lainassa olevien arvo-

¹⁶Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 227 ja Faulkner, Securities Finance 2005 s. 4.

papereiden äänioikeuden käyttämistä ei pitäisi kieltää lailla. Raportin mukaan on huolestuttavaa, jos äänioikeutta käyttäisivät sellaiset henkilöt, joilla ei ole vastaavaa taloudellista riskiä yhtiön toiminnasta kuin omistajilla.

2.1.9 Sopimuksen muuttaminen

Materiaalisten sopimusehtojen muuttamisesta sopimuksen voimassaoloaikana on mahdollista sopia osapuolten kesken ja sekin voidaan vahvistaa kirjallisesti erikseen, jos jompikumpi tai molemmat osapuolista sitä tahtovat. Tällainen tilanne saattaa olla esimerkiksi vakuuden suuruuden tarkistaminen tai sen vaihtaminen toiseen vakuuteen. Sopimusneuvotteluissa sovi-
taan myös siitä, kumman vastuulla on kirjallisen sopimuksen laatiminen.¹⁷

Kirjallisen sopimuksen muuttamisen pitäisi lähtökohtaisesti tapahtua samanmuotoisesti kuin miten se on laadittu, mutta täytäntöönpanodirektiivin 39 artiklan sanamuoto huomioon ottaen tähän vaatimukseen voidaan suhtautua joustavasti. Jos kirjallista sopimusta muutettaisiin suullisesti jälkikäteen, sijoituspalveluyrityksen olisi kuitenkin kyettävä todistamaan sopimuksen muuttaminen ja sen uusi sisältö. Osapuolet voivat määritellä sopimusehdoissa sen tavan, miten sopimusta voidaan muuttaa.¹⁸

2.1.10 Sopimusrikkomustilanteet, sulkeutuva nettoutus ja vahingonkorvaus

Arvopaperilainaus sopimuksessa määritellään ne sopimusrikkomustilanteet, jotka antavat vastapuolelle oikeuden eräännyttää sopimuksen ja nettouttaa saatavansa. Tällaisia tilanteita ovat esimerkiksi maksukyvyttömyysmenettelyn alkaminen, vakuuden toimittamatta jättäminen, siirretyistä arvopapereista saadun tuoton maksamatta jättäminen ja rajoitetussa sulkeutuvassa nettoutuksessa määritetyn summan laiminlyöminen. Kaikissa muissa tilanteissa paitsi maksukyvyttömyystilanteissa, sopimuksen rikkoneen vastapuolen on vaadittava sulkeutuvan nettoutuksen täytäntöönpanoa. Sen sijaan konkurssi- ja yrityssaaneeraustilanteissa sulkeutuva nettoutus käynnistyy automaattisesti. On huomionarvoista, että uuden GMSLA:n mukaan lainattujen arvopapereiden tai vakuuden palauttamatta jättäminen oikeuttaa vastapuolen

¹⁷ Faulkner 2007 s 35.

¹⁸ Hoppu 2009 s. 106–107.

ainoastaan rajoitetun sulkeutuvan nettoutuksen täytäntöönpanoon. Sen sijaan vanhassa GMSLA:ssa arvopapereiden tai vakuuden palauttamatta jättäminen antoi vastapuolelle oikeuden sulkeutuvan ehdon käyttämiseen.¹⁹

Sulkeutuvalla nettoutuksella tarkoitetaan menettelyä, jossa kaikki osapuolten väliset maksu- ja toimitusvelvoitteet eräännytetään ja kuitataan keskenään. Sen sijaan rajoitetussa sulkeutuvassa nettoutuksessa (mini close-out) vastapuolella on oikeus eräännyttää ja kuitata ainoastaan sen sopimuksen maksu- ja toimitusvelvoitteet, jossa arvopapereiden tai vakuuden palauttamatta jättäminen on tapahtunut.²⁰

Arvopaperilainaus sopimuksessa on myös ehdot korvauksen perusteista sopimusrikkomuksen johdosta. Tyypillisesti sopimuksessa määritellään muun muassa viivästyskorko arvopapereiden tai vakuuden luovuttamatta jättämisen johdosta, sekä sopimusrikkomuksen johdosta korvattavat vastapuolelle aiheutuneet välittömät kustannukset, kuten vakuuden realisoinnista ja arvopapereiden takaisin hankinnasta aiheutuneet kustannukset. Sopimusrikkomuksesta aiheutuneita välillisiä kustannuksia tai siitä aiheutuneita seuraamuksellisia uusista arvopapereiden toimitushäiriöistä johtuvia vahinkoja ei sen sijaan yleensä korvata.²¹

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa olevista ehdoista nettoutuksesta säädetään rahoitusvakuuslain 7 §:ssä. Pykälän mukaisesti arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa voidaan sopia sivullisia sitovasti nettoutuksesta niin, että ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista syntyneet velvoitteet voidaan nettouttaa maksukyvyttömyysmenettelystä huolimatta. Nettoutusta ei myöskään voida lähtökohtaisesti peräyttää takaisin saantilain 10 §:n nojalla.²²

¹⁹ Harding 2011 s. 251.

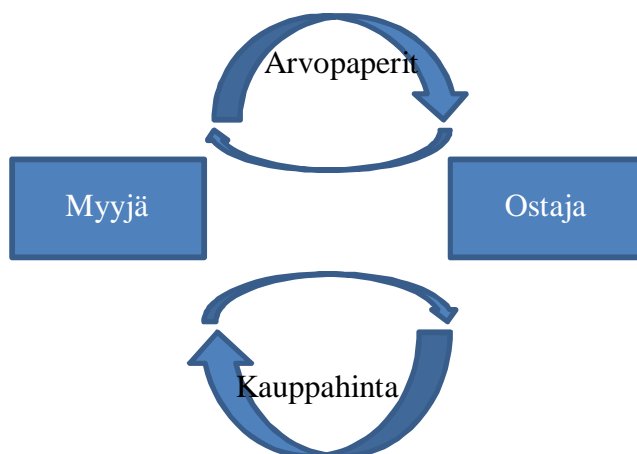
²⁰ Harding 2011 s. 245.

²¹ Faulkner, Securities finance, 2005, s. 29.

²² Nettoutus on eri asia kuin kuittaaminen, ks. Tuomisto 2010 s. 96–101.

2.2 Reposopimus

Kuvio 2. Repo- 1. takaisinostosopimus



Reposopimus on oikeudelliselta rakenteeltaan erilainen arvopaperilainaus- sopimuksen kanssa, mutta sen taloudelliset vaikutukset ovat samat. Myös reposopimusta voidaan käyttää joko arvopaperilainoihin tai vakuudelliseen luotonantoon taikka molempiin yhtä aikaa. Reposopimus on takaisinostosopimus, jossa osapuolet velvoittautuvat tekemään kaksi edestakaista kauppaa ennalta sovittuun hintaan. Takaisinostosopimuksen myyjä on velvollinen ostamaan arvopaperit takaisin ennalta sovittuun hintaan ja ostajalla on vastaava velvollisuus myydä ostamansa arvopaperit takaisin. Takaisinostosopimuksen korvaus muodostuu kauppahintojen välisestä erotuksesta eli repokorosta. Korkona voidaan käyttää sopimuksessa määritellyä kiinteää korkoa tai sitten vaihtuvaa korkoa, jolloin reposopimuksen korko on sidottu sopimuksessa määritellyn viitekoron kehitykseen.²³ Yleensä reposopimuksen takaisinostohinta on hieman korkeampi kuin alkuperäinen kauppahinta. Tällöin kysymys on vakuudellisesta luotonannosta, jossa luotonottaja maksaa

²³ Bianconi 2010 s. 9–10. Repokorko muodostuu myyntihintojen välisestä erotuksesta. Jos alkuperäinen myyntihinta on 100 dollaria ja takaisinostohinta on 102 dollaria, silloin repokorko on kaksi prosenttia, ja se olisi korvaus arvopapereiden varsinaisen omistajan saamasta rahamääräisestä lainasta (cash driven). Käänteisessä reposopimuksessa repokorko saattaa olla jopa negatiivinen. Jos alkuperäinen kauppahinta on 100 dollaria ja takaisinmyynti hinta 98 dollaria, niin repokorko on 2 % negatiivinen, joka olisi korvaus arvopapereiden lainaamisesta. Kysymys olisi arvopaperivetoisesta reposopimuksesta (securities driven). (Kirjoittajan huomautus) ks. myös HE 167/1995, s. 1.

repokoron mukaisen hyvityksen luotonantajalle. Arvopaperivetoisissa reposopimuksissa repo-korko on yleensä alhaisempi kuin käteisvetoisissa reposopimuksessa. Toisen takaisinostosopimus on toiselle aina takaisinmyyntisopimus. Jos sopimuksen pääasiallisena tarkoituksena on ollut arvopapereiden lainaaminen, sopimusta voidaan kutsua käänteisesti takaisinmyyntisopimukseksi (reverse repo). Tällöin repo-korko on normaalia vakuudellista luotonantoa alhaisempi. Jos lainatut arvopaperit ovat todella spesiaaleja, niin silloin repo-korko saattaa olla jopa negatiivinen.²⁴ Repokorko on sopimuksenvarainen asia, josta sovitaan sopimuskumppaneiden kesken.²⁵

Reposopimus voi olla joko avoin toistaiseksi voimassa oleva sopimus tai sitten määräaikainen sopimus. Jos reposopimus on toistaiseksi voimassaoleva, se voidaan eräännyttää vaadittaessa milloin tahansa kummankin osapuolen toimesta. Myyjä voi eräännyttää sopimuksen palauttamalla kauppahinnan, ja vastaavasti ostaja voi eräännyttää sopimuksen palauttamalla kaupankohteena olleet arvopaperit. Varoitusaika reposopimuksen eräännyttämiselle on yleensä 24 tai 48 tuntia, jonka kuluessa osapuolten on tehtävä sopimukseenmukaiset suoritukset.²⁶ Määräaikaiset reposopimukset voivat olla maturiteetiltaan yön yli -lainoja tai sitten pitempiaikaisia tyypillisesti kahdesta vuorokaudesta kolmeen kuukauteen. Suurin osa reposopimuksista on määräaikaisia.

Myös reposopimuksessa arvopapereiden omistusoikeus siirretään väliaikaisesti kokonaan osapuolten välillä. Tästä johtuen ostajalla on oikeus määrätä kaupankohteena olevista arvopapereista kuin omastaan. Hänellä on oikeus arvopapereiden luovuttamiseen ja panttaamiseen ja arvopapereista saatavaan tuottoon. Vastaavalla tavalla myyjällä on luonnollisesti sopimuksen voimassaoloaikana oikeus käyttää myynnistä saatuja tuottoja vapaasti. Jos vakuutena olevista arvopapereista eräännytyy tuottoja sopimuksen voimassaoloaikana, silloin ostajalla on kuitenkin sopimusperusteinen velvollisuus suorittaa vastaavan suuruinen rahamääräinen suoritus arvopapereiden varsinaiselle omistajalle niin, että hänen arvopapereista saamansa mahdolliset tuotot tai muut

²⁴ HE 209/1997 s. 32 ks. myös Bianconi 2010, s. 12.

²⁵ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 11.

²⁶ Bianconi 2010 s. 11.

etuudet ovat täsmälleen samat verrattuna siihen tilanteeseen, että hän olisi ollut koko ajan kyseisten arvopapereiden omistajana.²⁷

Reposopimuksessa voidaan sopia lainanottajan oikeudesta vaihtaa vakuus toiseen vakuuteen sopimuksen voimassaoloaikana, kunhan uusi vakuus täyttää lainanantajan edellyttämät hyväksyttävän vakuuden laatuvaatimukset. Näin voidaan toimia erityisesti yleisvakuudellisissa reposopimuksissa. Yleisvakuudellisessa reposopimuksessa ostaja saa hallintaoikeuden tiettyyn, etukäteen sovittuun vakuussalkkuun, eli kyseessä on käytännössä vakuudellinen luotto. Yleensä markkinaosapuolet määrittelevät etukäteen vähäriskistä velkapapereista koostuvia salkkuja, joita voidaan käyttää yleisvakuudellisissa reposopimuksissa. Kun sopimuksen pääasiallisena tarkoituksena on vakuudellisen luoton myöntäminen, lainanottajalla on yleensä oikeus vaihtaa vakuussalkun velkakirjojen koostumusta sopimuksen voimassaoloaikana sillä edellytyksellä, että myös uudet vakuudet täyttävät sopimuksen mukaisen hyväksyttävän vakuuden vaatimukset.²⁸

Myös reposopimukset sisältävät vastaavat ehdot arvopapereiden realisoinnista ja nettoutuksesta, sekä vahingonkorvauksesta kuin arvopaperilainaus-sopimukset. Vakuudet ovat lainanantaja-ostajan suojana sen varalta, ettei lainanottaja-myyjä täytä sopimuksen mukaisia velvoitteitaan eli suorita rahamääräistä velkaa sopimuksen mukaisesti. Siinä tapauksessa lainanantaja-ostajalla on oikeus likvidoida kaupankohtena olleet arvopaperit. Jos kaupan kohtena olevien arvopapereiden liikkeellelaskija epäonnistuu velvoitteissaan, silloin lainanantaja-ostajalla on oikeus esittää vakuuksia koskeva marginaalivaatimus lainanottaja-myyjälle.²⁹ Arvopapereiden varsinainen omistaja toisin sanoen vastaa siitä, että vakuutena käytettyjen arvopapereiden liikkeeseenlaskija täyttää sopimuksen mukaiset velvoitteensa. Tällainen tilanne saattaa syntyä esimerkiksi silloin, kun valtio ilmoittaa yksipuolisesti jättävänsä velkansa suorittamatta. Valtioiden joukkovelkakirjamarkkinoiden historia on täynnä vastaavia esimerkkejä. Sellainen tilanne on kuitenkin epätodennäköinen, jolloin sekä käytetyn vakuuden liikkeeseenlaskija että

²⁷ Bianconi 2010 s. 10.

²⁸ Lahdenperä 2006 s. 35.

²⁹ Bianconi 2010 s. 9

lainanottaja-myyjä epäonnistuisivat samanaikaisesti velvoitteissaan, koska ne ovat toisistaan täysin erillisiä entiteettejä.³⁰

2.3 Arvopaperilainaus- ja reposopimusten eroavuudet

Taloudellisilta vaikutuksiltaan arvopaperilainaus- ja reposopimukset ovat samanlaiset ja molempia sopimuksia voidaan käyttää sekä arvopaperilainaukseen että vakuudelliseen luotonantoon.³¹ Kummassakin sopimuksessa arvopapereiden omistusoikeus siirtyy kokonaan osapuolten välillä ja sopimuksissa käytetään vakuuksia. Reposopimuksella ja arvopaperilainauksella on kuitenkin kaksi keskeistä piirrettä, miltä osin ne eroavat toisistaan: ne ovat transaktioiden 1) tarkoitus ja niiden 2) rakenne: 1) Arvopaperilainaus-sopimukset ovat useammin arvopaperivetoisia (securities-driven) järjestelyitä, jolloin niiden pääasiallisena tarkoituksena on arvopapereiden lainaaminen. Sen sijaan reposopimukset ovat enimmäkseen käteisvetoisia järjestelyitä (cash-driven) jolloin järjestelyn pääasiallisena tarkoituksena on käteisen lainanantaminen tai lainanottaminen. 2) Reposopimuksessa arvopaperit myydään vastiketta vastaan takaisinostoehdoin siten, että yleensä takaisinosto toteutetaan sopimuksessa etukäteen sovittuna päivänä ennalta määritellyyn kiinteään hintaan. Arvopaperilainat ovat sen sijaan enimmäkseen toistaiseksi voimassaolevia lainaussopimuksia, mikä tekee niistä järjestelyinä joustavampia sopimuksen molemmille osapuolille. Reposopimuksissa repokorko määräytyy kauppahintojen välisestä erotuksesta, kun taas arvopaperilainoissa maksetaan erillinen sopimuksen mukainen preemio.³²

Reposopimuksissa vakuuksina käytetään pääasiassa valtion joukkovelkakirjoja, kun taas arvopaperilainaussopimuksissa vakuutena käytetään sekä käteistä että valtion joukkovelkakirjoja, osakkeita, vaihtovelkakirjoja, talletustodistuksia, rembursseja ja warrantteja ja muita rahoitusmarkkinainstrumentteja. Arvopaperilainaussopimuksissa käytettävissä olevien vakuuksien joukko on siten laajempi, mutta arvopaperilainausmarkkinat ovat painottu-

³⁰ Bianconi 2010 s. 9

³¹ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 10–11.

³² Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 227.

neet ennen kaikkea osakkeisiin. Euroopassa arvopaperilainauksesta saadut tulot on saatu noin 70 prosenttisesti osakkeista.³³

2.4 Takaisinostosopimus (buy/sell back)

On olemassa myös muita takaisinostosopimuksia kuin reposopimuksia. Niiden sopimusehtojen rakenne ja taloudelliset vaikutukset ovat pääosin samat kuin reposopimuksissa. Takaisinostosopimuksissa on myös kysymys arvopapereiden myynnistä ja takaisinostosta ennalta sovittuun hintaan. Takaisinostosopimusten korko määritellään sopimuksessa yleensä Repokorkojen perusteella. Takaisinostosopimuksessa omistusoikeus siirtyy kokonaan ostajalle sopimuksen voimassaolon ajaksi eikä arvopapereiden myyjällä ole oikeutta saada minkäänlaista hyvitystä arvopapereiden mahdollisesta tuotosta siltä ajalta. Luonnollisesti tämä tulee huomioiduksi määriteltäessä takaisinostosopimuksen hintaa sopimusta tehtäessä. Takaisinostosopimuksia hyödynnetään yleensä rahoitustarkoituksessa ja niiden kohteena on tyypillisesti kiinteätuohtoiset arvopaperit.³⁴ Takaisinostosopimukset eroavat reposopimuksista siten ainakin siltä osin, ettei niissä arvopapereiden ostajan tarvitse erikseen korvata arvopapereiden varsinaiselle omistajalle arvopapereista saatua tuottoa sopimuksen voimassaoloajalta.

2.5 Kansainväliset standardisopimukset

Keskeisimpiä arvopaperivakuudellisen rahoitustoiminnan puitesopimuksia ovat ISLAn laatima The Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) ja The Global Master Repurchase Agreement (GMRA). Euroopan alueella on käytössä myös European Master Agreement (EMA), joka soveltuu sekä arvopaperilainaus- että reposopimukseen. Mutta on olemassa myös lukuisia joukko muitakin standardisopimuksia; esimerkiksi Australialla, Ranskalla ja Yhdysvalloilla on omat arvopaperilainojen standardisopimukset. Oikeudellisten riskien minimoimiseksi näiden sopimusten käyttäminen on suositeltavaa. On huomion arvoista, että Lehman Brothersin romahtamisen yhteydessä nämä sopimukset ovat osoittautuneet oikeudellisesti kestäviksi sitoumuksiksi, joiden omaisuuden realisointia koskevat sopi-

³³ Harding 2011 s. 27–28.

³⁴ Faulkner, Securities Finance 2005 s 11–12.

musehdot voitiin panna tehokkaasti täytäntöön.³⁵ Vakioituihin puitesopimukseen laaditaan usein kansallinen liite, jossa huomioidaan kunkin maan kansallisesta lainsäädännöstä johtuvat erityispiirteet. Kansallisten liitteiden ehdot saattavat koskea esimerkiksi vakuuden täydentämistä tai korvaamista, taikka sulkeutuvaa nettoutusta sopimusrikkomus- tai maksukyvyttömyystilanteessa. Jos arvopaperilainaus toimintaa harjoittava toimija haluaa poiketa kansainvälisten standardisopimusten mukaisista mallisopimuksista, niin toisenlaisen sopimuksen laatimiseen pitää olla selkeät reaalityökalulliset perusteet, ja on erittäin suositeltavaa, että sopimuksen laatijat ovat luotto- ja vakuusoikeuteen erikoistuneita rahoitusalan ammattilaisia, jotka ovat perillä eri maiden oikeusjärjestysten eroista koskien arvopaperilainaus toimintaa erityisesti silloin, jos arvopaperilainaus toiminnalla on kansainvälinen ulottuvuus.

2.5.1 The Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)

The Global Master Securities Lending Agreement on ISLA:n laatima puitesopimus, jonka mukaista mallia suositellaan käytettäväksi arvopaperilainaus sopimusten yhteydessä. Se on selkeä mallisopimus, jota käyttämällä voidaan varmistaa, että kaikki toiminnan kannalta keskeiset ehdot tulevat sisällytetyksi sopimukseen. GMSLA:n sisältää muun muassa arvopapereiden yksilöintitiedot, arvopapereiden toimitusehdot, tiedot hyväksyttävästä vakuudesta ja käytettävästä vakuuspuskurista, arvopaperilainoista ja mahdollisesta käteisvakuudesta maksettavat korvaukset, ehdot arvopapereiden korvaamisesta toisilla arvopapereilla, arvopapereiden toimitushäiriöitä koskevat ehdot ja niiden seuraamukset, ehdot arvopapereiden realisoinnista ja nettoutuksesta, tietoja verotuksesta sekä tiedot siitä, miten sopimus päätetään. GMSLA laadittiin alun perin vuonna 2000, mutta sitä päivitettiin vuonna 2009. Uudistuksessa pyrittiin vastaamaan lainsäädännössä, verotuksessa ja markkinakäytännöissä tapahtuneisiin muutoksiin. Siinä pyrittiin yksilöimään kaikki verotuksesta johtuvat mahdolliset seuraamukset ja määrittämään, kumman osapuoli vastaa veroriskistä. Lehman Brothersin romahduksen jälkeen GMSLA:ssä määriteltiin uudestaan myös se tapa, miten ar-

³⁵ Bianconi 2010 s. 3 ja 21.

vopapereiden arvo määritetään toimitushäiriön jälkeen sekä osapuolten korvauskeinot.

Finanssiriisin seurauksena GMSLA:n sopimusehtoja koskien vakuuden arvostamismenetelmiä sopimusrikkomuksen yhteydessä on arvioitu uudelleen. Esimerkiksi Lehman Brothersin konkurssin yhteydessä tiettyjen epälikvidien arvopapereiden markkina-arvon määrittäminen tuotti vaikeuksia, kun niillä käytävän kaupan laajuus oli rajoittunutta. Myös arvopaperilainausteollisuuden infrastruktuurin toimivuuteen on kiinnitetty erityistä huomiota eri markkinaosapuolten osalta, kuten keskusvastapuolen ja säilytisyhteisöjen osalta, mutta keskusvastapuolten tai automatisoitujen kaupankäyntijärjestelmien käyttäminen arvopaperilainausmarkkinoilla on edelleen harvinaista.³⁶

2.5.2 The Global Master Repurchase Agreement (GMRA)

The Global Master Repurchase Agreement on kansainvälisillä repomarkkinoilla käytetty standardisopimus, joka laadittiin alunperin International Securities Market Associationin (ISMA) ja The Bond Market Associationin (BMA) yhteistoiminnan tuloksena. Ensimmäisen kerran se julkaistiin vuonna 1992, mutta sen jälkeen sitä on uudistettu useampaan otteeseen, viimeinen päivitys on vuodelta 2000. Sopimuksessa määritellään ne osapuolten väliset velvollisuudet, jotka ovat sovellettavissa jokaiseen repotransaktioon. Se pitää sisällään muun muassa sopimuksen määritelmän ja osapuolten väliset arvopapereiden toimitus- ja maksuvelvollisuudet, vakuuspuskureiden mekaniikan, arvopapereiden substituution, ehdot koskien arvopapereista saatavaa tuottoa. Sopimuksessa pyritään myös määrittämään arvopapereiden toimitushäiriöt sekä sen, mitkä ovat niistä johtuvat osapuolten väliset oikeudet ja velvollisuudet.³⁷

2.5.3 The European Master Agreement (EMA)

The European Master Agreement julkaistiin vuonna 1999 Euroopan pankkifederaation toimesta yhteistyössä Sveitsin pankkijärjestön kanssa. Sen tar-

³⁶ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 230 ja IOSCO: Securities Lending Market Guide: Tred McIntire 2009, s. 2.

³⁷ Bianconi 2010 s. 22.

koituksena oli saada yhteen harmonisoituun dokumenttiin kaikki käytössä olevat master-sopimukset. EMA:aa laadittaessa kiinnitettiin erityistä huomiota arvopaperilainaus- ja reposopimuksiin. EMA:a on tarkoitettu käytettäväksi euro-alueella sekä eräissä sen vaikutuspiiriin kuuluvien valtioiden lainkäyttöpiiriin kuuluvilla alueilla. EMA:n etuna on se, että siinä voidaan määrätä sopimukseen sovellettavan maan laista, sopimuksessa käytettävästä kielestä sekä muutenkin voidaan paremmin ottaa huomioon eri maiden oikeusjärjestyksien asettamat vaatimukset. EMA:n tarkoituksena oli alun perin korvata eri maiden lainkäyttöpiiriin kuuluvilla alueilla käytettävät master-sopimukset, mutta sitä voidaan käyttää myös rajat ylittävissä sopimuksissa. Sen lisäksi, että EMA:a voidaan käyttää eri maiden lainkäyttöalueilla, se soveltuu myös muun laatuisiin rahoitusinstrumentteihin, mutta erityisesti sitä laadittaessa on kiinnitetty huomioita arvopaperilainaus- ja reposopimuksiin.

3 ARVOPAPERILAINAUKSEN HISTORIA

3.1 Arvopaperilainauksen yleinen historia

Arvopaperilainausmarkkinoiden kehitys on tapahtunut samanaikaisesti arvopaperimarkkinoiden kehityksen kanssa. Heti kun maailman ensimmäinen nykyaikainen pörssi Amsterdamissa avattiin vuonna 1602, niin myös lyhyeksi myynti alkoi. Pessimistisesti markkinoiden kehitykseen suhtautuneet ”karhumaiset” sijoittajat tajusivat voiton tekemisen olevan mahdollista laskevilla kursseilla arvopaperilainojen avulla, mutta arvopaperilainoja otettiin myös arvopapereiden toimitushäiriöiden välttämiseksi. Aivan alusta saakka lyhyeksi myyntiä on pidetty myös moraalittomana toimintana, joka pitäisi kieltää. Niinpä lyhyeksi myynti kiellettiin ensimmäisen kerran jo vuonna 1610 sen jälkeen, kun Hollannin Itä-Intian kauppakomppanian osakkeet joutuivat hyvin organisoidun ja erittäin tuottoisan lyhyeksi myynti -offensiivin kohteeksi. Lyhyeksi myyntiä pidettiin moraalittomana, koska lyhyeksi myyjän katsottiin tekevän voittoa toisten ihmisten onnettomuudella. Lisäksi lyhyeksi myynnillä nähtiin olevan se vaikutus, että se lisäisi kursivaihteluita rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta epäterveellä tavalla. Itä-Intian kauppakomppanian osakkeisiin kohdistetun hyökkäyksen takana

oli taho, joka oli perustamassa kilpailevaa yritystä Itä-Intian kauppakomppanialle, Ranskan Itä-Intian kauppakomppaniaa, millä saattoi olla oma vaikutuksensa yleisön närkästykseen lyhyeksi myyjiä kohtaan. Lyhyeksi myyjät Amsterdamissa pyrkivät puolustautumaan argumentoiden, että lyhyeksi myynti tehosti markkinoiden hinnanmuodostusta.³⁸ Väitettiin, että kun komppanian osakkeiden markkina-arvo oli liian korkea ja vääristynyt, niin hinnanmuodostusmekanismien tehostaminen vakautti ja tehosti arvopaperimarkkinoita. Lisäksi painotettiin, ettei lyhyeksi myynnillä ole mahdollista romahduttaa kursseja kokonaan, koska lyhyeksi myyjän on kuitenkin jossakin vaiheessa ostettava kyseiset arvopaperit takaisin markkinoilta. Tällaisille näkemyksille ei annettu mitään arvoa ja keskustelu lyhyeksi myynnin mahdollisesta kieltämisestä jatkuu tänäkin päivänä.³⁹ Suhtautuminen lyhyeksi myyjiin ei ole muuttunut vuosisatojen saatossa.

Yhdysvaltain ensimmäinen todistettava arvopaperilainaus tapahtuma voidaan jäljittää Yhdysvaltain sotavelkaan liittyviin markkinoihin Yhdysvaltain itsenäisyysjulistuksen jälkeen 1776, mutta vasta 1800-luvulla Yhdysvaltain ja Iso-Britannian arvopaperilainausmarkkinat kehittivät kestävämmälle pohjalle.⁴⁰ 1800-luvulla Iso-Britannian arvopaperimarkkinoilla toimintaan erikoistuneet specialistit rupesivat järjestämään arvopaperilainoja pörssimeklareille ja markkinatakaajille. Arvopaperilainausmarkkinat kehittivätkin nopeasti kaksitasoisiksi, joista yhden ulottuvuuden muodostivat spesiaalimarkkinat ja toisen rahoitukseen keskittyvät yleismarkkinat. Spesiaalimarkkinoilla arvopapereita lainattiin tiettyjen arvopapereiden erityisen suuren kysynnän vuoksi. Yleisillä markkinoilla arvopapereita lainattiin rahoitustarkoituksessa. Merkittävä osa silloisesta arvopaperilainaus toiminnasta selittyi veroarbitraasilla. Yksi veroarbitraasin muoto oli esimerkiksi ”obligaatioiden puhdistaminen” (bond washing), minkä yhteydessä joukkovelkakirjoihin liittyviä veroetuksia siirrettiin kaupankävijöiden kesken osingon irtoamispäivän ja täsmäyspäivän aikoihin.⁴¹ Obligaatioiden puhdistaminen oli vero-

³⁸ Myös nykyisin arvopaperilainaus toiminnan ajatellaan yleisesti tehostavan arvopaperimarkkinoiden hinnanmuodostusta. Ks. esim. HE 209/1997 s. 33.

³⁹ Ali 2009 s. 1.

⁴⁰ State Street, Securities Finance 2005 s. 45–46.

⁴¹ Faulkner 2007 s. 63.

arbitraasin alkumuotoja, mistä on ajan saatossa kehittynyt yhä hienos-
tuneempia ja sijoittajaystävällisempiä kaupankäyntistrategioita.

Sen sijaan repomarkkinat syntyivät arvopaperilainausmarkkinoita huomata-
tavasti myöhemmin. Ensimmäiset repomarkkinat syntyivät Yhdysvalloissa
vuonna 1918 Yhdysvaltain keskuspankin toimesta silmällä pitäen sen suorita-
mista avoimia markkinaoperaatioita rahapolitiikan toteuttamista varten.

Arvopaperilainausteollisuuden varsinainen läpimurto tapahtui kuitenkin
vasta 1960-luvulla, kun arvopaperimarkkinoista tuli tarpeeksi suuret. 1960-
luvun pörssimeklareiden väliset arvopaperilainausmarkkinat olivat julkisen
kaupankäynnin ulkopuolella toteutettavia OTC-markkinoita. Silloin tulivat
markkinoille myös arvopaperilainojen välittämiseen erikoistuneet spesialis-
tit. Arvopaperikauppojen määrän nopean kasvun myötä arvopapereiden sel-
vitysjärjestelmät, jotka perustuivat vielä fyysisten arvopapereiden transakti-
oihin, eivät enää pystyneet suoriutumaan tehtävistään ilman häiriöitä ja toi-
mitushäiriöt olivat yleisiä. Tämä lisäsi arvopaperilainojen kysyntää. 1960-
luvulla toteutettiin myös Lontoon Cityssä ensimmäiset viralliset arvopaperi-
lainaustransaktiot.⁴²

Yksi keskeinen elementti rahoitusmarkkinoiden kehityksessä 1960-luvulla
oli Yhdysvaltain joukkovelkakirjamarkkinoiden ekspansio. Sitä ennen Yh-
dysvaltain arvopaperimarkkinat olivat keskittyneet osakkeisiin. Joukkovel-
kakirjamarkkinoiden kasvu teki mahdolliseksi arvopaperivälittäjien rahoit-
ustarpeiden tyydyttämisen niiden hallussaan olevia joukkovelkakirjoja vas-
taan. Tarvittava rahoitus järjestettiin reposopimusten avulla lainanantajien
ollessa pankkeja ja muita taloudeltaan ylijäämäisiä yhteisöjä.⁴³

Toimitushäiriöt arvopapereiden selvitysjärjestelmissä lisääntyivät vuonna
1973 tapahtuneeseen US Depository Trust Companyn perustamiseen saak-
ka, jolloin automatisoitujen selvitysjärjestelmien käyttöönoton ansiosta toi-
mitushäiriöt vähenivät ja kaupankäyntivolyymit kasvoivat, minkä vuoksi
selvitysjärjestelmien häiriötilanteista johtuva kysyntä arvopaperilainoille
laski, mutta vastaavasti muihin kaupankäyntistrategioihin, kuten lyhyeksi

⁴² Faulkner 2007 s. 63.

⁴³ Faulkner 2007 s. 63 ja Bianconi 2010, s. 19.

myyntiin, perustuvien arvopaperilainojen kysyntä lisääntyi. 1970-luvulla Yhdysvaltain säilytyspankit alkoivat tarjota arvopaperilainauspalveluita suurille institutionaalisille asiakkailleen, kuten vakuutusyhtiöille ja eläkesäätiöille. Samanaikaisesti Yhdysvaltain joukkovelkakirjojen repomarkkinoista kehittyi keskeinen osa Yhdysvaltain rahamarkkinoita. Niistä tuli vaihtoehto pankkien välisille luotto- ja talletusmarkkinoille. Arvopaperimarkkinoiden kasvu ilmeni myös optio- ja johdannaismarkkinoiden räjähdysmäisenä kasvuna, kuten myös sijoitustoiminnassa käytetyn velkavivun laajentaminen lisääntyi odotettavissa olevien yhä suurempien tuottojen johdosta. Kehittyneet optio- ja johdannaiskauppaan perustuvat innovatiiviset kaupankäyntistrategiat edellyttävät usein myös arvopaperilainojen käyttämistä, mikä lisää osaltaan myös arvopaperilainojen kysyntää. Black-Scholes hinnoittelumallin käyttöönotosta alkoikin 2000-vuosituhanalle ulottunut innovatiivisen arvopaperikaupan tsunami, jonka mukana kehitettiin yhä monimutkaisempia, mielikuvituksellisempia ja hienostuneempia johdannaisiin ja muihin finanssi-instrumentteihin perustuvia kaupankäyntistrategioita, joiden toteuttaminen edellytti usein myös arvopaperilainojen hyödyntämistä joko suojautumis- tai arbitraasitarkoituksessa. 1970-luvulla toteutettiin myös ensimmäiset rajat ylittävät arvopaperilainaustransaktiot tyypillisesti Yhdysvaltain ja Iso-Britannian välillä. Tuona ajanjaksona Lontoon Citystä kehittyi kansainvälisen arvopaperilainausteollisuuden keskus.⁴⁴

1980-luvulla pääomamarkkinat vapautettiin, minkä seurauksena rahoitusmarkkinat kasvoivat räjähdysmäisesti. Tämä ilmeni myös kansainvälisen johdannaiskaupan ja arvopaperilainaustoiminnan laajentumisena. 1980-luvun puoliväliin mennessä suurin osa Yhdysvaltain institutionaalisista sijoittajista hyödynsi arvopaperilainausta rutiininomaisesti lisätulojen hankkimiseksi.⁴⁵ G-10 maiden velkaantuminen kiihdytti valtioiden joukkovelkakirjojen lainaus- ja repomarkkinoita. Repomarkkinat kehittyivät nykyiseen moderniin muotoonsa ja ne saivat alkunsa myös Euroopassa Yhdysvaltalaisen investointipankkien toimesta.⁴⁶ Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen ja

⁴⁴ Faulkner 2007 s. 63–64 ja State Street, Securities Finance 2005 s. 46–47.

⁴⁵ State Street, Securities Finance 2005 s. 47.

⁴⁶ Bianconi 2010 s. 18.

säännöstelyn purkamisen keskeisenä vaikuttavana tekijänä oli uusliberalistisen ideologian voimistuminen.⁴⁷

1990-luvulla rahoitusmarkkinoiden laajentuminen jatkui edelleen ja repomarkkinat kasvoivat Euroopassa erityisen voimakkaasti.⁴⁸ Informaatioteknologian kehitys mahdollisti reaaliaikaisen hintainformaation välittämisen ja automatisoitujen kaupankäyntialustojen käyttöönoton, jotka antoivat mahdollisuuden uudenlaisten kaupankäyntistrategioiden toteuttamiseen, kuten tilastolliseen arbitraasiin. Hedge-rahastojen määrä lisääntyi nopeasti ja investointipankit kehittivät kansainvälisiä prime brokerage -operaatiota silmällä pitäen hedge-rahastojen tarpeita mukaan lukien arvopaperilainojen ja rahoituksen järjestämisen. 1990-luvulla poistettiin maailmanlaajuisesti sääntelyyn, verotukseen ja muihin rakenteisiin liittyviä esteitä arvopaperilainauksen tieltä. Mutta arvopaperilainausteollisuus koki myös pieniä vastoinkäymisiä, kuten esimerkiksi Aasian talouskriisin vuosina 1997–1998, jolloin lyhyeksi myynti kiellettiin monessa maassa, kuten esimerkiksi Thaimaassa ja Malesiassa elokuussa 1997.⁴⁹

2000-luvulla arvopaperilainausmarkkinoista on tullut enemmän segmentoituneita niin, että markkinoilla on enemmän eri osa-alueiden erikoisosaajia, kuten arvopaperilainausmarkkinoihin erikoistuneita kolmantena osapuolena toimivia asiamiehiä. Veroarbitraasiin perustuvat kaupankäyntimahdollisuudet ovat sen sijaan vähentyneet huomattavasti verolainsäädännön kansainvälisen harmonisoinnin seurauksena. Arvopaperilainausteollisuuden invaasio uusille markkinoille on jatkunut edelleen esimerkiksi Brasilian, Intian, Korean ja Taiwanin rahoitusmarkkinoille, kun verotuksellisia esteitä on poistettu ja sääntelyä purettu. Markkinoille on tullut huikea määrä uudenlaisia finanssi-instrumentteja, kuten hinnanosopimukset, tuottovirtojen vaihtosopimukset, joiden yhteydessä saatetaan käyttää myös arvopaperilainoja. Hinnanosopimuksia ja tuottovirtojen vaihtosopimuksia käytetään erityisesti synteettisessä prime brokerage -toiminnassa.⁵⁰

⁴⁷ Faulkner 2007 s. 64.

⁴⁸ Bianconi 2010 s. 18.

⁴⁹ Faulkner 2007 s. 65.

⁵⁰ Faulkner 2007 s. 65.

2000-luvulla Repomarkkinat integroitiin keskeiseksi komponentiksi osaksi eurojärjestelmää.⁵¹ Repo-sopimuksista on tullut myös keskeinen rahapolitiikan toteuttamisväline keskuspankkien toimesta. Maailman johtavat keskuspankit käyttävät aktiivisesti repo-sopimuksia muun muassa kotimaisten markkinoiden turvaamiseksi, valuuttakurssien vakauttamiseksi ja ulkomaisen pääoman houkuttelemiseksi. Kehityskulku on johtanut muun muassa siihen, että rahoitustarkoituksessa toteutettuja arvopapereiden transaktiota tehdään huomattavasti enemmän kuin varsinaisia osto tai myynti tarkoituksessa toteutettuja arvopaperitransaktioita.⁵² Euroopassa repomarkkinat ovat arvopaperilainausmarkkinoita selkeästi suuremmat. Siitä huolimatta, että repomarkkinat käynnistyivät Euroopassa verrattain myöhään, ne ovat ohittaneet suuruudeltaan Yhdysvaltain vastaavat markkinat.⁵³

Vuoden 2008 alussa voimassaolevia arvopaperilainoja oli maailmassa noin 3,5 biljoonan dollarin edestä, kun vuoden 2011 loppupuolella määrä oli kutistunut 2 biljoonaan dollariin. Syynä merkittävään laskuun on finanssikriisi, minkä johdosta arvopaperilainanantajat ovat vähentäneet arvopaperilainaus-toimintaansa erityisesti lainanottajiin liittyvän vastapuoliriskin takia.⁵⁴ Repomarkkinoiden suuruus on noin 13 biljoonaa dollaria.

3.2 Finanssikriisi ja sen seuraukset

Finanssikriisi sai alkunsa vuoden 2007 elokuun subprime-kriisistä, jossa oli kysymys pienituloisille laajamittaisesti myönnetyistä korkeariskisistä asuntokiinnelainoista, joita riskienhajautustarkoituksessa arvopaperistettiin ja myytiin edelleen markkinoille. Näin luoton alun perin myöntänyt rahoituslaitos pystyi siirtämään subprime-luottoihin liittyvän luottoriskin toisille markkinaosapuolille. Subprime-luotot kävivät kaupaksi, koska niistä sai normaalia korkeamman tuoton. Lopulta tuli kuitenkin ilmeiseksi, etteivät velalliset kykene suoriutumaan asuntolainoistaan ja kupla puhkesi, kun markkinaosapuolten välinen luottamus toisiinsa katosi ja velkasuhteita ruvettiin purkamaan. Myös arvopaperilainaus- ja reposopimuksia eräännytet-

⁵¹ Bianconi 2010 s. 18.

⁵² State Street, Securities Finance 2005 s. 51–52.

⁵³ Bianconi 2010 s. 3.

⁵⁴ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 224.

tiin laajamittaisesti. Siitä alkoi tapahtumaketju, joka johti Lehman Brothersin, AIG:n, Freddie Macin, Fannie Mae'n ja monen muun merkittävän finanssi-instituution romahdukseen. Finanssikriisi levisi nopeasti koko maailman rahoitusmarkkinoille ja se oli vakavin rahoitusmarkkinoita kohdannut kriisi sitten 1929 Wall Streetin pörssiromahduksen ja 1930-luvun laman. Arvopaperilainausmarkkinoille joutui kohtaamaan luottomarkkinoiden tyrehtymisen, vakuusrahastojen likviditeetin heikkenemisen, suurien kansainvälisten investointipankkien konkurssiaallon, väliaikaiset lyhyeksi myyntikiellot, lisääntyneen valvonnan viranomaisten ja lainsäätäjien taholta, kuten myös suvereeniin riskiin liittyvät huolenaiheet. Tapahtumat aiheuttivat luonnollisesti epävarmuutta arvopaperilainausmarkkinoilla ja markkinaosaopuolek käyttivät paljon aikaa toimintaan liittyvien riskien kartoittamiseen ja niiden hallitsemiseen. Lainantajat vähensivät arvopapereiden lainantantoa, hyväksyivät vakuuksiksi ainoastaan korkealaatuisimpia vakuuksia, kuten Yhdysvaltain joukkovelkakirjoja, ja vaativat suurempia vakuusmarginaaleja. Erityisen paljon huomiota kiinnitettiin vastapuoliriskien ja vakuuksien uudelleen sijoittamisohjelmissä sovelletuihin kaupankäyntistrategioihin. Alalle on vaadittu myös lisää läpinäkyvyyttä. Arvopaperilainausohjelmien läpinäkyvyyden lisääminen mahdollistaisi sen, että lainantajat pystyisivät paremmin arvioimaan niiden arvopaperilainausohjelmiinsä liittyviä riskejä koskien erityisesti vastapuoliriskiä ja vakuuksien uudelleensijoittamisohjelmia. Osa lainantajista on rajoittanut toimintansa ainoastaan arvopapereiden lainantantoon siten, etteivät ne sijoita vakuuksia uudelleen markkinoille vaan tyytyvät ainoastaan arvopaperilainoista saatuun tuottoon.⁵⁵

Keskeinen tapahtuma finanssikriisissä oli laajamittaista prime brokerage -toimintaa harjoittaneen Lehman Brothersin romahdus. Lehman Brothers oli merkittävä lainantaja arvopaperilainausmarkkinoilla ja sen romahduksen syynä oli se, että arvopapereiden lainantajat sulkiivat Lehman Brothersin lainat siinä vaiheessa, kun niiden luottamus Lehman Brothersin maksukykyyn heikkeni. Lehman Brothersin romahtamisen yhteydessä arvopapereiden lainantajat eivät kuitenkaan kokeneet merkittäviä tappioita ja arvopa-

⁵⁵ Bianconi 2010 esipuhe ja s. 4.

perilainaussopimukset osoittautuivat oikeudellisesti kestäväksi järjestelyiksi, joiden realisointia ja sulkeutuvaa nettoutusta koskevat lausekkeet ovat täytäntöön pantavissa maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisesta huolimatta. Osa Lehman Brothersilta arvopapereita lainanneista Hedge-rahastoista koki kuitenkin tappioita, kun Lehman Brothers ei kyennyt palauttamaan niille käteisvakuuksia.⁵⁶

Kriisin seurauksena arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten vakuusmarginaalit eivät nousseet merkittävästi. Ainoastaan OTC-markkinoilla käytettyjen strukturoitujen rahoitusinstrumenttien, kuten omaisuusvakuudellisten arvopaperien (ABS) vakuusmarginaalit nousivat merkittävästi. Vuonna 2007 AAA-luokiteltujen strukturoitujen sijoitustuotteiden vakuusmarginaalit olivat heinäkuussa 2007 noin 10 prosenttia, kun ne olivat nousseet heinäkuussa 2009 jo noin 100 prosentin suuruiseksi. Arvopaperilainojen vakuusmarginaalien korotuksilla on vähentävä vaikutus toteutuneiden arvopaperilainojen volyymeihin. Vakuusmarginaalien korotuksilla saattaa siten olla myötäsyklinen kriisiä syventävä vaikutus.⁵⁷

Arvopaperilainaus toiminnan kannalta keskeinen tieto on se, että arvopaperilainaussopimukset osoittautuivat juridisesti kestävällä pohjalla oleviksi järjestelyiksi ja että rahoitusmarkkinoilla koettiin globaali siirtyminen vakuudettomasta luotonannosta vakuudelliseen luotonantoon, kun vakuudettomat rahamarkkinat romahtivat ja sijoittajat rupesivat etsimään vaihtoehtoisia lyhytaikaisia sijoituskohteita varallisuudelleen. Käteisvetoiset arvopaperilainaus- ja repomarkkinat olivat yksi vastaus markkinaosapuolten tarpeeseen löytää varallisuudelleen vakuudellisia sijoituskohteita.⁵⁸

Finanssi- ja velkakriisin seurauksena sekä Euroopan unionin että kansainvälisellä tasolla on ruvettu etsimään ratkaisuja rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyviin epäkohtiin.⁵⁹ Huomiota on kiinnitetty muun muassa luotto- ja rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimukseen ja sääntelyn ulkopuolella olevaan varjopankkijärjestelmään, säilytys- ja selvitystoimintaa sekä markki-

⁵⁶ Bianconi 2010 esipuhe.

⁵⁷ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 226.

⁵⁸ Bianco 2010 s. 20.

⁵⁹ Vihreä kirja varjopankkitoiminta 1. luku.

napaikkoja koskevaan sääntelyyn ja rahoitusmarkkinoiden valvontaan. Esimerkiksi pankkien vakavaraisuusvaatimuksia kiristettiin Basel III-sopimuksessa, minkä pitäisi tulla voimaan vuosien 2013 ja 2019 välisenä aikana asteittain. Basel III:ssa lisättiin muun muassa pääoman laatuvaatimuksia kohtaamaan paremmin vastapuolen luottoriskiä. Tästä saattaa olla seurauksena se, että pankit joutuvat jatkossa pitämään enemmän pääomaa hallussaan arvopaperilainauksen yhteydessä varautuakseen paremmin vastapuolten sopimusrikkomuksiin. Tämä saattaa lisätä arvopaperilainaustoiminnan kustannuksia.⁶⁰ Luonnollisesti myös arvopaperilainaustoiminta ja repo-kauppa joutuivat tarkemman tarkastelun kohteeksi ja lyhyeksi myyntiä rajoitettiin maailmanlaajuisesti.⁶¹ Suoraan arvopaperilainaukseen koskevaa sääntelyä ei kuitenkaan ole tullut merkittävästi lyhyeksi myyntiä koskevia rajoituksia lukuun ottamatta. Sen sijaan luotto- ja rahoituslaitosten sääntelyä on lisätty, millä saattaa olla välillistä vaikutusta arvopaperilainausmarkkinoihin.

3.3 Arvopaperimarkkinoiden ja arvopaperilainauksen kehitys Suomessa

Helsingin arvopaperipörssi avattiin vuonna 1912 reilut 300 vuotta myöhemmin kuin Amsterdamin pörssi. Arvopaperimarkkinat pysyivät kehittymättöminä ja eristäytyneinä 1980-luvun puolivälin rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen saakka, jolloin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn laajamittainen purkaminen ja rahoitusmarkkinoiden laajentumisen kannalta välttämättömät veromuutokset yhdessä varallisuuden kasvun kanssa saivat aikaiseksi arvopaperikaupan voimakkaan kasvun.⁶² 1980-luvun pörssikurssien nousu osoittautui kuitenkin kuplaksi, mistä aiheutui Suomen taloushistorian vakavin kriisi. 1980-luvun kasinotalouden seurauksena Suomi joutui hallitsemattomaan velkakierteeseen, pörssikauppa lamaantui täysin ja lisäksi maahan syntyi laajamittainen rakenteellinen työttömyys. Tekemällä rahoitusmarkkinoiden edellyttämiä rakenteellisia muutoksia Suomi kuitenkin onnistui säilyttämään rahoitusmarkkinoiden luottamuksen siinä määrin, ettei rahoitus-

⁶⁰ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 230, ks. myös Vauhkonen, Euro & Talous 3/2010.

⁶¹ Bianconi 2010 s. 21.

⁶² HE 32/2012 s. 24–25.

hanoja suljettu kokonaan ja näin Suomi vältti täydellisen konkurssitilan, kaaoksen ja IMF:n rakennesopeutusohjelmat, kuten kävi esimerkiksi Kreikalle 20 vuotta myöhemmin.

Arvopaperilainaustoiminta aloitettiin Suomessa 1990-luvun loppupuolella. Arvopaperilainat eivät kuitenkaan perustuneet perinteisiin OTC-markkinoihin vaan Helsingin pörssin järjestämään LEX-osakelainaukseen. Syynä tähän oli Suomen varainsiirtoverolaki, mikä suosi Helsingin pörssin kautta toteutettuja arvopaperilainoja. LEX-osakelainaus oli lainanottajalle kallis vaihtoehto, mutta turvallinen vastapuolen ollessa ainoastaan Helsingin pörssi. Korkeat vakuusvaatimukset ja lainauspalkkiot aiheuttivat kuitenkin sen, että LEX-osakelainaus ei ollut tarpeeksi sijoittajaystävällinen vaihtoehto ulkomaisille sijoittajille. LEX-osakelainaus olikin suunniteltu ainoastaan vastaamaan selvitysosapuolten tarpeeseen välttää arvopapereiden toimitushäiriöitä. Alun perin arvopaperilainojen pituus oli rajattu 10 päiväksi, mutta se muutettiin myöhemmin yhden vuoden pituiseksi.⁶³

Viimeaikaisena suuntauksena Suomessa on ollut siirtyminen OTC-markkinoille Eurooppalaisen mallin mukaisesti. Markkinat ovat kuitenkin edelleen hyvin suppeat, joissa on ainoastaan muutama aktiivinen toimija. Aktiivisimmat toimijat ovat lähinnä ruotsalaisia pankkeja, jotka toimivat sekä lainanottajina ja lainanantajina. Suomalaisesta arvopaperilainauksesta puhuttaessa voidaan erottaa Suomessa tapahtuva arvopaperilainaus sekä suomalaisten arvopapereiden lainaaminen toisistaan. Suomalaisia arvopapereita lainataan esimerkiksi prime brokerage -toimintaa harjoittaville investointipankeille, jotka lainaavat kyseiset arvopaperit eteenpäin veroparatiiseissa sijaitseville Hedge-rahastoille. Suomalaisen arvopaperilainaustoiminnan laajuutta kansainvälisillä markkinoilla on vaikea hahmottaa, kun mitään kattavaa informaatiota aiheesta ei ole yleisesti saatavilla.⁶⁴

⁶³ Siljanen 2012 s. 68. ks. myös HE 218/1997 s. 2–3 jossa kerrotaan LEX osakelainauksesta tarkemmin

⁶⁴ Siljanen 2012 s. 68–69.

4 ARVOPAPERILAINAUKSEEN LIITTYVÄÄ SÄÄNTELYÄ

Arvopaperilainaustoimintaa harjoittavat keskeiset luotto- ja rahoituslaitokset ja arvopaperivälittäjät, minkä vuoksi toimintaan välillisesti vaikuttavaa rahoitusmarkkinoiden sääntelyä on runsaasti, kuten esimerkiksi rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimukset ja finanssivalvonnan (FIVA) määrärayskoelmat. Välittömästi arvopaperilainaustransaktioita koskevaa sääntelyä ei sen sijaan ole niin runsaasti. Keskeisin suoraan arvopaperilainaustransaktioita koskeva säännös on vuonna 2004 voimaan tullut rahoitusvakuuslaki (20.1.2004/11), joka sääntelee muun muassa arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten omistusvakuusjärjestelyitä ja sulkeutuvaa nettoutusta. Lisäksi arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen soveltuva sääntelyä löytyy velkakirjalaista (31.7.1947/622), oikeustoimilaista (13.6.1929/228) ja kauppalaista (27.3.1987/355). Arvopaperilainaustoimintaan soveltuva sääntelyä löytyy myös kauppakaaresta (31.12.1734/3). Verolainsäädännöstä merkityksellisiä säännöksiä ovat lain elinkeinotulon verotuksesta (24.6.1968/360) 6 §:n 6–7 momentti ja varainsiirtoverolain (29.11.1996/931) 15a §. Koska arvopaperilainaustransaktioista tehdään merkinnät arvo-osuustileille, arvo-osuustililaki on otettava huomioon.⁶⁵ Arvopaperilainaustoimintaan osallistuvien finanssi-instituutioiden toimintaa säännellään erityislaeilla, kuten laissa luottolaitostoiminnasta (9.2.2007/121), laissa liikepankeista (28.12.2001/1501) ja muista osakeyhtiömuotoisista luottolaitoksista (14.12.2012/747).

Arvopaperimarkkinoiden sääntely voidaan kategorisoida neljään eri lohkoon: 1) lain tasoihin normeihin, 2) viranomaisten ohjeistukseen, 3) itsesääntelyyn ja 4) yksittäisiin käytäntöihin. Lakien ja viranomaisten ohjeistuksen lisäksi arvopaperilainaustoiminnassa onkin otettava huomioon myös markkinoiden itsesääntely, joka on perinteisesti ollut keskeisessä asemassa arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely poikkeaa monien muiden talouselämän alueiden kanssa siinä, että myös lainsäätäjä tunnustaa niiden aseman varteenotettavana norminantajana. Itsesääntelyn

⁶⁵ Vrt. Karjalainen 2008 s. 16–17.

ongelmana on kuitenkin normien rikkomisesta johtuvien sanktioiden vähäisyys. Itsesääntelyn etuna lainsäädäntöön verrattuna on se, että se pystyy reagoimaan huomattavasti nopeammin rahoitusmarkkinoilla tapahtuviin muutoksiin. Myös rahoitusmarkkinoiden vakiintuneet käytännöt on otettava huomioon.⁶⁶ Arvopaperilainastoiminta perustuukin pitkälti osapuolten väliseen luottamukseen.

Aiheeseen liittyviä EU-säädöksiä ovat muun muassa lyhyeksi myyntiasetus (EU 236/2012) ja direktiivi rahoitusvakuusjärjestelyistä (2002/47/EY, vakuusdirektiivi).

4.1 Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus

Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus hyväksyttiin hallituksen esityksestä (HE 32/2012) eduskunnassa 20.11.2012, ja se saatettiin voimaan 1.1.2013.

Uusi arvopaperimarkkinalainsäädäntö ryhmitellään uudella tavalla. Vanha arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495) jaettiin useammaksi laiksi, jotka ovat 1) arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746), 2) laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (14.12.2012/748), 3) laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (14.12.2012/749) ja 4) sijoituspalvelulaki (747/2012). Laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä (26.8.1988/772) kumottiin ja johdannaispörssitoimintaa koskeva sääntely yhdistettiin arvopaperipörssin ylläpitämää arvopaperien julkista kaupankäyntiä koskevan sääntelyn kanssa uuteen lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (14.12.2012/748). Johdannaiskauppojen selvitystoimintaa koskeva sääntely yhdistettiin arvopaperikauppojen selvitystoimintaa koskevan sääntelyn kanssa uuteen arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annettavaan lakiin. Uuteen sijoituspalvelulakiin yhdistettiin aiemmin erillisiin lakeihin sisältyneet säännökset sijoituspalveluyrityksistä ja ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa.⁶⁷

Finanssikriisin seurauksena rahoitussektori käy läpi suurta murrosvaihetta, minkä aikana rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa on lisätty. Kan-

⁶⁶ Vrt. Hoppu 2009 s. 16–20.

⁶⁷ HE 32/2012 s. 63.

sallisella, Euroopan, kuten myös maailmanlaajuisella tasolla lainsäätäjät, viranomaiset ja rahoitusalan ammattilaiset pyrkivät löytämään kestäviä ratkaisuja sille, miten rahoitusmarkkinoiden vakaus voidaan turvata jatkossa. Euroopan unionissa on ehdotettu käyttöön otettavaksi esimerkiksi rahoitusmarkkinaveroa, jonka käyttöönotosta esimerkiksi Suomi on kieltäytynyt. Vuoden 2012–2013 vaihteessa toiminnan aloitti Euroopan pankkiviranomainen, joka toimii EKP:n alaisuudessa. Eurokriisiä on rahoitettu väliaikaisten vakausmekanismien, Euroopan rahoitusvakausvälineen (ERVV) ja Euroopan rahoitusvakausmekanismin (ERVM) kautta, jotka on tarkoitus korvata pysyvällä vakausrahostolla, Euroopan vakausmekanismilla (EVM). Suoraan arvopaperilainasteollisuutta koskeva rajoitus on ennen kaikkea lyhyeksi myynti –asetus.

Rahoitusmarkkinoiden sekasortoisen tilanteen johdosta Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus tapahtui verrattain sopivaan aikaan. Hallituksen esityksessä viitattiin IOSCO:n julkaisuun arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteista ja periaatteista, jonka mukaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeisinä tavoitteina voidaan pitää sijoittajien suojelemista, markkinoiden tehokkuutta, läpinäkyvyyttä ja toiminnan tasapuolisuutta sekä markkinoiden rakenteellisten riskien hallintaa.⁶⁸ Hallituksen esityksen mukaan kokonaisuudistuksen lähtökohtana oli kansallisen edun turvaaminen ja siihen liittyvinä tavoitteina ovat kilpailukyvyyn säilyttäminen, arvopaperimarkkinoilta saatavan rahoituksen turvaaminen ja sellaisen vakaan rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin luominen, joka tehostaa rajat ylittävää rahoitustoimintaa.⁶⁹ Muiksi tavoitteiksi esityksessä on mainittu muun muassa arvopaperimarkkinalainsäädännön selkeyden ja ymmärrettävyyden parantaminen, arvopaperien säilytys- ja selvitystoiminnan tehostaminen ja kilpailun lisääminen, listayhtiöiden hallinnollisen taakan keventäminen, vahingonkorvausta koskevien säännösten selkeyttäminen, arvopaperimarkkinoiden valvonnan ja hallinnollisen seuraamusjärjestelmän tehostaminen sekä sijoittajan suojan aukkojen poistaminen.

⁶⁸ HE 32/2012, s. 33.

⁶⁹ HE 32/2012 s. 9.

4.2 Rahoitusvakuuslaki

1.2.2004 voimaantulleella rahoitusvakuuslailla (11/2004, RahVakL) saatettiin voimaan Euroopan parlamentin ja neuvoston kesäkuussa 2002 antama direktiivi rahoitusvakuusjärjestelyistä (2002/47/EY, vakuusdirektiivi). Rahoitusvakuuslaki mahdollistaa uudenlaisten kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla omaksuttujen vakuusmuotojen käytön Suomessa siten, että ne ovat sivullisia sitovia ja tehokkaasti täytäntöön pantavissa olevia järjestelyitä. Lain keskeisenä soveltamisalana ovat arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset, jotka mahdollistavat vakuuden hyödyntämisen sopimuksen voimassaoloaikana. Hallituksen esityksessä arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset luokitellaan omistusoikeuden siirtäviksi vakuusjärjestelyiksi. Rahoitusvakuuslailla varmistetaan myös se, että arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen sisältyvät ehdot sulkeutuvasta nettoutuksesta voidaan panna tehokkaasti täytäntöön sopimuskomppanin maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisesta riippumatta. Lisäksi laki sisältää eräitä takaisinsaantia koskevia rajoituksia.⁷⁰ Rahoitusvakuuslaki on erityislaki, jolla täydennetään vakuuksia ja maksukyvyttömyysmenettelyjä koskevaa säädäntöä. Jos rahoitusvakuusjärjestely kuuluu rahoitusvakuuslain soveltamisalan piiriin, määräysvalta säilyy pääasiassa sopimuskomppaneilla, missä määrin rahoitusvakuuslakia sovelletaan. Rahoitusvakuuslaki tarjoaa toisin sanoen ainoastaan mahdollisuuden tehdä sivullisia sitovia uudenlaisia rahoitusvakuusjärjestelyjä, ilman että se velvoittaisi arvopaperilainaus toimintaa harjoittavia osapuo- lia mihinkään.⁷¹

Rahoitusvakuuslailla perustettiin Suomen oikeusjärjestykseen kaksi kokonaan uutta oikeudellista instituutiota: ne ovat omistusoikeuden siirtoon perustuva vakuusluovutus ja pantinsaajan määräysoikeus (right of use) arvopaperiin tai tilirahaan jo luottoaikana. Vakuusluovutuksessa on kysymys uuden tyyppisestä omistusvakuudesta, johon ei sovelleta panttausta koskevia sääntöjä. Pantinsaajan määräysoikeus puolestaan antaa pantinsaajalle

⁷⁰ HE 133/2003 s. 1 ja 6

⁷¹ HE 133/2003 s. 27.

oikeuden määrätä pantista kuin omasta omaisuudestaan jo panttauksen odotusvaiheessa.⁷²

Rahoitusvakuuslaki koskee rahoitusmarkkinoilla tai yritysrahoituksessa käytettyjä vakuusoikeuksia, kun velan vakuutena käytetään arvopapereita, lainasaamisia tai tilirahaa (RahVakL 1 §). Rahoitusvakuuslakia sovelletaan silloin, kun vakuuden antajana tai -saajana on rahoitusvakuuslain 2.1–2 ja 3.2 §:n mukainen rahoituslaitos, sijoituspalveluyhteisö tai julkisyhteisö, kuten esimerkiksi Suomen pankki, Kansainvälinen Valuuttarahasto, luottolaitoksista annetun lain mukainen luottolaitos tai muu rahoituslaitos, selvitysyhteisö, tai joku muu rahoitusmarkkinoilla toimiva laitos. Jos vakuudenantajana on luonnollinen henkilö, rahoitusvakuuslakia ei sovelleta, vaikka sen antaminen liittyisi elinkeinotoimintaan (RahVakL 2.3 §). Sen sijaan, jos vakuudensaajana on luonnollinen henkilö, rahoitusvakuuslain soveltamiselle ei näyttäisi olevan esteitä.

Rahoitusvakuuslain 4 §:ssä säädetään omistusoikeuden siirtoon perustuvasta vakuudesta. Pykälän mukaan osapuolet voivat sopia omistusoikeuden siirtämisestä vakuuden saajalle sellaisten takaisinostosopimusten tai muiden vastaavien järjestelyiden yhteydessä, joissa kaupankohteena on arvopapereita, tilirahaa tai lainasaamisia. Vakuudensaajan on palautettava tällainen vakuus viimeistään sopimuksen mukaisena eräpäivänä, ellei sopimuksessa ole erikseen sovittu vakuuden arvon kuittaamisesta velkaa vastaan sopimuksen eräpäivän yhteydessä. Vakuuden luovutus on sivullisia sitova, jos traditio on tapahtunut tai luovutus on muuten tapahtunut kyseistä varallisuuslajia koskevien säännösten ja yleisten oppien ja periaatteiden mukaisesti (RahVakL 4.2 §). RahVakL:n 4 § soveltuu arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen.

Rahoitusvakuuslain 5 §:ssä säädetään siitä, että sopimuksessa voidaan perustaa pantinsaajalle oikeus määrätä pantista omistajan tavoin, jolloin pantinsaajalla on pantin myyntioikeus ja edelleenpanttausoikeus. Esineoikeudellisesti pykälä on mielenkiintoinen, koska pantinsaajalla ei kuitenkaan ole omistusoikeutta. Omistusoikeus pantattuun omaisuuteen säilyy tällöin va-

⁷² Tepora, BLF 2005 s. 13–14.

kuudenantajalla, jonka oikeutta rajoittaa vakuudensaajan rajoitettu esineoikeus. Pantinsaajan määräysoikeudessa on kuitenkin kysymys eri asiasta kuin arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten mukaisista omistusvakuusjärjestelyistä.

Rahoitusvakuuslain 7 §:n 1 momentissa säädetään osapuolten mahdollisuudesta sopia osapuolten välisten velvoitteiden nettoutuksesta sopimuksen erääntymispäivänä. Ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista syntyneet velvoitteet saadaan nettouttaa sivullisia sitovasti maksukyvyttömyysmenettelystä huolimatta rahoitusvakuuslain 7 §:n 3 momentissa säädettyin poikkeuksin, jotka koskevat nettoutuksen peräyttämismahdollisuutta takaisinsaannilla. Vakuus on arvostettava käypään arvoonsa myös nettoutusmenettelyssä. Sopimuksen mukaisista varallisuuden arvostamisperusteista voidaan poiketa ainoastaan silloin, jos sopimuksen mukaisen menettelyn osoitetaan olevan vastapuolen etujen vastainen (RahVakL 8).

Rahoitusvakuuslain voimaantulon myötä arvopaperivakuudellisesta rahoitustoiminnasta tulee sivullisia sitova rahoitusmarkkinoiden osa-alue. Arvopaperilainaus- ja repotransaktioissa käytettävien arvopapereiden ja vakuuksien omistusoikeuksien siirrot ovat sivullisia sitovia järjestelyitä, eikä niitä ole enää mahdollista tulkita sivullisia sitomattomiksi vakuusluovutuksiksi. Rahoitusvakuuslain mukaisten vakuusjärjestelyiden sivullissitovuus tarkoittaa käytännössä sitä, että arvopaperilainaus- ja repotransaktioissa vakuuksien haltijoilla on oikeus realisoida ja nettouttaa vakuudet erääntyneitä velkaa vastaan siitä riippumatta, onko vastapuoli asetettu konkurssiin tai yritys-saneeraukseen.

Rahoitusvakuuslain mukaisia nettoutussäännöksiä ei pidä sekoittaa lain eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan ja selvitysjärjestelmien ehdoista (26.11.1999/1084) eli nettoutuslaissa säädettyyn nettoutukseen. Rahoitusvakuuslain mukaisen nettoutuksen soveltamisala poikkeaa nettoutuslain mukaisen nettoutuksen soveltamisalasta. Nettoutuslakia sovelletaan sen 1 §:n mukaisesti ainoastaan arvopaperi-, johdannais- tai valuuttakauppojen selvityksestä johtuvien velvoitteiden nettouttamiseen, kun taas rahoitusvakuuslaki soveltuu kaikkiin vakuudellisiin velkoihin, joissa toisena osapuolena on luotto- tai rahoituslaitos tai muu vastaava laitos. Osin nettoutuslain ja rahoi-

tusvakuuslain soveltamisalat ovat kuitenkin yhteneväiset. Hallituksen esityksen mukaan on selvää, että rahoitusvakuuslakia voidaan soveltaa täydentävänä lakina selvitysyhteisöjen ja keskuspankkien saamiin arvopaperivakuuksiin nettoutuslain lisäksi. Keskuspankit ja selvitysyhteisöt voivat sopia muun muassa omistusoikeuden siirtoon perustuvista vakuuksista ja rahoitusvakuuslain tunnustamista realisoimiskeinoista. Rahoitusvakuuslaissa ja nettoutuslaissa säännellään osittain samoista oikeudellisista kysymyksistä. Tällaisia säännöksiä ovat esimerkiksi nettoutuksen takaisinsaantia koskevat säännökset, joiden nojalla nettoutus voidaan toteuttaa maksukyvyttömyysmenettelyn aikanakin. Nettoutuslaki antaa selvitysjärjestelmälle, keskuspankille ja arvopaperikaupan osapuolelle vieläkin paremman suojan kuin rahoitusvakuuslaki, joten nettoutuslakia voidaan pitää rahoitusvakuuslakiin nähden erityislakina, joka syrjäyttää niiden kanssa ristiriidassa olevat rahoitusvakuuslain säännökset.⁷³ Näyttäisikin siltä, että nettoutuslakia olisi mahdollista soveltaa myös arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksiin.

4.3 Velkakirjalaki, kauppalaki, kauppakaari, oikeustoimilaki ja kuttajansuojalaki

Velvoiteoikeudellisista säännöksistä arvopaperilainaukseen liittyvää sääntelyä löytyy velkakirjalaista ja etenkin sen juoksevia velkakirjoja koskevan 2 luvun säännöksistä, joita vakiintuneen käytännön mukaisesti sovelletaan myös arvopapereihin. Velkakirjalaista löytyy säännökset arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta keskeisistä väite-, maksu-, saanto- ja vaihdantasuojasta.⁷⁴ HE 209/1997 perustelujen mukaan velkakirjalakia voidaan soveltaa myös tavaraluottoihin.⁷⁵ Velkakirjalain 2 luvun säännöksiä voidaan siten soveltaa arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten yhteydessä.

Sopimusoikeudellisista säännöksistä keskeisimmät ovat oikeustoimilaki ja kauppalaki. Kauppalain 1 §:n mukaisesti kauppalakia sovelletaan irtaimen omaisuuden kauppaan ja soveltuvin osin myös irtaimen omaisuuden vaihdantaan. Kauppalaki soveltuu siten myös arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksiin. Arvopaperimarkkinoilla annetaan vakiintuneille käytännöille

⁷³ HE 133/2003 s. 23, ks. myös HE 32/2012 s. 6 ja 22–23.

⁷⁴ Vrt. Karjalainen 2008 s. 17.

⁷⁵ HE 209/1997 s. 32.

huomattava merkitys, minkä vuoksi oikeustoimilain 1 luvun säännöksillä tarjouksesta ja vastauksesta ei ole juurikaan merkitystä arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten yhteydessä. Sen sijaan oikeustoimilain säännöksiä valtuutuksesta, oikeustoimen pätemättömyydestä ja sovittelusta voidaan soveltaa myös arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksiin. Arvopaperivälittäjän ja sijoittajan välisessä toimeksiantosuhteessa on mahdollista soveltaa Kauppakaaren 18 luvun säännöksiä. Kuluttajansuojalakia (20.1.1978/38) voidaan soveltaa silloin, kun on kysymys kuluttajan ja elinkeinonharjoittajan välisestä suhteesta.

Kuluttajansuojalaissa arvopaperit määritellään kulutushyödykkeiksi.⁷⁶ Lyhyeksi myynti –palveluita tarjotaan myös yksityisille sijoittajille, joiden arvopaperikauppa ei täytä ammattimaisen elinkeinonharjoittamisen tunnusmerkkejä. Näihin sijoituspalvelusopimuksiin soveltuvat myös kuluttajansuojalain säännökset. Erityisesti kuluttajansuojalain 6 a:n säännökset rahoituspalvelujen ja rahoitusvälineiden etämyynnistä ovat huomion arvoisia säännöksiä, jos lyhyeksi myyntiä koskeva palvelusopimus on solmittu elektronisesti. Arvioitaessa arvopaperivakuudellista rahoitustoimintaa kokonaisuutena kuluttajansuojalain merkitys on kuitenkin vähäinen.

4.4 Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä

Voimassa olevan lain mukaan säilytysyhteisöillä ei ole oikeutta lainata asiakkaidensa arvopapereita ilman niiden suostumusta. Asiasta säädetään sijoituspalvelulain 9 luvun 4 §:ssä, joka koskee asiakasvarojen panttaamista ja luovuttamista. Pykälän mukaan sijoituspalveluyrityksellä ei ole oikeutta luovuttaa ilman etukäteen annettua asiakkaan erillistä ja nimenomaista suostumusta asiakkaalle kuuluvia varoja omaan eikä myöskään toisen asiakkaan lukuun. Jos asiakas luokitellaan ei-ammattilaiseksi, suostumuksen on oltava kirjallinen. Jos asiakkaan rahoitusinstrumentteja säilytetään arvopaperitileistä annetun lain (14.12.2012/750) 2 §:n 1 momentin 3 kohdan mukaisella arvopaperitilillä tai arvo-osuustileistä annetun lain (17.5.1991/827) 5 a §:n mukaisella omaisuudenhoitotilillä, asiakkaan varoja ei saa luovuttaa nimenomaisesta hyväksymisestä huolimatta, ellei jokainen kyseisellä arvopaperiti-

⁷⁶ Vrt. Karjalainen 2008 s. 17–18.

lillä tai omaisuudenhoitotilillä varojaan säilyttävä osakas anna siihen suostumusta. Jos kuitenkin sijoituspalveluyrityksellä on hallussaan tarpeeksi kehittynyt rahoitusinfrastruktuuri, jonka avulla voidaan varmistaa se, että arvopaperitililtä tai omaisuudenhoitotililtä luovutetaan ainoastaan sellaisen asiakkaan varoja, joka on antanut luovuttamiseen suostumuksensa, niin tässä tapauksessa arvopaperi- tai omaisuudenhoitotililtä saadaan luovuttaa suostumuksen antaneen asiakkaan rahoitusinstrumentteja eteenpäin ilman muiden asiakkaiden hyväksyntää. Arvopapereiden selvityksen yhteydessä sijoituspalveluyrityksellä on kuitenkin oikeus luovuttaa asiakkaan arvopapereita pantiksi selvitysyhteisölle arvopapereita koskevista kaupoista johtuvien velvoitteiden täyttämisen vakuudeksi.

Laissa arvo-osuustileistä säädetään arvo-osuusjärjestelmään kuuluvien arvo-osuustilien ja niihin tehtyjen merkintöjen oikeusvaikutuksista sekä arvo-osuustilien ylläpitäjien korvausvastuusta.⁷⁷ Arvo-osuustililain 6 ja 7 §:ssä säädetään arvo-osuustilille kirjattavasta panttauksesta. 6 §:n mukaan arvo-osuustilille kirjattava panttaus voidaan kohdistaa ainoastaan koko arvo-osuustiliin. Jos tilinhaltija ei tahdo pantata koko arvopaperivarallisuuttaan, niin osittaista panttausta varten on perustettava erillinen tili. Panttauksen kirjaamisen yhteydessä on mainittava panttauksen peruste. Arvo-osuustilille voidaan kirjata ainoastaan yksi panttaus. Arvo-osuustilille kirjattuun panttaukseseen ei voida myöskään kirjata uutta panttausta. Tämä rajoitus on rahoitusvakuuslain mukaisen pantinsaajan määräysvallan kannalta mielenkiintoinen. Arvo-osuustililain 7 §:ssä säädetään rahoitusvakuuslain mukaisesta pantinsaajan määräysoikeudesta. Pantinsaajan määräysoikeus panttiin kirjataan pantinantajan arvo-osuustilille, eikä pantinsaajan määräysoikeutta voida poistaa ilman pantinsaajan hyväksyntää. Pykälän mukaan omistusoikeus kirjataan luovutuksen saajan arvo-osuustilille, jos pantinsaaja on myynyt arvopaperit eteenpäin. Jos pantinsaaja edelleen panttaa vakuuden, silloin arvopaperit siirretään pantinsaajan arvo-osuustilille, johon uusi panttaus kirjataan.

⁷⁷ HE 32/2012 s. 19.

Tilinhoitajayhteisöillä on tuottamuksesta riippumaton vastuu vahingoista, joka aiheutuu virheellisistä tai puutteellisista kirjauksista arvopaperilainaus-transaktioiden yhteydessä. Vahinkoa ei kuitenkaan tarvitse korvata, jos vahinko johtuu sellaisesta ”epätavallisesta ja ennalta-arvaamattomasta seikasta, jota tilinhoitajayhteisö ei ole voinut estää ja jonka seurauksia se ei kaikkea huolellisuutta noudattaen ole voinut välttää” (AOTL 30 §).

4.5 Maksukyvyttömyysmenettelyjä koskeva lainsäädäntö

Arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimusten mukaisiin omistusvakuusjärjestelyihin ei sovelleta panttioikeudellisia säädöksiä. Tällaisia ei-sovellettavia säädöksiä maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisen vaikutuksesta panttioikeuteen löytyy muun muassa konkurssilaista (20.2.2004/120), ulosottokaaresta (15.6.2007/705), ja laista takaisinsaannista konkurssipesään (26.4.1991/758). Esimerkiksi ulosottokaaren 4:9 ja konkurssilain 5:6:ää sivulliselle kuuluvasta omaisuudesta ei voida soveltaa omistusvakuusjärjestelyiden yhteydessä.

Pantinhaltijan asema on ollut Suomessa perinteisesti vahva. Konkurssilain mukaan irtaimen esineen pantinhaltijalla on oikeus ottaa saatavansa pantista konkurssista riippumatta. Konkurssilaissa olevat rajoitukset pantinhaltijan oikeudesta realisoida pantti ei koske julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita. Muita pantinhaltijan realisoimisoikeutta rajoittavia säännöksiä on muun muassa laissa yrityksen saneerauksesta (47/1993), takaisinsaantilaissa ja talletuspankkien ja vakuutusyhtiöiden maksukyvyttömyysmenettelyjä koskevassa erityislainsäädännössä.⁷⁸ RahVakL mahdollistaa panttioikeuden toteuttamisen, kuten myös nettoutuksen sopimuskumppanin maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisesta huolimatta sillä edellytyksellä, että vakuuden saaja oli vilpittömässä mielessä vakuuden antamishetkellä (RahVakL 12 §).

4.6 Laki luottolaitostoiminnasta ja sijoituspalvelulaki

Suomen talouselämän johtavana periaatteena on elinkeinovapaus. Jokaisella luonnollisella henkilöllä on lähtökohtaisesti oikeus harjoittaa mitä tahansa

⁷⁸ HE 133/2003 s. 6

hyvän tavan mukaista elinkeinoa ilman erillistä viranomaiselta saatavaa lupaa. Todellisuudessa elinkeinotoimintaa on rajoitettu tuntuvasti erityislakien ja asetusten avulla, joita elinkeinonharjoittajien on noudatettava. Lisäksi eräät elinkeinot ovat luvanvaraisia.⁷⁹ Myös arvopaperilainaustoiminnan ammattimainen harjoittaminen ja kyseessä olevien palveluiden tuottaminen Suomessa on luvanvaraista toimintaa, josta säädetään sijoituspalvelulaissa (sijoituspalvelulaki 1 ja 2:1 §).

Arvopaperilainausteollisuuden näkökulmasta merkittävässä asemassa ovat myös luottolaitoslain 5 luvussa olevat säännökset riskienhallinnasta (49–52 ja 74 §), vakavaraisuusvaatimukset (54–65 ja 75–76 §) ja vastapuoliriskistä (67–69 ja §). Vakavaraisuusvaatimusten kiristäminen vaikuttaa arvopaperilainaustoimintaan vähentävästi. Vastaava vaikutus on myös, jos vastapuoliriskiä koskevia vaatimuksia nostettaisiin liian korkeaksi.

Sijoituspalvelulaissa on vastaavat säännökset sijoituspalveluyritysten toiminnan harjoittamisesta. Lain tavoitteena on suojata rahoitusmarkkinoita häiriötilanteilta eli systeimiriskiltä. Systeimiriski saattaa realisoitua esimerkiksi silloin, kun markkinaosapuoli ei kykene selviytymään velvoitteistaan, minkä johdosta markkinoilla syntyy ketjureaktio.⁸⁰

4.7 Sijoitusrahastolaki

Sijoitusrahastot saattavat lainata hallinnoimaansa arvopaperivarallisuutta. Sijoitusrahastotoiminnasta ja rahastoyhtiölle sallitusta liiketoiminnasta säädetään sijoitusrahastolaissa (29.1.1999/48). Rahastoyhtiön liiketoiminnan ala on rajoitettu sijoitusrahastotoimintaan, jolla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista rahoitusvälineisiin. Sijoitusrahastotoimintaa saa hallinnoida ainoastaan rahastoyhtiö. Sijoitusrahastolain 81 §:n mukaan sijoitusrahasto saa tehdä hallinnoimastaan varallisuudesta lainaus- ja takaisinostosopimuksia, jos ko. transaktioiden selvitys tapahtuu selvitysyhteisössä. Jos selvitys tapahtuu selvitysjärjestelmän ulkopuolella, silloin vastapuolen on oltava sijoituspalvelulain mukainen sijoituspalveluyritys. Lainaus- ja takaisinostosopimuksis-

⁷⁹ Hoppu 2009 s. 31–32.

⁸⁰ Hoppu 2009 s. 24.

sa käytettyjen ehtojen on oltava myös tavanomaiset. Lisäksi edellytetään, että sijoitusrahasto käyttää lainaus- ja takaisinostosopimuksissaan riittävän suuria vakuuksia, joiden arvon säilymistä se seuraa päivittäin. Selvitysyhteisön taikka muun FIVA:n tai muun vastaavan toimivaltaisen viranomaisen valvonnassa olevan yhteisön on säilytettävä vakuuksia sijoitusrahaston lukuun lainaus- ja takaisinostosopimuksen päättymiseen saakka (sijoitusrahastolaki 81.2 §). Lainaussopimusten yhteismäärä ei saa ylittää neljäsosaa sijoitusrahaston arvopaperi- ja rahamarkkinavälinsijoitusten arvosta. Tämä rajoitus ei kuitenkaan koske sellaisia irtisanottavia lainaussopimuksia, joissa arvopaperit on mahdollista saada vaadittaessa takaisin seuraavana pankkipäivänä (sijoitusrahastolaki 81.3 §).

Rahasto-osuudenomistajien rajoitettu vastuu on yksi keskeinen tekijä siihen, miksi sijoitusrahastot käyttävät velkarahoitusta, tekevät arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia sekä käyttävät johdannaisinstrumentteja sijoitustoiminnassaan.⁸¹

4.8 Verolainsäädäntö

Arvopaperilainauksen verotuksellisesta kohtelusta säädetään elinkeinotulonverottamisesta (EVL, 24.6.1968/360) annetun lain 6 §:n 6 momentissa ja varainsiirtoverolain (VarSiirtoVL, 29.11.1996/931) 15 §:ssä. EVL:n 6.6 §:ssä säädetään niistä edellytyksistä, milloin arvopaperilainaus- ja takaisinostotransaktioita ei pidetä järjestelyyn osallisten verotuksessa luovutuksena. Edellytyksenä on, että transaktion kohteena olevien arvopapereiden sopimusaikana kertyvä tuotto korvataan niiden alkuperäiselle omistajalle, ja ettei järjestelystä maksettavan vastikkeen määrä ole riippuvainen sopimuksen kohteena olevien arvopapereiden kurssikehityksestä, ja että arvopaperit palautetaan niiden alkuperäiselle omistajalle vuoden kuluessa luovutuksesta (EVL 6.6 § 2–4 k). Lisäksi edellytetään, ettei verovelvollinen ole käsitellyt tapahtumaa kirjanpidossaan luovutuksena (EVL 6.6 § 6 k).⁸²

⁸¹ Turtiainen 2004 s. 48

⁸² Ks. myös HE 59/2007 s. 14–15.

Varainsiirtoverolain 15 §:n mukaan arvopapereiden luovutuksesta pitää maksaa varainsiirtoveroa. Jos transaktiota ei pidetä EVL:n 6.6 § nojalla luovutuksena, varainsiirtoveroa ei tarvitse maksaa.

4.9 Lyhyeksi myynti -asetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä tuli voimaan 1.11.2012. Siinä luotiin jäsenmaiden yhteinen sääntelykehys lyhyeksi myyntiin ja luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyville vaatimuksille ”sisämarkkinoiden moitteettoman toiminnan varmistamiseksi ja sen toimintaedellytysten parantamiseksi erityisesti finanssimarkkinoiden osalta sekä korkeatasoisen kuluttajan- ja sijoittajansuojan varmistamiseksi” (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 2 kappale). Asetuksessa rajoitetaan osakkeiden ja valtion joukkovelkakirjojen kattamatonta lyhyeksi myyntiä, koska sen katsotaan lisäävän selvitys- ja volatilitteettiriskiä (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 18 kappale). Asetuksessa myös vaaditaan, että tiettyjen raja-arvojen ylittyessä osakkeiden lyhyistä positioista on tehtävä joko ei-julkinen ilmoitus sääntelyviranomaiselle tai sitten julkinen ilmoitus markkinoille, jos korkeampi raja-arvo lyhyen position suuruuden osalta ylittyy (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 7 kappale). Asetuksella säädettiin myös erityinen ilmoitusvelvollisuus valvontaviranomaisille valtionlainoja koskevista merkittävistä lyhyistä positioista (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 8 kappale). Määriteltäessä valtionlainojen nettomääräisen lyhyen position suuruutta, huomioon otetaan myös luottoriskin vaihtosopimukset (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 14 kappale). Asetuksella asetetaan myös keskusvastapuolia koskevia vaatimuksia, ”jotka liittyvät osakkeiden selvityksen epäonnistumisen yhteydessä noudatettaviin ostomenettelyihin (buy-in-menettelyihin) ja toimituksen epäonnistumisesta määrättäviin sakkoihin” (Lyhyeksi myynti -asetus johdanto 23 kappale). Asetuksella annettiin myös viranomaisille toimivaltaa antaa tilapäisiä rajoituksia lyhyeksi myynnille. Lyhyeksi myynti -asetuksen johdannon 27 kappaleessa todetaan, että ”kun ilmenee epäsuotuisia kehitysnäkymiä, jotka merkitsevät rahoitusvakauteen tai markkinoiden luottamukseen jäsenvaltiossa tai unionissa kohdistuvaa vakavaa uhkaa, toimivaltaisilla viranomaisilla olisi oltava valtuudet puuttua tilanteeseen vaatiakseen avoi-

muuden parantamista tai asettaakseen tilapäisiä rajoituksia lyhyeksi myynnille, luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyville transaktioille tai muille transaktioille ehkäistäkseen rahoitusvälineen hinnan epätavanomaisen alenemisen”.

Kattamatonta lyhyeksi myyntiä rajoitettiin siten, että lyhyeksi myyjän on varmistettava etukäteen, että kaupan kohteena olevat arvopaperit ovat lainattavissa tarpeen vaatiessa. Kattamatonta lyhyeksi myyntiä ei siten kielletty kokonaan (Lyhyeksi myynti –asetus 19 kappale).

4.10 Rikoslaki 51 luku

Rikoslain (19.12.1889/39) 51 luvussa on säännökset sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä ja kurssin vääristämisestä. Törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä maksimirangaistuksena on neljä vuotta vankeutta. Sisäpiirintiedon käyttämisen yritys on myös rangaistava. Törkeästä kurssin vääristämisestä maksimirangaistuksena on myös neljä vuotta vankeutta, mutta yritys ei ole rangaistava. Sisäpiirintiedon väärinkäyttäminen ja kurssimanipulaatio liitetään suuren yleisön keskuudessa helposti lyhyeksi myyntiin.

4.11 Sovellettava laki

Sovellettava laki on keskeinen arvopaperimarkkinoihin liittyvä oikeudellinen ongelma. Kansainvälisissä transaktioissa saattaa helposti syntyä tilanne, milloin joudutaan soveltamaan usean maan lakia yhtä aikaa. Haagin yleissopimus (13.12.2002) sisältää arvopapereihin sovellettavan lain määräytymisperusteet.⁸³

Nettoutuslain 12 §:n 3 momentin mukaan arvopaperiin kohdistuvaan pantti- tai muuhun oikeuteen sovelletaan sen valtion lakia, minkä valtion alueella sijaitsevassa arvo-osuusrekisterissä tai arvo-osuustilissä arvopapereita säilytetään.⁸⁴ Maksukyvyttömyysmenettelyssä noudatettava laki määräytyy eri perustein kuin sopimukseen sovellettava laki.

⁸³ HE 133/2003 s. 5. ja Committee on payment and settlement systems: Cross-border collateral arrangements BIS, <http://www.bis.org/publ/cpss71.pdf>, perehdy myös tarkemmin Klami 2000.

⁸⁴ HE 133/2003 s. 7.

4.12 Rahoitusmarkkinoiden valvonta ja itsesääntely

Rahoitusmarkkinoiden valvonnasta vastaa finanssivalvonta (FIVA), jonka toiminnasta ja toimivaltuuksista säädetään laissa finanssivalvonnasta (19.12.2008/878). Finanssivalvonnan toiminnan tavoitteena on turvata rahoitusmarkkinoiden vakaa toiminta ja yleinen luottamus niiden toimintaan. FIVA:n tehtäviin kuuluu muun muassa toimilupien myöntäminen, rahoitusinstrumenttien liikkeeseen laskun ja rahoitusinstrumenteilla käytävän kaupan valvominen, sekä selvitys- ja säilytystoiminnan valvominen. Finanssivalvonnalla on myös toimivalta antaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa koskevia määräyksiä.⁸⁵ FIVA:n määräyskokoelmaan lukeutuvat FIVA:n standardit, jotka sisältävät säännökset muun muassa vakavaraisuusvaatimuksista ja riskienhallinnasta, jotka koskevat myös arvopaperilainaus toimintaa harjoittavia rahoituslaitoksia.

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten ammattimaisen hyödyntämisen edellytyksenä on, että finanssivalvonta hyväksyy kyseiset ehdot. Finanssivalvonnan velvollisuutena on tarkastella ehtoja muun muassa sijoittajan suojan näkökulmasta. Jos ehdot ovat jommankumman osapuolen näkökulmasta kohtuuttomat, finanssivalvonta hylkää ehdot ja harkintansa mukaan ehdottaa niihin muutoksia. Näin ollen finanssivalvonnalla näyttäisi olevan toimivaltuudet edellyttää, että arvopaperilainaussopimuksissa käytetään riittävin suurina vakuuksia, jotka ovat lainanantajan näkökulmasta kohtuullisen suuria.

Euroopan uusi mikrotason finanssivalvontajärjestelmä perustettiin saattamalla voimaan kolme Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta: 1) asetus Euroopan pankkiviranomaisen perustamisesta (EU) N:o 1093/2010, 2) asetus Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen perustamisesta (EU) N:o 1094/2010 ja 3) asetus Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen perustamisesta (EU) N:o 1095/2010. Uusi finanssivalvontajärjestelmä koostuu siis kolmesta eri viranomaisesta, (Euroopan pankkiviranomainen, arvopaperimarkkinaviranomainen ja vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen), joiden toi-

⁸⁵ HE 32/2012 s. 23–24.

mivalta kattaa pankkivalvonnan, vakuutusvalvonnan sekä arvopaperimarkkinavalvonnan. Jäsenvaltioiden kansalliset viranomaiset, kuten FIVA, ovat edustettuina jokaisessa kolmessa viranomaisessa ja tekevät tiivistä yhteistyötä niiden kanssa. Euroopan finanssivalvontaviranomaisten toimivaltuuksiin kuuluu muun muassa finanssimarkkinoita ja niiden valvontaa koskevien teknisten standardien ja ei-sitovien ohjeiden ja suositusten valmisteleminen ja tämän ohjeistuksen yhdenmukaisen soveltamisen varmistaminen, sekä kriisinhallinnan koordinoiminen.⁸⁶

Suomen rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuriin kuuluvien arvopaperipörssin, selvitysyhteisön ja Arvopaperikeskuksen antama itsesääntely ovat myös keskeisessä asemassa arvioitaessa rahoitusmarkkinoihin liittyvää sääntelyä kokonaisuutena. Kyseiset yhteisöt ovat lailla velvoitettuja laatimaan toimintaansa koskevat säännöt, jotka vahvistetaan valtiovarainministeriössä ennen niiden voimaantuloa. Varsinainen rahoitusmarkkinoiden valvonta kuuluu kuitenkin edelleen pääosin kansallisten viranomaisten toimivaltaan, kuten finanssivalvonnan. Esimerkiksi luottoluokituslaitosten valvonnasta vastaa erillisasetuksen nojalla Euroopan arvopaperiviranomainen. Vuoden 2011 alusta alkaen eurooppalaisilla valvontaviranomaisilla on toimivaltaa Suomen rahoitusmarkkinoilla sekä valvonnassa että sääntelyssä Finanssivalvonnan rinnalla.⁸⁷

5 ARVOPAPERILAINAUS OSANA RAHOITUSMARKKINOITA

5.1 Arvopaperilainaus- ja repomarkkinat

Arvopaperilainaus- ja repomarkkinoilla on kaksi ulottuvuutta: toisaalta ne ovat arvopaperilainamarkkinat ja toisaalta ne ovat arvopaperivakuudelliset rahoitusmarkkinat. Euroopan arvopaperilainausmarkkinoilla vakuuksina käytetään yleensä arvopapereita ja Yhdysvalloissa ja Japanissa käteistä.⁸⁸ Jos vakuutena käytetään arvopapereita, niin yleensä ne ovat osakkeita, mutta

⁸⁶ HE 32/2012 s. 30–31.

⁸⁷ Karjalainen 2008 s. 18.

⁸⁸ FSB 27.4.2012 s. 1–2.

muunkin laatuksia arvopapereita voidaan käyttää. Repomarkkinat ovat taas keskittyneet enemmän valtion joukkovelkakirjoihin, mutta muunkinlaisille arvopapereille on olemassa repomarkkinat. Esimerkiksi subprime-kriisiin saakka Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmän reporahoitukseen kuului keskeisenä osana omaisuusvakuudellisten arvopapereiden, vakuudellisten velkasitoumusten ja muiden strukturoitujen rahoitusinstrumenttien laajamittainen käyttäminen.

Arvopaperilainaus- ja repomarkkinat perustuvat merkittävän paljon markkinaosapuolten välisiin hyviin liikesuhteisiin, minkä vuoksi suurin osa arvopaperilainaus- ja repotransaktioista toteutetaan edelleen elektronisten kaupankäyntialustojen ulkopuolella puhelimen välityksellä bilateraalisilla markkinoilla. Elektronisten kaupankäyntialustojen suosio on kuitenkin viimeaikoina lisääntynyt. Keskusvastapuolen käyttäminen on arvopaperilainausmarkkinoilla edelleen vähäistä ja siihen suhtaudutaan hieman kielteisesti, koska sen pelätään syövän toiminnasta tulevia katteita.⁸⁹ Keskusvastapuolen käyttäminen vähentää arvopaperilainaustransaktioihin liittyviä riskejä, mutta toisaalta se keskittää toimintaan liittyvät riskit keskusvastapuoleen. Riskinä on se, että keskusvastapuolen maksukyvyttömyys saattaa johtaa vakavaan rahoitusmarkkinoiden kriisitilanteeseen. Arvopaperilainaus- ja repomarkkinoiden ongelmana pidetään niiden läpinäkymättömyyttä ja sitä yritetään parantaa.

Arvopaperilainaus- ja repomarkkinoiden keskeisenä elementtinä ovat käteisvakuuksien uudelleen sijoittamisohjelmat, joista yleensä vastaavat arvopaperilainojen välittäjät. Toiminta aiheuttaa lainanottajalle vakuusriskin siitä, ettei lainanantaja kykene palauttamaan vakuutta takaisin. Näin kävi esimerkiksi joillekin hedgerahastoille Lehman Brothersin romahduksen yhteydessä. Käteisvakuuden suurempi suosio Yhdysvalloissa voi selittyä sääntelyyn liittyvillä tekijöillä. Esimerkiksi Yhdysvaltain Exchange and Securities Commissionin sääntö 15c3-3 kieltää broker dealereita antamasta osakkeita vakuudeksi silloin, kun ne lainaavat osakkeita.⁹⁰

⁸⁹ Bianconi 2010 s. 4.

⁹⁰ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 226.

Repomarkkinat ovat jakautuneet bilateraalsiin ja trilateraalsiin markkinoihin. Bilateraaliset markkinat ovat tyypillisesti arvopaperivälittäjien ja luotto- ja rahoituslaitosten välisiä OTC-markkinoita, joissa kaupan osapuolilla täytyy olla hallinnassaan kauppojen toteuttamiseen vaadittava back-office infrastruktuuri. Trilateraalisilla markkinoilla sen sijaan kaupat toteutetaan kolmikanta-agentin välityksellä, joka vastaa vakuuksien hallinnoinnista, uudelleensijoittamisesta ja arvopapereiden selvityksestä.⁹¹ Yhdysvalloissa, Euroopassa ja Japanissa arvopaperivälittäjien väliset repomarkkinat selvitetään tyypillisesti keskusvastapuolen kautta. Nämä transaktiot ovat valtaosin yön yli -lainoja.⁹² Tri-party repomarkkinat ovat Yhdysvalloissa arvopaperivälittäjien pääasiallinen rahoituslähde.⁹³

Arvopaperivälittäjä, jolla on yhteys likvideille repomarkkinoille, voi antaa jatkuvat myynti- ja ostotarjoukset käteismarkkinoilla ilman, että sillä olisi jokaista kaupankohtena olevaa arvopaperia hallinnassa kaupantekohetkellä. Tällä tavoin voidaan estää toimitushäiriöiden ketjureaktion syntyminen, rahoittaa tehokkaammin pitkiä positioita ja kattaa lyhyitä positioita, suojautua markkina- ja luottoriskeiltä, jotka syntyvät arvopaperivälittäjien muista aktiviteeteistä markkinoilla, kuten valtion joukkovelkakirjojen huutokaupoista, yritysten joukkovelkakirjojen emissiotakuista ja kaupankäynnistä rahoitusinstrumenteilla ja johdannaisilla. Erityisesti kansainväliset pankit ovat ryhtyneet käyttämään repomarkkinoita yön yli -lainojen lähteenä vakuudettoman pankkien välisen luotonannon sijasta.⁹⁴

Normaalitilanteessa reposopimuksen kaupankohtena olevat arvopaperit arvostetaan niiden markkinahintaan, mutta riskien hallintaan liittyvistä syistä arvopaperit voidaan arvostaa markkinahintaa alhaisemmaksi. Reposopimuksen vakuusmarginaali muodostuu arvopapereiden markkinahinnan ja niistä reposopimuksen yhteydessä maksetun hinnan erotuksesta. Reposopimuksen takaisinostohinta on yleensä samansuuruinen alkuperäisen kauppahinnan kanssa lisättynä repokorolla. Euroopassa eurojärjestelmän käyttöönoton myötä repokorkona käytetään Euroopan pankkifederaation (EFB, eu-

⁹¹ Bianconi 2010 s. 4.

⁹² FSB 27.4.2012 s. 3.

⁹³ Adrian 2012 s. 5.

⁹⁴ FSB 27.4.2012 s. 6.

ropean bankin federation) joka arkipäivä klo 11 julkaisemaa eurepo-korkoa, joka määrittyy siitä, millä korolla pankit lainaavat käteistä parhaiten luokiteltuja arvopapereita vastaan.⁹⁵ Repokorko on yleensä vakuudettomia markkinakorkoja alhaisempi, kuten London interbank offered rate (LIBOR) ja Euro interbank offered rate (EURIBOR), koska reposopimukset ovat lainanantajalle vakuudellisina luottoina turvallisempia ratkaisuja. Jos reposopimuksessa käytetään erityisen kysyttyä arvopaperia, silloin repokorko saattaa olla yleistä repokorkoa alhaisempi. Repokorko voi kääntyä jopa negatiiviseksi, jolloin käteisen lainanantaja maksaa arvopapereiden luovuttajalle. Tällaisessa tilanteessa reposopimuksessa käytetyt arvopaperit ovat niin kutsuttuja spesiaaleja (specials).⁹⁶

Arvopaperilainausmarkkinoiden koosta ei ole yleisesti saatavilla täysin autenttista informaatiota, mutta käytettävissä olevat tiedot ovat kuitenkin suuntaa antavia. Yhden arvioin mukaan liikkeellä olevien arvopaperilainojen markkina-arvo oli huhtikuussa 2012 noin 1,8 biljoonaa dollaria.⁹⁷ Data explorerien mukaan arvopaperilainauksesta saatiin tuloja vuonna 2008 14,3 miljardia dollaria, kun taas vuonna 2010 tulot olivat laskeneet 6,4 miljardiin dollariin. Kovin merkittävästä tulonlähteestä ei siten näyttäisi olevan kysymys, mutta Saksan pankin mukaan ETF:ät saavat arvopaperilainauksesta kolmasosan kokonaistuloistaan.⁹⁸ Repomarkkinoiden laajuudeksi on arvioitu olevan Yhdysvalloissa 2,1–2,6 biljoonaa dollaria, Euroopassa 8,3 biljoonaa dollaria ja Japanissa 2,4 biljoonaa dollaria eli yhteensä noin 13 biljoonaa dollaria.⁹⁹

5.2 Arvopaperilainaus- ja repotransaktion rakenne

Arvopaperilainaus sopimuksella arvopaperit siirretään korvausta ja vakuutta vastaan lainanantajalta lainanottajalle. Arvopaperilainaus sopimuksen tarkoituksena voi olla joko arvopapereiden lainaaminen tai vakuudellinen luotonanto. Arvopaperivetoisen (securities driven) arvopaperilainaus sopimuk-

⁹⁵ www.euribor-ebf.eu/eurepo-org/about-eurepo.html

⁹⁶ ICMA-internetsivusto: Repos and the repo market, www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/Repos-and-the-repo-market/

⁹⁷ FSB 27.4.2012 s. 1–2.

⁹⁸ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3, s. 225–226, ks. myös Zimmerhansl 2012 s. 10–17.

⁹⁹ FSB 27.4.2012 s. 3.

sen pääasiallisena tarkoituksena on arvopapereiden lainaaminen ja käteisvetoisen (cash driven) sopimuksen pääasiallisena tarkoituksena on vastaavasti vakuudellinen luotonanto. Käteisvakuuden saaja maksaa lainanottajalle hyvityksen hallussaan olevasta käteisvakuudesta. Jos kyseessä on arvopaperivetoinen arvopaperilainaussopimus, silloin käteisvakuudesta maksettava hyvitys on pienempi kuin käteisvetoisessa transaktiossa.

Arvopaperilainaustransaktion osapuolina ovat 1) lainanantaja, 2) arvopaperilainan välittäjä, 3) lainanottaja, 4) arvopaperivälittäjä, 5) arvopaperin loppukäyttäjä sekä 6) selvitysyhteisö. Arvopapereiden varsinainen omistaja luovuttaa yleensä arvopapereiden lainaamisen välittäjän tehtäväksi, joka lainaa kyseiset arvopaperit joko omaan tai asiakkaansa lukuun lainanottajalle. Arvopaperilainanottaja ei käytännössä koskaan lainaa arvopapereita itselleen vaan se käyttää niitä hyödykseen muissa arvopaperitransaktioissa. Lainanottaja voi myydä lainatut arvopaperit arvopapereiden loppukäyttäjälle tai luovuttaa ne vakuudeksi esimerkiksi raha- tai johdannaismarkkinoille. Jos arvopapereiden lainanottaja myy lainaamansa osakkeet arvopapereiden loppukäyttäjälle, silloin selvitysyhteisö toteuttaa kaupan.¹⁰⁰

Arvopaperilainaussopimuksen tekeminen on ainoastaan yksi osa arvopaperilainaussopimuksen kokonaisprosessia, jonka vaiheina ovat 1) sopimusneuvottelut, 2) arvopapereiden ja vakuuksien toimittaminen, 3) arvopaperilainaussopimuksen välivaihe ja 4) sopimuksen päättymisen.¹⁰¹

- 1) Ennen sopimusneuvottelujen aloittamista lainanantaja ja lainanottaja kartoittavat arvopaperilainausohjelmaan liittyvät riskit ja tuotto-odotukset, sekä oikeudelliset ja verotukselliset kysymykset. Jos päätös toiminnan aloittamisesta tehdään, lainanantaja määrittelee arvopaperilainausohjelmassaan, minkälaisen luottokelpoisuuden omaaville vastapuolille arvopapereita lainataan, minkä laatuksia vakuuksia käytetään ja mitkä ovat vakuusmarginaalit. Lainanottaja tekee soveltuvin osin vastaavan analyysin omasta arvopaperilainausohjelmas-

¹⁰⁰ Gruenewald 2010 s. 5–6.

¹⁰¹ FSB 27.4.2012 s. 19 ja Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 226.

taan.¹⁰² Kun päätös arvopaperilainaustoiminnan aloittamisesta on tehty, sopimusneuvottelut voidaan aloittaa. Ne käydään yleensä osapuolten kesken puhelimitse OTC-markkinoilla ja sopimus vahvistetaan jälkikäteen joko kirjallisesti tai elektronisesti, jos mahdollista, jo arvopaperilainan toteutuspäivänä. Tällainen kaupankäynnin rakenne edellyttää, että osapuolten välisessä oikeussuhteessa noudatettavista yleisistä ehdoista sovitaan erillisessä puitesopimuksessa ennen kaupankäynnin aloittamista. Tällainen sopimus on esimerkiksi maailman laajuinen arvopaperilainauksen puitesopimus, Global Master Securities Lending Agreement.¹⁰³ Jos arvopapereiden varsinaisen omistaja on antanut lainaustoiminnan hoitamisen arvopaperilainojen välittäjän tehtäväksi, se luonnollisesti vastaa sopimusneuvotteluista lainanantajan puolesta.

- 2) Sopimuksen solmimisen jälkeen osapuolet toimittavat toisilleen sopimuksen mukaiset arvopaperit ja vakuudet.¹⁰⁴ Transaktioissa noudatetaan toimitus vastaan maksu -periaatetta (delivery versus payment). Mutta kansainvälisissä arvopaperilainaustransaktioissa tämä ei ole aina mahdollista. Tällöin lainanantaja saattaa vaatia, että lainanottajan on toimitettava vakuus etukäteen, jolloin arvopapereiden toimittamiseen liittyvä päivän sisäinen riski siirtyy lainanottajalle.
- 3) Vakuusvälivaiheen aikana valvotaan säännöllisesti, että vakuuksien arvo säilyy sopimuksen mukaisissa rajoissa.¹⁰⁵ Vakuusvälivaiheen aikana osapuolet seuraavat myös vastapuoleen liittyvien riskien kehittymistä. Jos luottamus vastapuolen maksukykyyn loppuu, silloin osapuolet eräännyttävät sopimuksen siitä huolimatta, että sopimusrikkomusta ei ole tapahtunut.
- 4) Sopimuksen päättymisvaiheessa osapuolet palauttavat lainatut arvopaperit ja vakuudet takaisin. Jos osapuolet ovat sopineet nettoutuksesta, arvopapereiden ja vakuuksien palauttaminen voidaan toteuttaa

¹⁰² Vrt. Harding 2011 s. 17 ja Hoppu 2009, s. 42–43.

¹⁰³ Harding 2011 s. 17 ja Faulkner 2007, s. 35 ja HE 133/2003, s. 10.

¹⁰⁴ FSB 27.4.2012 s. 19.

¹⁰⁵ FSB 27.4.2012 s. 19.

myös nettomääräisesti. Jos lainanottaja ei palauta arvopapereita, lainanantajalla on oikeus realisoida vakuus.

Repotransaktion rakenne on pääpiirteittäin samantapainen arvopaperilainaustransaktion kanssa. Vastaavalla tavalla se muodostuu sopimusneuvotteluista, arvopapereiden ja vakuuksien toimittamisesta, sopimuksen välivaiheesta ja sopimuksen päättymisvaiheesta.¹⁰⁶

Säännöllisesti arvopaperilainoja ottavalle markkinaosapuolelle on tärkeää, että sillä on mahdollisuus lainata arvopapereita juuri sinä hetkenä, milloin hän niitä tarvitsee. Tämän vuoksi lainanantajat saattavat jäädyttää arvopaperit tietyille markkinaosapuolelle siten, ettei ulkopuolinen henkilö voi lainata kyseisiä arvopapereita ilman hänen hyväksyntäänsä. Jos jäädytyspalvelu on maksuton, silloin markkinaosapuolella on yleensä aikaan noin 30 minuuttia lainata jäädytetyt arvopaperit, jos ulkopuolinen henkilö antaa lainaustarjouksen. Mikäli jäädytyspalvelu on maksullinen, silloin arvopaperit on jäädytetty yksinomaisesti hänen lainaamistarpeita varten eikä ulkopuolisilla ole minkäänlaista mahdollisuutta lainata kyseisiä arvopapereita.¹⁰⁷

5.3 Avainpelaajat

5.3.1 Lainanantajat ja -ottajat sekä arvopaperilainojen välittäjät

Arvopaperilainaustoimintaa harjoittavat luotto- ja rahoituslaitokset, joiden toiminta on Suomessa luvanvaraista toimintaa (luottolaitoslaki 17 § ja sijoituspalvelulaki 2:1 §). Arvopapereiden varsinaiset omistajat eivät sen sijaan tarvitse arvopaperivarallisuutensa lainanantoon erillistä lupaa. Institutionaalisten sijoittajien toimintaa saattaa rajoittaa kuitenkin muut niiden toimintaan liittyvät säännökset ja määräykset. Esimerkiksi sijoitusrahastolain 81 §:ssä säädetään arvopapereiden lainaamisesta rahaston hallinnoimasta varallisuudesta.

Arvopaperimarkkinoiden keskeisiä lainanantajia ovat institutionaaliset sijoittajat, kuten vakuutusyhtiöt, eläkesäätiöt, sijoitusrahastot ja rahamarkkinarahastot, jotka lisätuottoa saadakseen lainaavat sijoitusvarallisuuttaan arvopapereiden lainanottajille. Sijoitusrahastolain 81 §:n mukaisesti myös

¹⁰⁶ Vrt. Bianconi 2010 s. 11.

¹⁰⁷ Harding 2011 s. 17 ja Faulkner, Securities Finance 2005, s. 27–28.

suomalaisten sijoitusrahastojen varallisuuteen kuuluvia rahoitusinstrumentteja voidaan antaa lainaksi arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimusten avulla riittävää vakuutta vastaan. Sijoitusrahastoa hallinnoivan rahastoyhtiön velvollisuutena on valvoa päivittäin, että vakuuden arvo pysyy riittävänä koko sopimuksen voimassaoloajan. Sijoitusrahaston saama vakuus on oltava selvitysyhteisön tai finanssivalvonnan tai muun FIVA:n valtuuttaman viranomaisen valvoman yhteisön säilytyksessä arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksen voimassaolon päättymiseen saakka.

Suurimmilla institutionaalisilla sijoittajilla saattaa olla hallussaan tarvittava rahoitussektorin infrastruktuuri voidakseen hoitaa arvopaperilainaustoiminnan itse. Suurin osa lainanantajista hyödyntää kuitenkin toimintaan erikoistuneiden välittäjien palveluksia, koska arvopaperilainausohjelman asianmukaiseen toteuttamiseen liittyy suuri määrä hallinnollisia, operatiivisia ja kirjanpitoon ja riskien hallintaan liittyviä funktioita. Arvopaperilainojen välittäjät voivat olla asiakkaan lukuun toimivia agenttivälittäjiä, omaan lukuunsa toimivia principal-välittäjiä tai vaihtoehtoisesti kolmikanta-agentteja, jotka ottavat haltuunsa lainanottajien luovuttamat vakuudet ja vastaavat niiden valvonnasta ja mahdollisesta uudelleensijoittamisesta. Osa välittäjistä tarjoaa lainanantajille vakuutuksia arvopaperilainausohjelmista koituvien tappioiden varalta.¹⁰⁸ Principal-agentti lainaa arvopaperit institutionaaliselta sijoittajalta, minkä jälkeen se lainaa ne eteenpäin omissa nimissään. Institutionaalisen sijoittajan kannalta etuna tässä järjestelyssä on se, että tällöin principal-agentti vastaa arvopapereiden lainaamisesta mahdollisesti tulevasta tappiosta, jos lainanottaja ei palauta arvopapereita takaisin. Principal-agentti –malli mahdollistaa arvopapereiden lainaamisen sellaisille lainanottajille, kuten hedgerahastoille, joille institutionaaliset sijoittajat eivät suostu lainaamaan arvopapereita. Kolmikanta-agentti suorittaa arvopapereiden lainaamisen asiakkaan lukuun, mutta hallinnoi arvopapereiden lainaamisesta tulevaa vakuussalkkua. Lainanottajat luovuttavat vakuudet siis kolmikanta-agentille. Institutionaalinen sijoittaja ja arvopaperilainojen välittäjä jakavat

¹⁰⁸Bianconi 2010 s. 3–4 ja Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225–226.

sopimuksensa mukaan arvopaperilainaustoiminnasta tulevat voitot keskenään.

Luonnollinen valinta institutionaaliselle sijoittajalle on käyttää lainaustoiminnassaan sen säilytysyhteisön palveluja, joka hallinnoi institutionaalisen sijoittajan arvopaperivarallisuutta. Säilytyspankit saattavat toimia sekä omaan lukuunsa toimivan agentin että principal-agentin ominaisuudessa ja ne antavat monesti myös vakuutuksen mahdollisten tappioiden varalta.¹⁰⁹ Suuret säilytyspankit eivät kuitenkaan aina kykene antamaan asiakkaalle yksilöllisesti räätälöityjä arvopaperilainauspalveluita, jolloin ulkopuolisten arvopaperilainaukseen erikoistuneiden specialistien palvelusten käyttäminen saattaa olla lainantajalle tarkoituksenmukaisin ratkaisu. Jos esimerkiksi institutionaalisen sijoittajan arvopaperivarallisuus on ainoastaan pieni osa säilytyspankin hoidossa olevista kaikista arvopaperilainausohjelmien alaisesta varallisuudesta, niin vaarana on, ettei institutionaalisen sijoittajan suhteellisen pieni arvopaperivarallisuus tule tehokkaasti hyödynnetyksi siinä tapauksessa, että säilytyspankki hoitaa arvopaperilainauksen yhtenä kokonaisuutena siten, että toiminnasta saadut tuotot jaetaan lainantajien kesken suhteellisesti. Monesti on parempi olla suuri kala pienessä lammikossa kuin pieni kala suuressa lammikossa.

Lainantajina toimivat puolestaan ovat finanssi-instituutioita, kuten liikepankkeja, investointipankkeja, arvopaperivälittäjiä, ja hedgerahastoja, jotka tarvitsevat arvopaperilainoja esimerkiksi arvopapereiden selvitykseen ja erilaisten kaupankäyntistrategioiden toteuttamiseen, markkinatakaustoimintaan, prime brokerage -toimintaan, lyhyeksi myyntiin, sijoitusten suojaamiseen, velkavivun luomiseen tai rahoituksen hankkimiseen.

5.3.2 Markkinatakaajat, selvitysyhteisöt ja keskusvastapuolet

Markkinatakaaja on sitoutunut antamaan jatkuvat osto- ja myyntitarjoukset markkinatakauksen kohteena oleville rahoitusinstrumenteille. Markkinatakaustoiminta lisää takauksen kohteena olevien arvopapereiden likviditeettiä markkinoilla. Voidakseen vastata markkinaosapuolten tarpeeseen ostaa ar-

¹⁰⁹Bianconi 2010 s. 3–4 ja Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225.

vopapereita markkinatakaajalla on hallussaan arvopaperivarasto, mutta tarvittaessa markkinatakaaja myös lainaa arvopapereita toimitushäiriöiden välttämiseksi.¹¹⁰

Arvopapereiden selvityksestä vastaavat selvitysyhteisöt ja keskusvastapuolet lainaavat arvopapereita arvopapereiden selvityksen yhteydessä välttääkseen toimitushäiriöt.¹¹¹ Myös arvopaperilainaus- ja repotransaktiot voidaan toteuttaa keskusvastapuolen välityksellä siten, että keskusvastapuoli tulee jokaisessa transaktiossa sekä lainanantajan- että lainanottajan vastapuoleksi niin, että se vastaa kauppojen sopimuksenmukaisesta toteuttamisesta.

5.3.3 Prime brokerage –toiminnanharjoittajat ja hedgerahastot

Prime brokerage –toimintaa harjoittavat esimerkiksi investointipankit ja arvopaperivälittäjät ja muut vastaavat finanssi-instituutiot. Prime brokerage –toiminnassa on kysymys rahoituspalveluiden järjestämisestä erityisesti hedgerahastoille, jotka tarvitsevat toiminnassaan rahoitusta ja arvopaperilainoja. Prime-brokerage toimintaa harjoittavilla investointipankeilla on hallussaan laajojen finanssioperaatioiden toteutukseen vaadittava rahoitussektorin infrastruktuuri, mitä hedgerahastoilla ei yleensä ole hallussaan. Prime brokerage –toiminnan harjoittaja lainaa hedgerahastoille arvopapereita, jotka se on puolestaan lainannut institutionaalisilta sijoittajilta. Tämä mahdollistaa hedgerahastojen massiiviset kaupankäyntistrategiat ja lyhyeksi myynnin, sillä institutionaaliset sijoittajat eivät lainaa arvopapereita hedgerahastoille toimintaan liittyvän vastapuoliriskin takia. Prime broker ottaa vastuun hedgerahastoihin liittyvästä vastapuoliriskistä, kun se toimii arvopaperilainojen välittäjänä omaan lukuunsa arvopapereiden varsinaisten omistajien ja Hedgerahastojen välillä. Likvidi Prime brokerage –toiminta on tae myös siitä, että arvopaperilainojen antajilla on mahdollisuus eräännyttää arvopaperilainat esimerkiksi sen vuoksi, että ne haluavat myydä kyseiset arvopaperit pois tai käyttääkseen äänioikeutta yhtiökokouksissa.¹¹²

¹¹⁰ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225 ja Brusila 1994 s. 38–42, 46 ja 58.

¹¹¹ Ks. HE 32/2012 s. 15–16 ja 25, ks myös HE 187/2009 s. 27.

¹¹² FSB 27.4.2012 s. 7.

Prime broker saattaa hyväksyä, että hedgerahasto toimittaa arvopaperilainausopimuksen mukaisen käteisvakuuden vasta siinä vaiheessa, kun se on ensin myynyt kyseiset arvopaperit lyhyeksi. Hedgerahastoilla ei siten välttämättä tarvitse olla etukäteen hallussaan minkäänlaista varallisuutta lyhyeksi myyntiä varten. Tämän lisäksi prime brokerage –toiminnan harjoittaja saattaa sijoittaa käteisvakuuden uudelleen lainaamalla sen samalle hedgerahastolle, joka käyttää saamansa rahoituksen esimerkiksi valtion joukkovelkakirja-, osake- tai johdannaismarkkinoille. Hankkimansa arvopaperit hedgerahasto lainaa edelleen prime brokerille käteisvakuutta vastaan. Tällä tavoin prime brokerage –toiminta mahdollistaa hedgerahastoille suuren velkavivun käyttämisen ja laajamittaisten kaupankäyntistrategioiden toteuttamisen ilman, että niillä oli alun perin ammattimaisen arvopaperikaupan harjoittamiseen tarvittavaa pääomaa.

Hedge-rahastot ovat arvopaperimarkkinoiden susilaumoja, joita kutsutaan myös absoluuttisen tuoton rahastoiksi. Hedge-rahastojen kaupankäyntistrategioihin liittyy keskeisesti massiivisen velkavivun käyttäminen, lyhyeksi myynti, kehittyneet kaupankäynti- ja arbitraasistrategiat sekä johdannaisten ja arvopaperilainojen laajamittainen käyttäminen. Hedge-rahastot ovatkin riippuvaisia Goldman Sachsin kaltaisten investointipankkien tuottamista prime brokerage –palveluista, koska ne eivät voi saada tarvitsemaansa rahoitusta muualta. Hedge-rahastojen sijoitusstrategiaan kuuluu aggressiivinen voitontavoittelu markkinatilanteesta riippumatta. Veroparatiiseissa sijaitsevien hedgerahastojen etuna perinteisiin sijoitusrahastoihin on se, että niiden sääntely on hyvin niukkaa. Ne voivat rajoituksetta käydä kauppaa vapaasti johdannaismarkkinoilla voimakasta vipuvaikutusta hyödyntäen. Vähäinen sääntely rohkaisee suuriin riskinottoihin erittäin suurella velkavivulla. Tästä johtuen hedge-rahastot poikkeavat usein sijoitusrahastojen noudattamista sijoitustoiminnan hajautussäännöistä.¹¹³

5.3.4 Keskuspankit

Keskeisiä tekijöitä repomarkkinoilla ovat keskuspankit, jotka rahapoliittisten päämäärien toteuttamiseksi suorittavat rahoitusmarkkinoilla laajamittai-

¹¹³Lauriala 2008 s. 172–174, ks myös HE 59/1996 s. 4.

sia avoimia markkinaoperaatioita. Keskuspankit pyrkivät avoimissa markkinaoperaatioissaan kontrolloimaan markkinoilla olevan rahan määrää ja yleistä korkotasoa. Keskuspankkien avoimien markkinaoperaatioiden pääasiallinen keino on valtion joukkovelkakirjojen ostaminen ja myyminen markkinoilta. Kun keskuspankki ostaa joukkovelkakirjoja markkinoilta, niin pankkien keskuspankissa olevat reservit nousevat, mikä mahdollistaa pankeille suuremman luotonannon ja sillä on markkinoilla olevan rahan määrään lisäävä vaikutus. Myydessään joukkovelkakirjoja keskuspankki voi vastaavalla tavalla vähentää markkinoilla olevan rahan määrää. Avoimet markkinaoperaationsa keskuspankki toteuttaa yleensä reposopimusten avulla. Reposopimusten avulla toteutetut markkinaoperaatiot ovat kuitenkin ainoastaan väliaikaisia interventioita, joten repokorot määrittyvät siten yksityisten välisen luotonannon kautta.¹¹⁴ Eri keskuspankkien harjoittama rahapolitiikka vaihtelee, mutta ne ovat viime vuosina lähentyneet toisiaan.¹¹⁵

Luotonannossaan keskuspankit edellyttävät aina vakuuksia. Luottoa keskuspankeilta voivat saada pankit, jotka ovat keskuspankkien vastapuolena sen toteuttamissa rahapoliittisissa operaatioissaan. Euroopan keskuspankin perussääntö, kuten myös Suomen pankista annettu laki (214/1998) edellyttävät, että keskuspankilla on oltava luotonannossaan riittävät vakuudet. Suomen pankin vakuuden hallinta perustuu sammiojärjestelmään, jossa keskuspankeille luovutetut arvopaperit toimivat vakuutena kaikista vastapuolelle myönnettyistä luotoista.¹¹⁶

Yksityiset liikepankit ovat paitsi rahoituksen välittäjiä myös yksityisen rahan tuotantolaitoksia. Yksityiset pankit luovat uutta rahaa luotonantonsa kautta.¹¹⁷ Yleisen arvion mukaan markkinoilla olevasta rahan määrästä noin 95 % on yksityispankkien luomaa rahaa. Rahan määrän lisääntyminen tapahtuu niin kutsutun money multiplierin kautta ja tämän ilmiön suuruutta

¹¹⁴ Ks. Vilmi 2012 s. 53–62. Artikkelissa kerrotaan tarkemmin, kuinka keskuspankki sääntelee markkinoilla olevan rahan määrää avoimien markkinaoperaatioiden avulla.

¹¹⁵ Jarmo Kontulainen – Antti Suvanto, Suomen pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat 2006 s. 14

¹¹⁶ HE 133/2003 s. 8.

¹¹⁷ Lauriala 2008 s. 53 ja 56 ja Stigum 2007 s. 19, ks myös raha taloustieteessä ja raha oikeudellisena käsitteenä Majuri 2005 s. 96–98.

voidaan kontrolloida vähimmäisvarantojärjestelmän pääomavaatimuksilla.¹¹⁸

5.4 Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten tarkoitus

5.4.1 Arvopaperilainaus tai vakuudellinen luotonanto

Arvopaperilainaus- ja reposopimusten tarkoituksena on joko arvopapereiden lainaaminen tai vakuudellinen luotonanto. On myös mahdollista, että molemmat ulottuvuudet toteutuvat samassa transaktiossa samanaikaisesti, jos esimerkiksi lyhyeksi myyjän ja ylimääräisen rahoituksen tarpeessa olevan arvopapereiden omistajan tarpeet kohtaavat.

Arvopaperilainoja hyödynnetään esimerkiksi arvopapereiden selvityksessä, lyhyeksi myynnissä, erilaisissa kaupankäyntistrategioissa, arbitraasissa, sijoitusten suojaamisessa, markkinatakaustoiminnassa ja arvopapereiden kaivostoiminnassa. Käteisvetoisessa arvopaperilainausopimuksessa arvopapereiden lainanottaja on tosiasiaassa vakuudellisen velan luotonantaja, jonka luovuttama käteisvakuus on varsinainen velka. Vastaavalla tavalla käteisvetoisessa takaisinostosopimuksessa kaupankohteenä olevat arvopaperit ovat vakuutena velasta, joka muodostuu kauppahinnasta. Arvopaperirahoituksella on mahdollista luoda monikymmenkertaista velkavipua. Ilman vakuusmarginaaleja velkavipuvaikutus voisi teoriassa olla äärettömän suuri.

Institutionaalisten sijoittajien motiivi arvopapereiden lainanantoon on sijoitusvarallisuudelle saatava lisätuotto, jolla saadaan katettua arvopapereiden säilytyksestä syntyvät kulut.

5.4.2 Lyhyeksi myynti

Yleisessä käytössä olevan määritelmän mukaan lyhyeksi myynnillä tarkoitetaan sellaisten arvopapereiden myyntiä, joita myyjä ei omista. Arvopaperilainan avulla lyhyeksi myyjä pystyy toimittamaan arvopapereiden ostajalle ne myymänsä arvopaperit, joita hän ei omistanut myyntihetkellä. Lyhyeksi myyjä toisin sanoen lainaa toisaalta ne arvopaperit, jotka hän toimittaa osta-

¹¹⁸ Vrt. Karlo 2011 ja Korhonen 2007. Julkaisuissa kerrotaan pankkien luottoekspansioista tarkemmin.

jalle. Lyhyeksi myyjän tarkoituksena on tehdä voittoa kurssilaskuilla.¹¹⁹ Voitoisaannin logiikka on lyhyeksi myynnissä täysin sama kuin tavallisesakin arvopaperikaupassa. Voitto syntyy myynti- ja ostohinnan välisestä erotuksesta, kuten normaalissakin arvopaperikaupassa, mutta käänteisessä järjestyksessä. Lyhyeksi myynnissä arvopaperit myydään ensin ja vasta sen jälkeen ostetaan, kun taas tavanomaisessa arvopaperikaupassa arvopaperit ostetaan ensin ja sitten vasta myydään. Koska arvopapereiden kurssinousu voi olla periaatteessa rajattoman suuri, lyhyeksi myyntiin liittyvät riskit ovat todella suuret.

Keskeisiä lyhyeksi myyjiä arvopaperimarkkinoilla ovat hedge-rahastot, jotka harjoittavat toimintaansa prime brokerage –toimintaa harjoittavien kansainvälisten investointipankkien tukemina. Lyhyeksi myyntiä varten otetut arvopaperilainat ovat kuitenkin ainoastaan minimaalinen murto-osa markkinoilla olevien arvopaperilainojen kokonaisvolyyymista.¹²⁰

Lyhyeksi myynnin vaikutuksista rahoitusmarkkinoiden toimintaan on tehty lukuisia tutkimuksia, joista on saatu toisistaan poikkeavia lopputuloksia. Joidenkin mielestä toiminta pitäisi kieltää ja toisten mielestä se on hyödyllistä toimintaa rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta. Kielteisinä seikkoina on nähty se, että lyhyeksi myynti lisää markkinoiden volatilitteettia ja syventää kurssisyöksyjä. Vasta-argumentteina käytetään yleisesti sitä näkemystä, että lyhyeksi myynti lisää markkinoiden likviteettiä ja tehostaa arvopaperikaupan hinnanmuodostusta. Likviditeetti ja tehokas hinnanmuodostus ovat rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden ja vakauden kannalta keskeisiä tekijöitä.¹²¹

Lyhyeksi myynti voidaan jaotella lyhyeksi myyntiin (short selling), kattamattomaan lyhyeksi myyntiin eli alastomaan lyhyeksi myyntiin (naked short selling) ja petolliseen alastomaan lyhyeksi myyntiin (abusive naked short selling). Tavallisessa lyhyeksi myynnissä lyhyeksi myyjä on varmistanut,

¹¹⁹ Securities and Exchange Commission: “Naked” Short Selling and Antifraud Rule 17.10.2008 s. 3.

¹²⁰ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225 ja IOSCO: Securities Lending Market Guide 2009 s. 1.

¹²¹ Securities Lending Market Guide 2010: James Clunie: Securities Lending Process s. 6 ja 8. Ks. myös Ks. Hoppu 2008 s. 21: Tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden määritelmä, joka käsittää rahoitusmarkkinoiden heikon-, keskivahvan- ja vahvan tehokkuuden.

että hän voi lainata myymänsä arvopaperit toisaalta. Euroopan komission ”ehdotuksessa direktiiviksi lyhyeksi myynnistä” alaston lyhyeksi myynti määritellään toiminnaksi, jossa lyhyeksi myyjä ei ole lainannut arvopapereita etukäteen eikä myöskään varmistanut, että ne ovat lainattavissa”.¹²² Petollisessa alastomassa myynnissä myyjällä ei ole tarkoitustakaan lainata arvopapereita selvitysjärjestelmän asettamassa määräajassa.¹²³

Alaston lyhyeksi myynti on markkinoiden toimivuuden kannalta ongelmallista, koska se lisää arvopapereiden toimitushäiriöiden riskiä. Alastonta lyhyeksi myyntiä on mahdollista harjoittaa päivän sisäisessä kaupassa eli intraday-kaupankäynnissä ilman, että toimitushäiriöitä syntyy. Tällöin lyhyeksi myyjä ostaa saman päivän sisällä myymänsä samanlaiset arvopaperit takaisin, jolloin arvopaperilainalle ei synny tarvetta, koska selvitysjärjestelmissä arvopaperit toimitetaan nettomääräisesti vasta kaupankäynnin päätteenä.¹²⁴ Mutta joskus arvopapereiden toimitushäiriö aiheutetaan tahallaan sekaannuksen aiheuttamiseksi markkinoille kurssimanipulaatiotarkoituksessa tai sen takia, että lyhyeksi myyjä pyrkii tekemään kaupankäynnistään kustannustehokkaampaa jättämällä arvopaperilainaus sopimuksen kokonaan tekemättä, niin tällaista toimintaa pidetään Yhdysvaltain antifraud rulessa laittomana ja petollisena toimintana.¹²⁵

Finanssikriisin seurauksena useat maat ovat säätäneet rajoituksia lyhyeksi myynnille, kuten Ranska, Saksa, Italia, Espanja, Belgia. Rajoituksilla on pyritty estämään arvopaperimarkkinoiden kurssien hallitsematon syöksy ja muut lyhyeksi myyntiin liitetyt rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta haitalliset seuraamukset.¹²⁶ Lyhyeksi myyntiä koskevaa sääntelyä on myös lisätty. Euroopan komissio on säätänyt lyhyeksi myynti -asetuksen, joka saatettiin voimaan Suomessa

¹²² Euroopan komission ehdotus direktiiviksi lyhyeksi myynnistä

¹²³ Yhdysvaltain Securities and Exchange Commission : “Naked” Short Selling and Anti-fraud Rule 17.10.2008 s. 3.

¹²⁴ SEC 2010

¹²⁵ Yhdysvaltain Securities and Exchange Commission : “Naked” Short Selling and Anti-fraud Rule 17.10.2008 s. 3.

¹²⁶ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 232.

Avoimeksi jää kysymys, mikä on lyhyeksi myynnin kokonaisvaikutus rahoitusmarkkinoiden vakauteen, kun hedge-rahastojen harjoittama lyhyeksi myynti –toiminta on kiinteässä yhteydessä muiden rahoitusmarkkinoiden osa-alueisiin esimerkiksi prime brokerage –toiminnan kautta. Lyhyeksi myynnin rajoittaminen vähentää prime brokerage –toimintaa harjoittavien investointipankkien hallinnoimia edelleen sijoitettavia vakuuksia, jotka kanavoituvat raha-, valtionjoukkovelkakirja-, osake- ja johdannaismarkkinoille. Tällä on rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä vähentävä vaikutus. Keskeinen kysymys on myös se, missä määrin lyhyeksi myyjät pystyvät manipuloimaan valtion joukkovelkakirjojen markkinoita siten, että valtioiden rahoituksen saanti vaarantuu?

5.4.3 Arvopapereiden kaivostoiminta

Arvopapereiden kaivostoiminnan (securities/collateral mining) avulla optimoidaan vakuuksien käyttämistä repo-, arvopaperilainaus- ja johdannaismarkkinoilla. Arvopapereiden kaivostoiminnassa rahoitusinstituutio päivittää huonolaatuiset ja epälikvidit arvopaperit korkealaatuisiin ja likvideihin arvopapereihin arvopaperilainaussopimusten avulla siten, että se lainaa korkealaatuisia arvopapereita antaen vakuudeksi tilalle heikompileatuisia arvopapereita. Arvopapereiden päivytyksellä voidaan vaihtaa esimerkiksi roska-lainoiksi luokitellut asuntolainavakuudelliset arvopaperit (RMBS:t) korkealaatuisiksi Yhdysvaltain tai Iso-Britannian joukkovelkakirjoiksi. Vakuuksien päivittäminen voidaan toteuttaa myös vakuudenvaihtosopimuksilla (collateral swap). Arvopapereiden kaivostoimintaa harjoitetaan myös vakuuksien uudelleen sijoittamisohjelmien ja prime brokerage –toiminnan yhteydessä, jolloin väliaikaisesti hallintaan saatuja korkealaatuisempia vakuuksia käytetään hyödyksi arvopaperilainaus-, repo- tai johdannaismarkkinoilla.¹²⁷

Arvopapereiden kaivostoimintaa voidaan harjoittaa arvopaperilainojen sijaan myös vakuudenvaihtosopimuksilla, joiden käyttäminen on yleistynyt viime vuosina erityisesti sen jälkeen, kun Englannin pankin Special Liquidity Scheme -ohjelma päättyi. Siinä markkina-osapuolet saivat vaihtaa vakuus-swapin tapaisessa järjestelyssä RMBS:t Iso-Britannian korkealaatuisiin

¹²⁷ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s.225 ja FSB 27.4.2012 s. 7–8.

joukkovelkakirjoihin. Kyseessä oli todella luova ja edistyksellinen ja sijoittajaystävällinen ratkaisu, jolla luotiin uutta likviditeettiä ja vakautta rahoitusmarkkinoille. Vakuudenvaihtosopimusten pääasiallisena syynä ovat sääntelyyn perustuvat pankkien vakavaraisuusvaatimukset. Sen lisäksi, että niillä voidaan päivittää arvopaperivarallisuutta, niillä voidaan varmistautua myös siitä, että pankeilla on käytettävissä tarpeeksi paljon likvidiä varallisuutta. Vakuudenvaihtosopimukset ovat yleensä määräaikaaisia sopimuksia ja ne toteutetaan enimmäkseen arvopaperipoolien kautta.¹²⁸

5.4.4 Kehittyneet kaupankäyntistrategiat, arbitraasi ja sijoitusten suojaaminen

Kehittyneiden kaupankäyntistrategioiden toteuttaminen edellyttää monesti arvopaperilainojen hyödyntämistä. Arbitraasissa on puolestaan kysymys esimerkiksi sellaisesta tilanteesta, jossa sijoittaja näkee mahdollisuuden hyödyntää sellaisten rahoitusinstrumenttien hintaeroja, joiden markkina-arvon pitäisi olla identtinen.¹²⁹ Tilaisuus arbitraasiin voi syntyä esimerkiksi silloin, jos samanlaisella arvopaperilla käydään kauppaa kahdella eri markkinapaikalla. Tällöin sijoittaja ostaa ja myy niitä kahdella eri markkinapaikalla yhtä aikaa, ja voitto muodostuu kauppahintojen erotuksesta. Luonnollisesti tällaisessa arbitraasistrategiassa voluumien pitää olla suuret ja sen toteuttaminen vaatii nykypäivänä erittäin pitkälle automatisoitunutta ja tehokasta tietokonejärjestelmää. Tämän strategian toteuttamisen yhteydessä arbitraasin tekijän on monesti turvauduttava arvopaperilainoihin. Veroarbitraasi voidaan tehdä esimerkiksi siten, että arvopaperit lainataan sellaiseen maahan, jossa osinkojen verokohtelu on sijoittajaystävällisempi. Osinkojen maksun jälkeen osinko jaetaan lainanottajan ja lainanantajan kesken. Sijoitusten suojaaminen (hedging) voidaan toteuttaa ottamalla lyhyt positio määrättyyn sijoituskohteeseen, jolloin riski pienenee yhdessä pitkän position kanssa.¹³⁰

¹²⁸ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 231.

¹²⁹ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225.

¹³⁰ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 225.

5.4.5 Toimitushäiriöiden välttäminen arvopapereiden selvityksessä

Arvopaperilainoja käytetään toimitushäiriöiden välttämiseksi arvopaperikauppojen selvityksen yhteydessä. Toimitushäiriöt voivat johtua arvopapereiden ylimyynnistä, toisen selvitysosapuolen toimitushäiriöstä ja muista arvopapereiden selvitykseen liittyvistä teknisistä ongelmista. Arvopapereiden selvityksessä tapahtunut toimitushäiriö saattaa aiheuttaa dominoefektin siten, että toimitushäiriöstä kehittyy laajamittainen markkinoiden häiriötilanne.¹³¹ Siksi arvopapereiden selvitystä varten otetut arvopaperilainat ovat rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta hyödyllinen operaatio.

Syyt arvopaperilainojen tarpeeseen arvopapereiden selvityksen yhteydestä johtuvat selvityksen rakenteesta, jossa arvopaperit toimitetaan vasta kolmen päivän kuluttua kaupantekopäivästä lähtien. Arvopaperikauppojen selvitys voidaan jakaa neljään vaiheeseen, ne ovat 1) vahvistus, 2) hyväksyminen, 3) selvitys ja 4) toimitus. Selvityksen alussa vahvistetaan, että kauppa täyttää selvitykseen ottamisen edellytykset, minkä jälkeen se hyväksytään selvitetäväksi. Kaupan selvitysvaiheessa määritellään yksityiskohtaisesti kaupan osapuolille tulevat velvoitteet ja kaupan toimitusvaiheessa nämä kaupan osapuolille selvityksessä määritellyt oikeudet ja velvollisuudet pannaan täytäntöön. Selvityksessä varmistetaan myös se, että arvopaperit toimitetaan niiden ostajalle ainoastaan maksua vastaan (delivery versus payment).¹³² Toimitusvaiheessa selvitysosapuolelle saattaa syntyä tilanne, ettei hänen hallussaan ole tarvittavia arvopapereita velvoitteidensa täyttämiseksi. Tässä tilanteessa välttääkseen toimitushäiriön ja siitä mahdollisesti aiheutuvat seuraamukset, selvitysosapuoli saattaa lainata arvopaperit.¹³³

Selvitysyhteisöt vastaavat arvopapereiden selvitysjärjestelmän ylläpidosta. Erityisesti nettouttavissa arvopapereiden selvitysjärjestelmissä on tarpeellista, että selvitysyhteisö menee omavelkaiseen takaukseen selvitysjärjestelmän puitteissa tehtyjen arvopaperikauppojen täytäntöönpanosta. Tällöin arvopaperilainojen ottaminen toimitushäiriöiden välttämiseksi tulee tarpeel-

¹³¹ Brusilla 1994 s. 13–14.

¹³² Brusila 1994 s.13.

¹³³ HE 133/2003, s, HE 209/1997 s. 31 ja Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s.225.

liseksi myös selvitysyhteisöille.¹³⁴ Keskusvastapuoli on yhteisö, joka arvopaperikaupan selvityksessä toimii pörssin ja selvitysyhteisön välissä asettamalla kauppajen vastapuoliksi sekä myyjille että ostajille, sekä takaa kauppajien toteutumisen ottamalla vastuulleen osapuolten vastapuoliriskin.¹³⁵ Myös keskusvastapuoli saattaa tarvita toiminnassaan arvopaperilainoja.

5.4.6 Muut motiivit

Reposopimuksia käytetään rahankaltaisina sijoitusinstrumentteina keskuspankki- ja vakuutettujen pankkitalletusten sijasta, koska pankkitilit ovat suojattuja ainoastaan määrättyyn summaan saakka. Jos rahamääräinen varallisuus on esimerkiksi satoja miljoonia euroja, vakuudelliset rahoitusmarkkinat ovat varteenotettava vaihtoehto pankkitalletuksille.¹³⁶ Reposopimusten käyttäminen rahankaltaisina sijoitusinstrumentteina ei kuitenkaan ole riskitöntä. Ongelmana on muun muassa varjopankkien suurempi riippuvuus rahoituksen tukumarkkinoista, suppeampi sääntely, julkisen turvajärjestelmän täydellinen puute ja kassavarojen suuri häilyväisyys.¹³⁷

5.5 Toimintaan liittyvät riskit

Vaikka arvopaperilainaukseen liittyvä luottoriski on selkeästi pienempi kuin vakuudettomissa transaktioissa, se ei kuitenkaan ole riskitöntä toimintaa.¹³⁸ Keskeisimmät toimintaan liittyvät riskit ovat lainanottajan mahdollinen epäonnistuminen palauttaa lainatut arvopaperit ja se, ettei lainanantaja palauta vakuuksia sopimuksen mukaisesti. Vastapuoliriskin lisäksi lainanottajan riskinä on se, että lainanantaja vaatii arvopaperit palautettavaksi ennaikaisesti. Sopimuksen voimassaoloaikana riskeinä ovat muun muassa vakuuden arvonlasku ja mahdollisen käteisvakuuden uudelleen sijoittamiseen liittyvät riskit.¹³⁹ Erityisen suuri riski on kuitenkin oikeudellinen riski, koska eri maiden lainsäädäntö ja vakuuskäytännöt vaihtelevat. Oikeudellinen riski korostuu kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden muillakin sektoreilla kuin

¹³⁴ Brusila 1994 s. 38–42, 46 ja 58, ks. myös HE 69/2010 s. 3–4.

¹³⁵ HE 32/2012 s. 25.

¹³⁶ FSB 27.4.2012 s. 5–6.

¹³⁷ European Repo Council, Shadow Banking and Repo 20 March 2012 s. 2.

¹³⁸ Harding 2011 s. 24.

¹³⁹ Securities Lending Market Guide 2010: James Clunie: Securities Lending Process s. 8.

arvopaperivakuudellisessa rahoitustoiminnassa.¹⁴⁰ Toimintaan liittyviä riskejä voidaan hallita käyttämällä vakuuksia.

5.5.1 Vastapuoliriski

Vastapuoliriskillä tarkoitetaan sopimuksen osapuolen riskiä siitä, ettei vastapuoli sovittuna ajankohtana pysty suoriutumaan kaikista sopimuksen mukaisista velvoitteistaan. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksen yhteydessä vastapuoliriskinä on se, ettei vastapuoli palauta lainattuja arvopapereita tai luovutettua vakuutta takaisin. Jos transaktiossa käytetään käteisvakuutta, vastapuoliriski korostuu arvopapereiden lainanantajan käteisvakuuksien uudelleensijoittamisohjelman yhteydessä.¹⁴¹

Vastapuoliriskiä pyritään hallitsemaan selvittämällä vastapuolen maksukykyisyys ennen arvopaperilainaussopimuksen solmimista, käyttämällä korkealaatuisia vakuuksia sekä vakuusmarginaaleja, ja ylläpitämällä asianmukaista vakuuden hallintaohjelmaa, jossa seurataan vakuuden ja lainattujen arvopapereiden markkinakehitystä päivittäin. Vastapuolen maksukykyisyyden selvittäminen ennen sopimuksen tekemistä saattaa kuitenkin olla ajoittain perin hankalaa puutteellisen käytettävissä olevan informaation vuoksi. Vastapuoliriskiä vähentää joiltain osin arvopaperilainaustoiminnan luvanvaraisuus ja lakisääteiset korotetun alkupääoman vaatimukset. Lisäksi arvopaperilainaustoimintaa ammattimaisesti harjoittavat yhteisöt ovat Fivan valvonnan alaisia, joka valvoo myös niiden vakavaraisuutta ja sen kehitystä.¹⁴²

5.5.2 Vakuusriski

Vakuusriskissä on kysymys siitä, ettei vakuuden saaja kykene palauttamaan haltuunsa saatuja arvopapereita. Riski korostuu erityisesti vakuuksien uudelleen sijoitusohjelmien yhteydessä.

Lainanottajan vakuusriski korostuu lainanantajan vakuuksien uudelleen sijoittamisohjelman yhteydessä etenkin silloin, jos vakuutena käytetään käteistä. Hyväksyessään käteisen vakuudeksi lainanantajan on tehtävä päätös sen mahdollisesta uudelleen sijoittamisesta, koska lainanantajan on makset-

¹⁴⁰ HE 133/2003 s. 4.

¹⁴¹ Harding, Paul C. & Christian A. Johnson s. 25.

¹⁴² Vrt. Hoppu 2009 s. 82–83.

tava käteisvakuudesta lainanottajalle hyvityskorkoa, minkä kattamiseksi hänen kannattaa sijoittaa käteinen tuottavaan kohteeseen. Useat arvopaperilainauksen yhteydessä koetut tappiot ovat liittyneet käteisvakuuksien sijoittamiseen.¹⁴³

AIG:n tapaus on hyvä esimerkki siitä, mihin ylenpalttinen käteisvakuuksien uudelleensijoittamisohjelma saattaa johtaa. AIG harjoitti erityisen riskialtista käteisvakuuksien uudelleen sijoittamisohjelmaa. AIG lainasi sen tytäryhtiöiden omistamia arvopapereita eteenpäin, joista saatujen käteisvakuuksien yhteisarvo oli korkeimmillaan 76 miljardia dollaria. Näistä käteisvakuuksista noin 60 % oli sijoitettuna asuntolainavakuudellisiin arvopapereihin (RMBS). Kun epäluottamus AIG:n luottokelpoisuuteen lisääntyi, AIG:n arvopaperilainausohjelman lainanottajat alkoivat sulkea arvopaperilainojaan takaisin ja vaativat käteisvakuuksien palauttamista. AIG:n arvopaperilainat olivat toistaiseksi voimassaolevia ja luovutetut käteisvakuudet se oli sijoittanut määräaikaisiin ja epälikvideihin arvopapereihin. AIG oli toisin sanoen toteuttanut mittavaa maturiteetti- ja likviditeetti transformatiota, mikä johti likviditeettikriisiin. Kun finanssikriisi alkoi, arvopapereiden lainanottajat alkoivat sulkea arvopaperilainoja ja vaativat käteisvakuuksia palautettavaksi. Tämän johdosta AIG joutui myymään sijoituksiaan mittavin tappion.¹⁴⁴ Kun AIG:n käteisvakuudet olivat sidottuja epälikvideihin subprime-lainoihin, sillä oli vaikeuksia täyttää lainanottajien vaatimukset. Tämä yhdessä muiden ongelmien kanssa johti AIG:n velkasaneeraukseen.¹⁴⁵

Jos vakuutena käytetään käteisvakuuden sijasta arvopapereita, lainanantaja välttää uudelleensijoittamisriskin, mutta sen sijaan hänen kannettavakseen tulee muita riskejä, kuten oikeudellinen riski, arvon määrittämisriski, likviditeettiriski, järjestelmäriski jne. Nämä riskit tulevat ajankohtaisiksi lainanottajan jättäessä palauttamatta lainatut arvopaperit, jolloin lainanantaja pyr-

¹⁴³ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 31.

¹⁴⁴ Adrian 2012 s. 10.

¹⁴⁵ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 228, ks. AIG:n romahduksesta tarkemmin Hearing on ”American International Group: Examining what went wrong, government intervention, and implications for future regulation”.

kii likvidoimaan hänen hallintaansa luovutetut arvopaperit ja ostamaan markkinoilta lainaamansa arvopaperit takaisin omaan hallintaansa.¹⁴⁶

Arvon määrittämisen riski johtuu vakuuksien tai lainattujen arvopapereiden arvon virheellisestä arvioinnista. Vakuudet on voitu arvioida liian arvokkaiksi tai lainatut arvopaperit liian vähäarvoisiksi.

5.5.3 Markkinariski

Markkinariski merkitsee arvopaperilainaus sopimuksessa käytettyjen rahoitusinstrumenttien markkinakehityksestä mahdollisesti johtuvaa arvomuutosta. Esimerkiksi valtion joukkovelkakirjojen arvo laskee silloin, kun markkinoiden yleinen korkotaso nousee.¹⁴⁷ Kyseinen mekanismi tulee hyvin selväksi tarkkailemalla esimerkiksi Kreikan joukkovelkakirjojen markkinakehitystä. Niiden arvo on romahtanut täysin samanaikaisesti kun Kreikalle myönnettyjen lainojen korot ovat karanneet pilviin.

Jos lainatut ja vakuudeksi annetut arvopaperit ovat samoja, niin silloin ei ole minkäänlaista markkinariskiä. Lainanantajan riskinä on se, että lainattujen arvopapereiden markkina-arvo nousee tai vakuudeksi annettujen arvopapereiden markkina-arvo laskee ennen kuin lainanottaja on ennättänyt lisätä vakuuksien arvoa. Jos lainanottaja epäonnistuu arvopapereiden palauttamisessa, lainanantajan ”mismatch riski” jatkuu, kunnes hän on saanut myytyä vakuudet ja ostanut lainatut arvopaperit itselleen takaisin markkinoilta.¹⁴⁸

5.5.4 Operatiivinen riski

Operatiiviset riskit syntyvät järjestelmähäiriöistä, inhimillisistä erehdyksistä, petoksista, onnettomuuksista, luonnonkatastrofeista ym.¹⁴⁹ Järjestelmäriskillä tarkoitetaan rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyviä riskejä, minkä johdosta maksukykyiset markkinaosapuolet eivät kykene suoriutumaan velvollisuuksistaan. Selvitysjärjestelmän kautta yhden selvitysosapuolen riskit kanavoituvat muihin selvitysosapuoliin. Yhden osapuolen toimitus- tai maksuhäiriö saattaa aiheuttaa toimitus- ja maksuhäiriöiden ketjureaktion ja vakavan rahoitusmarkkinoiden häiriötilanteen. Rahoitusmarkkinoiden kan-

¹⁴⁶ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 32.

¹⁴⁷ Harding, Paul C. & Christian A. Johnson s. 25.

¹⁴⁸ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 33.

¹⁴⁹ Harding 2011 s. 25 ja vrt. Basel Committee on Banking Supervision 2001 s. 2.

sainvälistymisen myötä yhdessä maassa puhjennut rahoitusjärjestelmän kriisi saattaa levitä nopeasti kansainvälisille markkinoille. Järjestelmäriski on erityisen suuri niillä markkinoilla, joiden valvontaan ja oikeudelliseen sääntelyyn liittyy puutteita.¹⁵⁰ Arvopaperivakuudellinen rahoitustoiminta on järjestelmäriskille erityisen riskialtista toimintaa, kun siinä luodaan pitkiä arvopaperilainaketjuja, joiden velvollisuuksien toteuttaminen edellyttää sitä, että myös muut osapuolet suoriutuvat velvollisuuksistaan.

Yli rajojen tapahtuvissa arvopaperilainastransaktioissa on otettava huomioon eri maiden selvitysjärjestelmien erilaiset käytännöt. Jos niissä käytetään kansainvälisiä standardisopimuksia, sopimusten sisältöä on muutettava tarvittavilta osin. Esimerkiksi arvopapereiden selvitysajat saattavat vaihdella eri selvitysjärjestelmien välillä. Kansainvälisissä arvopaperilainastransaktioissa syntyy usein myös päivän sisäinen riski. Ongelmana on se, ettei lainattavia arvopapereita ja vakuuksia ole aina mahdollista toimittaa samanaikaisesti. Tällöin tilanteissa lainanantaja saattaa vaatia lainanottajalta, että se toimittaa sopimuksenmukaisen vakuuden etukäteen. Tällöin päivän sisäinen riski siirtyy lainanantajalta lainanottajalle.¹⁵¹

Järjestelmäriskiä on pyritty hallitsemaan käyttämällä nettouttavia selvitysjärjestelmiä, joissa selvitysyhteisö vastaa viime kädessä kauppajen toteuttamisesta. Järjestelmä keskittää selvitysjärjestelmän riskit selvitysyhteisöön, missä taas on omat riskinsä. Jos selvitysyhteisön rahoitusta ei ole turvattu, voi yhden selvitysosapuolen toimitushäiriö aiheuttaa vakavan kriisin rahoitusmarkkinoilla. Markkinariskidirektiivin (93/6/ETY) 8 artiklan 5 kohdan mukaan sijoituspalveluja tarjoavien yritysten ja luottolaitosten on ilmoitettava valvontaviranomaisille tapauksista, joissa arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksen vastapuoli rikkoo sopimusvelvoitteitaan. Tällä tavoin valvontaviranomaiset voivat valvoa arvopaperivakuudelliseen rahoitustoimintaan liittyviä järjestelmä- ja muita riskejä.

Arvopapereiden selvityksen kannalta ongelmallisia ovat muun muassa ns. tyhjat kauppaketjut, jossa arvopapereiden välittäjä myy arvopapereita, joita hänellä ei ole. Ylimyyntinsä kaupankävijä pyrkii kompensoimaan nettoutta-

¹⁵⁰ HE 209/1997 s. 7–8.

¹⁵¹ Harding 2011 s. 26.

vassa selvitysjärjestelmässä ostamalla vastaavat arvopaperit takaisin samana päivänä.¹⁵²

5.5.5 Likviditeettiriski

Likviditeettiriskillä tarkoitetaan vaaraa siitä, ettei vastapuolen hallussa ole riittäviä varoja sen maksu- tai toimitusvelvoitteidensa täyttämiseksi. Maksuvalmiusvaikeudet saattavat johtua esimerkiksi markkinoiden toimintahäiriöistä tai siitä, että osapuolen on vaikea saada luottoa erääntyvien velvoitteidensa hoitamiseen.

5.5.6 Oikeudellinen riski

Oikeudelliset riskit korostuvat erityisesti rajat ylittävissä arvopaperitransaktioissa, koska eri maiden lainsäädäntö- ja vakuuskäytännöt vaihtelevat. Esimerkiksi ennen rahoitusvakuusdirektiivin voimaan tuloa Euroopan unionin jäsenmaiden vakuuskäytännöissä oli suuria eroja liittyen siihen, millaisin edellytyksin voidaan perustaa sivullisia sitova vakuusoikeus, joka on tehokkaasti täytäntöönpantavissa vakuudenantajan maksukyvyttömyysmenettelyssä.¹⁵³

Oikeudellinen riski syntyy tulkintaerimielisyyksistä sopimuksen sisällöstä tai vastapuolen sopimusrikkomuksen yhteydessä. Sopimuksen mukaisten seuraamusten täytäntöönpaneminen ei välttämättä ole mahdollista kaikissa oikeusjärjestyksissä. Arvopaperilainaus sopimuksen laatimisen yhteydessä onkin tärkeää kiinnittää huomiota sopimuksen oikeudelliseen sitovuuteen kunkin maan oikeusjärjestyksessä erikseen.

5.6 Arvopaperilainaus osana rahoitusmarkkinoita

Rahoitusjärjestelmä on perinteisen pankkitoiminnan ja arvopaperimarkkinoiden varaan rakentuva monimutkainen kompleks, jonka keskeisinä funktiona ovat mahdollisimman tehokas ja tarkoituksenmukainen varallisuuden allokoiminen ylijäämätalouksilta alijäämätalouksille. Keskeisiä rahoitusmarkkinoilla toimivia finanssi-instituutioita ovat muun muassa luotto- ja rahoituslaitokset, vakuutusyhtiöt, rahastot, rahastoyhtiöt, pääomarahastot ja

¹⁵² HE 209/1997 s. 31.

¹⁵³ Ks. HE 133/2003 s. 4.

arvopaperivälittäjät.¹⁵⁴ Rahoitusmarkkinat muodostuvat raha- ja pääomamarkkinoista. Rahamarkkinat muodostuvat kaupankäynnistä alle vuoden pituisilla rahoitusvaateilla ja muu osa kaupankäynnistä käydään pääomamarkkinoilla. Rahamarkkinainstrumentteja ovat muun muassa lyhytaikaiset valtion velkasitoumukset sekä kunta- ja yritystodistukset. Alle vuoden pituiset arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset luokitellaan rahamarkkinoihin kuuluviksi rahoitusinstrumenteiksi. Rahoitusmarkkinat voidaan jakaa myös ensi- ja jälkimarkkinoihin. Ensimmäisissä on kysymys arvopapereiden liikkeeseenlaskusta rahoitustarkoituksessa. Liikkeeseenlaskija voi olla yritys, valtio tai joku muu oikeushenkilö. Jälkimarkkinoilla käydään kauppaa ensimmäisillä liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Arvopaperimarkkinat muodostuvat joukkovelkakirja-, osake- ja johdannaismarkkinoista.¹⁵⁵

Rahoitusmarkkinoiden laajentumisen yhtenä seurauksena on ollut se, että rahoituslaitosten ja markkinaosapuolten kytkentöjen ja keskinäisten riippuvuussuhteiden lisääntymisen johdosta finanssikriisit saattavat syntyä yllättävistä tilanteista ja lamaannuttaa nopeasti koko maailman talousjärjestelmän. Kansainväliset rahoituslaitokset ovat paisuneet jättiläismäisiksi komplekseiksi, joiden toimintaan liittyvien riskien ymmärtäminen, hallinta ja valvonta, sekä mahdollisten kriisitilanteiden ratkaiseminen on vaikeaa. Tämä on suuri haaste rahoitusmarkkinoiden sääntelylle ja valvonnalle.¹⁵⁶ Arvopaperilainaus toiminta on yksi rahoitusmarkkinoiden osa-alue, jolla luodaan uudenlaisia kytkentöjä ja riippuvuussuhteita markkinaosapuolten välille, mikä on uhkana rahoitusmarkkinoiden vakaudelle.

Arvopaperilainaus- ja repomarkkinoista on kehittynyt rahoitusmarkkinoiden avainkomponentti, joka luo uutta likviditeettiä rahoitusmarkkinoille ja yhdistää niiden eri osa-alueet, raha-, joukkovelkakirja-, osake- ja johdannaismarkkinat toisiinsa. Uutta likviditeettiä syntyy, kun institutionaalisten sijoittajien arvo-osuustileillä käyttämättöminä makaavien arvopapereiden hyödyntämistä tehostetaan siten, että niitä käytetään tavallaan ”kahteen ker-

¹⁵⁴ Vrt. Lauriala 2008 s. 47 ja Knúpher 2011 s. 50–51.

¹⁵⁵ Vrt. Lauriala 2008 s. 47 ja Knúpher 2011 s. 50–51, ks. myös HE 133/2003, s. 7.

¹⁵⁶ Lauriala 2008 s. 38–39.

taan”. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset luovat uutta likviditeettiä rahoitusmarkkinoille myös vakuuksien uudelleensijoittamisohjelmien välityksellä. Arvopaperilainaus- ja reposopimukset yhdistävät markkinoiden eri osa-alueet toisiinsa niiden avulla toteutettujen arvopaperitransaktioiden ja käteisvakuuksien uudelleen sijoittamisohjelmien välityksellä, joiden kautta voidaan luoda pitkiä salaisia luottoketjuja. Selvitysjärjestelmän yhteydessä arvopaperilainaustoiminnalla on vakautta luova vaikutus rahoitusmarkkinoille. Myös arvopaperivakuudellinen rahoitustoiminta on rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta vakuudettomaan luotonantoon myönteinen asia, jos jätetään huomioimatta vakuuksien käyttöön liittyvä myötäsyklinen vaikutus makrotalouteen. Arvopaperivakuudellisella rahoitustoiminnalla voidaan luoda markkinoille myös epävakaata likviditeettiä. Tällainen skenaario kehittyi Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmässä, jossa reporahoituksen vakuutena käytettiin epälikvidejä arvopapereita, kuten esimerkiksi omaisuusvakuudellisia arvopapereita ja vakuudellisia velkasitoumuksia.¹⁵⁷

Arvopaperilainaustoiminta on kiinteässä yhteydessä rahoitusmarkkinoiden muihin osa-alueisiin arvopapereiden uudelleen sijoitusohjelmien kautta, jotka ovat keskeisessä roolissa erityisesti Yhdysvalloissa. Käteisvakuuksien globaalit uudelleensijoittamismarkkinat olivat vuoden 2007 puolessavälissä huipussaan, jolloin niiden markkina-arvo oli yhteensä noin 2,5 biljoonaa dollaria, mutta vuoden 2011 lopussa käteisvakuuksien uudelleensijoittamismarkkinat olivat ainoastaan 1 biljoonan dollarin suuriset markkinaosapuolten lisääntyneestä varovaisuudesta ja arvopaperimarkkinoiden kurssien laskusta johtuen.¹⁵⁸ Arvopaperimarkkinoiden kurssien laskulla on rahamarkkinoiden likviditeettiin suora yhteys sitä kautta, että arvopapereiden markkina-arvon seurauksena tarvittavien käteisvakuuksien määrä laskee, mikä vähentää rahamarkkinoille sijoitettavien käteisvakuuksien uudelleen sijoittamisen määrää.¹⁵⁹

Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvosto (Financial Stability Board, FSB) on arvopaperilainaus- ja repomarkkinoiden kohdalla yksilöinyt ainakin seitse-

¹⁵⁷ FSB 27.4.2012 s. 6.

¹⁵⁸ Dive – Hodge – Jones – Purchase, Bank of England: Quarterly Bulletin 2011 Q3 s. 228.

¹⁵⁹ FSB 27.4.2012 s. 15.

män eri ulottuvuutta, jotka ovat keskeisessä asemassa rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta. Niitä ovat arvopaperilainauksen ja repokaupan läpinäkyvyys, rahoitusjärjestelmän linkittymisestä ja vivutuksesta johtuva myötäsyklisyys, hyväksyttävät vakuudet ja niiden markkinakehitys, vakuusmarginaalit, vakuuksien kiertonopeus ja muut vakuuksien uudelleen käytöstä johtuvat rahoitusmarkkinoiden vakauteen vaikuttavat tekijät, vakuuksien paniikkimyynnistä johtuvat potentiaaliset riskit, arvopaperilainojen välittäjien toiminnasta aiheutuvat potentiaaliset riskit, vakuuksien uudelleen käyttöön perustuva varjopankkitoiminta, vakuuksien hallinnoimisen tehottomuus ja puutteellisuus.¹⁶⁰ Esimerkiksi vakuuksien marginaalien käytössä ongelmana on se, että finanssikriisin aikana marginaalit saattavat nousta ja noususuhdanteessa laskea. Tällä saattaa olla myötäsyklinen vaikutus rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Rahoitusmarkkinoiden vakausneuvoston raportista tulee hyvin esille, kuinka moniulotteisesta asiasta arvopaperilainauksessa on kysymys.

BIS:n julkaisussa todettiin vuonna 1999 arvopaperilainausmarkkinoiden olevan keskeinen osa rahoitusmarkkinoita ja ennusti kehityksen jatkuvan.

“Today, securities lending markets are a vital component of domestic and international financial markets, providing liquidity and greater flexibility to securities, cash and derivatives markets. The Working Group expects that securities lending activity will continue to increase and become an even more integral component of financial markets in the future.”¹⁶¹

Ennuste kävi toteen ja sen aika näyttää, mikä vaikutus finanssikriisillä tulee olemaan arvopaperilainausteollisuuden kehitykseen.

¹⁶⁰ FSB 27.4.2012 s. 14–18.

¹⁶¹ BIS/CPSS Publications No 32 July 1999: Securities lending transactions: market development and implications, <http://www.bis.org/publ/cpss32.htm>.

5.6.1 Varjopankkijärjestelmä ja sen salaiset luottoketjut

Varjopankkijärjestelmä on perinteisen pankkitoiminnan ulkopuolella oleva rahoitusmarkkinoiden harmaa vyöhyke, joka on kasvanut viime vuosina jättimäisin harppauksin. Vuonna 2010 sen suuruus oli 46 biljoonaa euroa, kun vielä 2002 se oli yli puolet vähemmän, 21 biljoonaa euroa. Varjopankkijärjestelmän osuus koko rahoitusjärjestelmästä on noin 25–30 prosenttia ja pankkien varoista noin 50 prosenttia. Yhdysvalloissa varjopankkijärjestelmän osuus koko rahoitusjärjestelmästä on vieläkin suurempi, noin 35–40 prosenttia.¹⁶² Varjopankkitoiminta on kuulunut perinteisesti sääntelyn ulkopuolelle, jolloin esimerkiksi vakavaraisuusvaatimukset eivät ole sitoneet pankkeja. Sen katsotaan kuitenkin hoitavan tärkeitä tehtäviä rahoitusjärjestelmässä luomalla lisärahoituslähteitä ja sijoittajille vaihtoehtoja pankkitaletuksille. Pitkällä tähtäimellä varjopankkijärjestelmä saattaa kuitenkin olla vaaraksi rahoitusmarkkinoiden vakaudelle.¹⁶³

FSB:n määritelmän mukaan varjopankkitoiminta on pankkitoiminnan kaltaista toimintaa, jota harjoittavat sellaiset yhteisöt, jotka eivät ole pankkeja (non-banks performing bank-like functions). Varjopankkitoiminta nojautuu vahvasti rahoituksen tukkumarkkinoihin varjopankkitoimintaan osallistuvien yhteisöjen välityksellä. Varjopankkitoiminnan kautta tarjotaan sekä suoraa että välillistä rahoitusta erilaisten rahoitustransformaatioiden välityksellä. Näitä transformaatiomekanismeja ovat luotto-, maturiteetti- ja likviditeetti-transformaatio.¹⁶⁴ Varjopankkijärjestelmän ominaispiirteenä on laajamittaisen suoran tai epäsuoran vivutuksen käyttäminen.¹⁶⁵ Varjopankkiyksiköitä ovat muun muassa erityistä tarkoitusta varten perustetut strukturoidut sijoitusvälineet ja muut erillisyhtiöt, rahamarkkinarahastot, sijoitusrahastot, pankkien sääntelyn ulkopuolella olevat rahoitusyhtiöt ja arvopaperiyhteisöt, sekä vakuutusyhtiöt, jotka laskevat liikkeeseen tai takaavat rahoitusinstru-

¹⁶² Vihreä kirja varjopankkitoiminta

¹⁶³ Vihreä kirja varjopankkitoiminta

¹⁶⁴ Ks. Lauriala 2008, s. 54–55., kohdassa perehdytetään tarkemmin pankkitoiminnan erilaisiin rahoitustransformaatiomekanismeihin., ks. myös Gerding 2011: artikkelissa kuvataan tarkemmin varjopankkitoiminnan rakenne.

¹⁶⁵ European Repo Council, Shadow Banking and Repo, 20 March 2012 s. 2.

menttejä.¹⁶⁶ Reporahoituksella on keskeinen rooli Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmässä.

Varjopankkijärjestelmä on FSB:n mukaan voimakkaassa kytköksessä perinteiseen pankkijärjestelmään, minkä johdosta häiriötilanne varjopankkijärjestelmässä voi nopeasti aiheuttaa järjestelmäriskejä myös perinteisessä pankkijärjestelmässä. FSB on korostanut myös sitä, että varjopankkijärjestelmän löyhempi säänteleminen voi johtaa siihen, että yhä suurempi osa perinteisestä pankkitoiminnasta siirretään sääntelyn ulkopuolelle varjopankkijärjestelmään.¹⁶⁷ Varjopankkijärjestelmää arvioitaessa on kiinnitetty huomiota muun muassa varjopankkitoiminnan laajuuteen, sääntelyssä oleviin aukkoihin, sääntelyarbitraasiin, agentuuriliikkeisiin liittyviin ongelmiin arvopaperistamisen yhteydessä, varjopankkien välisiin riippuvuussuhteisiin sekä varjopankkijärjestelmän ja traditionaalisen pankkijärjestelmän välisiin kytkentöihin, varjopankkijärjestelmän kompleksisuuteen ja läpinäkymättömyyteen, hinnoitteluriskiin rahoituksen tukkumarkkinoilla, vakuudellisen rahoituksen taipumukseen kiihdyttää sijoitusten vivutusta sekä sen myötäsykliseen vaikutukseen makrotaloudellisella tasolla.¹⁶⁸ Eriytyisen tärkeää on, että viranomaiset kykenisivät kartoittamaan salaiset luotonvälitysketjut ja ymmärtämään niiden merkityksen koko rahoitusjärjestelmän kannalta, selvittämään uudenlaisten finanssi-instrumenttien vaikutuksen rahoitusmarkkinoiden vakaan näkökulmasta sekä selvittämään varjopankkijärjestelmän ja rahoitusmarkkinoiden muiden osa-alueiden väliset kytkökset.¹⁶⁹

Yhtenä ratkaisuna varjopankkijärjestelmään liittyviin riskeihin on ehdotettu pakollisten vakuusmarginaalien käyttöönottoa arvopaperilainaus- ja repomarkkinoilla. Helmikuussa 2012 julkaistussa ICMA:n raportissa “Haircuts and Initial Margins in the Repo Market” mukaan repomarkkinat ovat kuitenkin vakaa rahoituslähde, joissa käytetyt vakuusmarginaalit eivät nousseet merkittävästi finanssikriisin aikana. ICMA:n mukaan päinvastaiset tutkimustu-

¹⁶⁶ Vihreä kirja varjopankkitoiminta

¹⁶⁷ Vihreä kirja varjopankkitoiminta

¹⁶⁸ European Repo Council, Shadow Banking and Repo, 20 March 2012 s. 2.

¹⁶⁹ Vihreä kirja varjopankkitoiminta, ks. myös Sunderam 2012, artikkelissa kartoitetaan varjopankkijärjestelmän vaikutusta rahankaltaisten instrumenttien lisääntymiseen rahoitusmarkkinoilla. Ks. myös FSB 29.8.2013 s. 4–6, jossa määritellään varjopankkitoimintaan liittyviä riskejä

lokset johtuvat siitä, että niissä keskityttiin ainoastaan varjopankkijärjestelmässä käytettyihin strukturoituihin finanssi-instrumentteihin, vaikka niiden käyttö oli vähäistä Yhdysvalloissa ja erityisesti Euroopassa repomarkkinoiden laajuuteen nähden. Kriisin aikana ainoastaan strukturoitujen finanssi-instrumenttien vakuusmarginaalit nousivat merkittävästi, minkä vuoksi ICMA:n mukaan tehtiin se väärä johtopäätös, että repomarkkinat olisivat epävakaa rahoituslähde.¹⁷⁰ Mikäli pakolliset suuremmat vakuusmarginaalit otetaan käyttöön, velkavivun käyttäminen vähentyisi ja samalla repomarkkinoiden myötäsyklinen vaikutus heikentyisi. Ongelmana on kuitenkin se, että pakolliset vakuusmarginaalit vaikuttaisivat vakuudettoman ja vakuudellisen luotonannon markkinahintoihin vakuudettoman luotonannon hyväksi. Pakollisilla vakuusmarginaaleilla olisi myös markkinoiden likviditeettiä vähentävä vaikutus. Saattaisi ollakin parempi vaihtoehto, että, ylisuuren velkavivun käyttöä rajoitettaisiin suoraan rahoitusinstituutiota koskevalla sääntelyllä, kuten pääomavaatimuksilla velkavivun käytön yhteydessä.¹⁷¹

Ennen subprime-kriisiä Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmä perustui laajamittaiseen strukturoitujen finanssi-instrumenttien käyttöön reporahoituksen vakuutena. Reporahoituksen vakuutena käytettiin muun muassa omaisuusvakuudellisia arvopapereita (ABS, asset backed security), kiinnevakuudellisia arvopapereita (MBS, mortgage backed security), asuntolainavakuudellisia arvopapereita (RMBS, residential mortgage backed security) ja vakuudellisia velkasitoumuksia (CDO, collateral debt obligation). Tällaisia rahoitusinstrumentteja luodaan luottojen arvopaperistamisprosessissa. Ne kategorisoidaan sen mukaan, millaisia omaisuususeriä niiden vakuutena käytetään. ABS:ien vakuutena käytetään esimerkiksi luottokorttisaatavia, tuotantovälineiden leasingtuottoja, vakuutuspreemioita ja erilaisia rojaltimeksuja. MBS:ien vakuutena on aina kiinnitysluottoja. MBS:t voidaan jakaa RMBS:iin ja CMBS:iin eli liikekiinteistölainavakuudellisiin arvopapereihin. CMBS:issä vakuuksina on toisin sanoen liikehuoneistolainoja vakuuksineen ja RMBS:issä asuntolainoja vakuuksineen. CDO:iden vakuutena ovat nimensä mukaisesti yritysten tai muiden velallisten liikkeelle laskemat jouk-

¹⁷⁰ European Repo Council, Shadow Banking and Repo, 20 March 2012 s. 3.

¹⁷¹ Ks. European Repo Council, Shadow Banking and Repo, 20 March 2012 s. 3 ja Adrian 2012 s. 7–8.

kovelkakirjalainat. CDO:t ovat hyvin monimutkaisia rahoitusnovaatioita, joihin liittyy paljon vaikeasti hahmotettavia variaabeleita. Ne saattavat olla synteettisiä ja niissä voidaan käyttää joko kiinteää tai vaihtuvaa korkoa. Niihin voidaan liittää ulkopuolisia vakuusjärjestelyjä, kuten takauksia, ja niiden etuoikeusjärjestys maksukyvyttömyystilanteissa vaihtelee. CDO:t eivät ole suoria joukkovelkakirjalainoja, vaan ne ovat käytännössä johdannaisia, joiden luottotappioiden riski vaihtelee salkun painotusten ja etusijajärjestyksen mukaisesti. Markkinaosapuolten onkin vaikea hahmottaa CDO:ihin sisältyviä riskejä.¹⁷²

Arvopaperistamisella tarkoitetaan prosessia, jossa tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia epälikvidejä omaisuuseriä muunnetaan jälkimarkkinakelpoiseen arvopaperimuotoon. Luottojen arvopaperistaminen mahdollistaa riskien ulkoistamisen ja hajauttamisen alkuperäiseltä lainanantajalta rahoitusmarkkinoille, kuten myös, rahoitustoiminnan siirtämisen pankin taseiden ulkopuolelle.¹⁷³ Luottolaitoslain 16 b:n §:ssä arvopaperistaminen määritellään luottolaitosdirektiivin 4 artiklan 36–44 kohdassa tarkemmin määritellyksi järjestelyksi, jossa ”omaisuuseriä muutetaan uusiksi omaisuuseriksi jakamalla saamiseen tai muuhun omaisuuserään liittyvä luottoriski etuoikeusluokkiin siten, että järjestelyyn perustuvat maksut ovat tuotoista riippuvaisia ja että tappiot jaetaan etuoikeusluokkien määrittämässä järjestyksessä.

Luottojen arvopaperistaminen käy seuraavasti: Luotot myöntänyt rahoituslaitos myy luottokantansa arvopaperistamista varten perustetulle erillisyhtiölle, joka rahoittaa kyseisen luottokannan oston laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainan, jonka takaisinmaksun vakuutena on erillisyhtiön rahoituslaitokselta ostettu luottokanta. Arvopaperistamisprosessin taloudellisena seurauksena on se, että luotot alun perin myöntänyt rahoituslaitos saa luoton myöntämiseen sidotut varansa ja niistä tulevaisuudessa saatavat tuotot heti pääomamarkkinoilta. Erillisyhtiölle siirretystä luottokannasta saatavia kassavirtoja käytetään markkinoille liikkeeseen lasketun joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun. Erillisyhtiön liikkeelle laskemien joukkovelkakirjalainojen maturiteetti on identtinen niiden vakuutena käytettyjen alkupe-

¹⁷² Lauriala 2008 s. 359–362.

¹⁷³ Lauriala 2008 s. 57 ja 351.

räisten luottojen kanssa. Maturiteettitransformaatioita ei toisin sanoen tapahdu vielä tässä vaiheessa. Erillisyhtiö puretaan siinä vaiheessa, kun saatavakanta on tullut kokonaan maksetuksi. Erillisyhtiön pitää olla pankista ja velallisesta riippumaton yksikkö. Tuomioistuin saattaa tehdä päätöksen luottojen alullepanijan ja erillisyhtiön varojen samaistamisesta, jos se tapauskohtaisessa harkinnassaan katsoo, etteivät riippumattomuuden kriteerit erillisyhtiön kohdalla toteudu.¹⁷⁴ Arvopaperistamisprosessin edellytyksenä on se, että liikkeeseen lasketut arvopaperit saavat hyvän luottoluokituksen, jotta ne kävisivät kaupaksi.¹⁷⁵ Yhdysvaltain subprime-luottokriisin johdosta ros-kalainoille liian hyviä luottoluokituksia myöntäneet luottoluokituslaitokset saivatkin osakseen kovaa kritiikkiä.¹⁷⁶ Arvopaperistaminen rahoitusmuotona kehitettiin Yhdysvalloissa 1970-luvun alussa, jolloin kiinnitysvakuudelliset asuntolainat arvopaperistettiin ja luotiin niille jälkimarkkinat.¹⁷⁷

5.6.2 Johdannaismarkkinat

Arvopaperilainojen kanssa taloudellisilta vaikutuksiltaan samaan lopputulokseen voidaan päästä käyttämällä myös vaihtoehtoisia sijoitusinstrumentteja, joiden tarjonta johdannaismarkkinoilla on kirjavaa. Näitä ovat muun muassa tuotonvaihtosopimukset (total return swap), hinnanerosopimukset (contract for difference, CFD), osakkeenvaihtosopimukset (equity swap), futuurit ja optiot. Näiden korvaavien rahoitusmuotojen hyödyntäminen on erityisen tärkeää kehittyvillä markkinoilla, joissa ei ole arvopaperilainaus ja repotoiminnan kannalta tarpeeksi kehittyntä infrastruktuuria.¹⁷⁸

Toisin kuin käteisvetoiset arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset, johdannaismarkkinat eivät välitä rahoitusta, vaikka ne luetaankin osaksi rahoitusmarkkinoita. Viime vuosina niiden rooliin rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin kiinnitetty enenevässä määrin huomioita niiden paisuttua jättimäisen suuriksi rahoitusmarkkinoiden suurimmaksi osa-alueeksi. Huomionkohdeena on ollut erityisesti, millainen vaikutus niillä on rahoitusmarkkinoiden

¹⁷⁴ Lauriala 2008 s. 353–356 ja 363 ja Tepora 2009, s. 445–450.

¹⁷⁵ Lauriala 2008 s. 356.

¹⁷⁶ Lauriala 2008 s. 359–362.

¹⁷⁷ Lauriala 2008 s. 351.

¹⁷⁸ Bianconi 2010 s. 3.

toimintaan.¹⁷⁹ Arvopaperi- ja repomarkkinat ovat yksi mekanismi, millä tavalla johdonnaismarkkinat ovat tiiviissä yhteydessä rahoitusmarkkinoiden muihin osa-alueisiin.

Futuurit ja termiinit ovat sopimuksia, joilla sitoudutaan ostamaan tai myymään määrätty kohde-etuus ennalta sovittuun hintaan tiettyinä päivämäärinä. Futuureilla ja termiineillä on mahdollista suojautua kohde-etuuksien hintamuutoksilta tai tavoitella voittoa ennakoimalla tuleva kurssikehitys. Futuurin kohde-etuutena voi olla esimerkiksi osake, raaka-aine tai valuutta.¹⁸⁰ Myyntifutuurin tai – termiinin ostaja saa voittoa siinä tapauksessa, jos kohde-etuuden hinta laskee. Ostofutuurin liikkeeseenlaskija voi suojautua sopimukseen liittyviltä riskeiltä hankkimalla vastaavan lyhyen position arvopaperimarkkinoilta.

Optio on futuurien ja termiinien kaltainen johdannainen, jossa option asettaja sitoutuu ostamaan tai myymään kohde-etuuden sopimuksenmukaiseen hintaan sovittuna hetkenä tai vaihtoehtoisesti amerikkalaisissa optioissa niiden voimassaoloaikana. Optio eroaa futuureista ja termiineistä siinä, että option haltijalla on ainoastaan oikeus suorittaa sopimuksen mukainen kauppa, muttei velvollisuutta siihen. Tavanomaisimmat optiotyypit ovat osto- ja myyntioptiot. Mikäli osto-option kohde-etuuden markkina-arvo alittaa tai myyntioption kohde-etuuden markkina-arvo ylittää sopimuksen mukaisen hinnan option erääntymispäivänä, se raukeaa arvottomana.¹⁸¹ Osto-optioilla povataan siis kurssinousua ja myyntioptioilla lyödään vetoa kurssilaskun puolesta. Mielenkiintoinen yksityiskohta johdonnaismarkkinoiden historiasta löytyy 10.9.2001, jolloin tutkimusten mukaan American Airlinesin myyntioptioiden päivävaihto oli 60-kertainen verrattuna siihen, mitä se oli ollut keskimäärin edellisen kolmen viikon aikana. Gruenewaldin mukaan tästä voidaan päätellä, että optiomarkkinat ovat läpinäkymättömämpiä kuin arvopaperilainausmarkkinat.¹⁸²

¹⁷⁹ Lauriala 2008 s. 58–61.

¹⁸⁰ Lauriala 2008 s. 339.

¹⁸¹ Lauriala 2008 s. 341.

¹⁸² Gruenewald 2009 s. 26.

Luottojohdannaiset kuuluivat keskeisenä osana varjopankkijärjestelmään, jossa asuntovakuudellisten arvopapereiden ketjuttamiseen osallistuvat markkinaosapuolet suojautuivat subprime-asuntoluottoihin liittyviltä riskeiltä ostamalla luottojohdannaisia eli CDS:siä (credit default swap). Luottojohdannaiset ovat synteettisiä ja taseen ulkopuolisia sijoitusinstrumentteja, joiden avulla arvopapereihin, lainoihin, tai muihin saataviin kohdistuva riski siirretään maksua vastaan sopimuspuolelta toiselle. Luottojohdannaisen ostajan taseessa riskipainotettujen ja riskipitoisten saatavien määrä vähenee. Tämä mahdollistaa sen, ettei velkojan tarvitse hankkiutua saatavasta eroon siinä tilanteessa, kun vastapuolen luottoriskirajat ovat ylittyneet. Luottojohdannaiset mahdollistavat myös luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuussuhteiden muokkaamisen.¹⁸³ Credit Default Swap (CDS) on synteettinen luottojohdannainen, jolla suojataan sen ostajaa niiltä seuraamuksilta, mitä syntyy velallisen laiminlyödessä maksuvelvollisuutensa. CDS:n myyjä sitoutuu jaksottain maksettavaa preemiota vastaan korvaamaan CDS:n ostajalle sen menetyksen, joka aiheutuu mahdollisesta credit eventistä, joka voi olla esimerkiksi luottokelpoisuusluokitusluokan aleneminen, maksujen laiminlyönti tai konkurssi. CDS:ät muistuttavat siten vakuutusta.¹⁸⁴ Laajamittaista arvopaperilainausohjelmaa harjoittanut AIG:n sijoitti merkittävän osan käteisvakuuksista luottojohdannaisiin, mikä ilmeisesti oli AIG:n romahduksen syy.

Arvopapereita lainataan myös vakuuksiksi tuotonvaihtosopimuksiin. Tuotonvaihtosopimuksessa (Total Return Swap) suojan ostaja sitoutuu maksamaan sopimuksen vastapuolelle eli suojan myyjälle kaikki kohdeomaisuudesta kertyvät tuotot ja arvonnousun, ja sitä vastaan vastapuoli lupautuu maksamaan suojan ostajalle jonkun vaihtuvan viitekoron mukaisen koron kohdeomaisuudelle lisättynä sopimuksen mukaisella marginaalilla sekä mahdollisen markkina-arvon laskun. CDS:ssä ja TRS:ssä kohdeomaisuuden omistusoikeus ei siirry osapuolten välillä.¹⁸⁵ TRS:n suojan myyjä saattaa suojautua sopimukseen liittyviltä riskeiltä myymällä lyhyeksi sopimuksen

¹⁸³ Lauriala

¹⁸⁴ Lauriala

¹⁸⁵ Lauriala 2008 s. 346.

mukaista kohdeomaisuutta, jos kohdeomaisuutena on arvopaperi, jolle on olemassa arvopaperilainausmarkkinat

5.6.3 Repomarkkinat finanssikriisin aikana

Adrianin, Begallen, Copelandin ja Martinin laatimassa raportissa ”Repo and Securities Lending” todetaan, että finanssikriisissä tapahtuneiden bilateraalisten ja trilateraalisten repomarkkinoiden ongelmat olivat luonteeltaan erilaisia. Bilateraalilla markkinoilla ongelmia syntyy jo silloin, jos tietyn laatuisten arvopaperien vakuusmarginaalit kohoavat. Tämä pakottaa käteisen rahan lainanottajia vähentämään sijoitusvarallisuutensa vipuvaikutusta, koska siinä tilanteessa samanlaatuisia arvopapereita vastaan on mahdollista saada vähemmän rahoitusta kuin aikaisemmin.¹⁸⁶

Tutkimusten tuloksista voidaan tehdä se johtopäätös, että bilateraaliset ja trilateraaliset repomarkkinat käyttäytyivät kriisin aikana eri tavalla. Bilateraalilla repomarkkinoilla vakuusmarginaalit nousivat jyrkästi, millä oli vähentävä vaikutus lainattavissa olevan rahan määrään. Tästä vahvistavana todistuksena on muun muassa lukuisten hedgerahastojen kaatuminen vakuusmarginaalien kohottamisen välittömänä seurauksena. Sen sijaan trilateraalilla markkinoilla vakuusmarginaaleissa ei nähty merkittäviä muutoksia suuntaan eikä toiseen. Tästä voidaan Adrianin, Begallen, Copelandin ja Martinin mukaan päätellä, että Lehman Brothersin ja Bear stearnsin kaatumisen syynä olivat ennen kaikkea niiden omat vaikeudet trilateraalisten markkinoiden sijaan, minkä vuoksi luotonantajat menettivät luottamuksensa niiden maksukykyyn ja eräännyttivät saatavansa. Trilateraalilla markkinoilla markkinapaine näyttäisi siten kohdistuvan ainoastaan tiettyihin vastapuoliin eikä yleisesti kaikkiin vakuuksiin vakuusmarginaalien kohoamisen muodossa poikkeuksena mahdollisesti kiinne- ja omaisuusvakuudelliset arvopaperit. Vakuusmarginaalien kohoaminen kriisitilanteissa on mahdollista nähdä myös markkinoita tasapainottavana tekijänä. Marginaalien kohoaminen vähentää saatavilla olevaa rahoitusta, muttei sulje sitä kokonaan pois. Marginaalien asteittainen kohoaminen antaa markkinaosapuolille aikaa sopeutua uuteen tilanteeseen tai etsiä muualta vaihtoehtoista rahoitusta. Sen

¹⁸⁶ Adrian 2012 s. 7–8.

sijaan trilateraalisilla markkinoilla nähtiin rahoituslähteen yhtäkkinen sulkeutuminen, mikä ei jättänyt markkinaosapuolille aikaa sopeutua uuteen tilanteeseen.¹⁸⁷

Repomarkkinoilla vakuusmarginaalien suurentuminen voi merkitä sitä, että lainanottajat ovat pakotettuja vähentämään sijoitusvarallisuutensa vipuvaiikutusta. Tämä johtuu siitä, että vakuusmarginaalien ollessa suurempia samalla määrällä arvopapereita saa vähemmän lainaa kuin pienemmällä vakuusmarginaaleilla. Tästä johtuen repomarkkinat saattavat kutistua, jos vakuusmarginaalit nousevat liian paljon. Finanssikriisin aikana näin ilmeisesti kävi tietyn tyyppisille arvopapereille. Toisaalta Repomarkkinoiden romahdus saattaa tapahtua myös sen tähden, että vakuusmarginaalit eivät nouse markkinoilla lainanantajan mielestä tarpeeksi paljon, jolloin hän lopettaa sellaisten vastapuolten rahoittamisen, joiden maksukykyyn hän ei enää luota. Näin ilmeisesti kävi Lehman Brothersille ja Bear Stearnsille.¹⁸⁸

6 ARVOPAPERILAINAUS- JA TAKAISINOSTOSOPIMUSTEN OIKEUDELLISET ULOTTUVUUDET

Oikeudellisesti tarkasteltuna arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset ovat erittäin mielenkiintoisia. Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksilla omistusoikeus siirretään kokonaan osapuolten välillä, mutta toisaalta osapuolten kirjanpidossa ja verotuksessa kuitenkin katsotaan, että omistusoikeus säilyy koko ajan arvopapereiden varsinaisella omistajalla eikä mitään todellista luovutusta katsota tapahtuvan. Myös perinteisten esineoikeudellisten oppien mukaan arvopaperilainaus- ja takaisinostotransaktiot olisi mahdollista katsoa sivullisia sitomattomiksi vakuusluovutuksiksi, joista puuttuu todellinen luovutustarkoitus. Näin ei kuitenkaan ole voimassa olevan oikeuden mukaan arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten kohdalla, vaan ne voidaan luonnehtia oman tyyppisiksi omistusvakuusjärjestelyiksi, joissa arvopapereiden varsinaisella omistajalla on ainoastaan saamisoikeus lainattuihin arvopapereihin. Arvopaperilainaussopimusta voidaankin oikeudelli-

¹⁸⁷ Adrian 2012 s. 8-9, ks. myös Copeland, Martin ja Walker 2011.

¹⁸⁸ Adrian 2012 s. 7-8

sesti luonnehtia tavaravelaksi, jossa lainanantajalla ei ole esineoikeutta luovutettuihin arvopapereihin.¹⁸⁹

Suomen lainsäätäjän tarkoitus näyttäisi olevan samansuuntainen Ison-Britannian ja Yhdysvaltain lainsäätäjän kanssa. Myös Isossa-Britanniassa katsotaan, että arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten kohteena olevat arvopaperit ovat lajiesineitä, joihin arvopapereiden varsinaisella omistajalla on ainoastaan saamisoikeus. Lisäksi australialaisen tuomioistuimen ratkaisun *Beconwood Securities Pty Ltd v ANZ Banking Group Ltd* perusteluissa oleva arvopaperilainaussopimuksen oikeudellinen luonnehdinta on pitkälti samansuuntainen.

6.1 Saamisoikeuden käsitteestä

Saamisoikeus määritellään perinteisesti yksityisoikeudeksi, jonka kohteena on varallisuusarvoinen teko. Se ilmenee velkojan ja velallisen välisessä velkasuhteessa, jossa velkojalla on saamisoikeus velalliseen nähden, ja jossa velallinen on sidottu veloitteeseen velkojaan nähden. Velkojalla on saamisoikeutensa nojalla oikeus vaatia velalliselta suoritusta, jonka tekemisellä velallinen vapautuu veloitteistaan. Saamisoikeuden tukena velkojalla on käytettävissä useita eri pakkokeinoja, jotka voidaan luokitella 1) vastasuoritusvaikutuksiin, 2) vahingonkorvaustyyppisiin oikeuskeinoihin sekä 3) muihin seuraamuksiin.¹⁹⁰

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa yleensä sovitaan sopimusrikkomuksen johdosta tapahtuvista pakkokeinoista, joita ovat esimerkiksi sulkeutuva nettoutusmenettely sekä viivästyskorko. Mutta jos tällaisista menettelyistä teoreettisesti ajatellen ei olisi sovittu, silloin sopimusrikkomuksen oikeusvaikutukset saattaisivat määräytyä dispositiivisen oikeuden perusteella.¹⁹¹

¹⁸⁹ HE 218/1997 s. 2.

¹⁹⁰ Hemmo 2000 s. 18–19.

¹⁹¹ Vrt. Hemmo 2000 s. 19.

6.2 Omistusoikeuden käsitteestä

Länsimaisten demokratioiden varallisuus-oikeusjärjestelmät on rakennettu omistusoikeuden ja omaisuuden suojan käsitteiden varaan.¹⁹² Suomen perustuslain 2 luvun 15 §:ssä säädetään omaisuuden suojasta, jonka mukaan ”jokaisen omaisuus on turvattu”. Omaisuuden suoja koskee siten kaikenlaisia oikeussubjekteja. Omaisuuden suojaan ovat oikeutettuja jokainen luonnollinen henkilö sekä oikeushenkilö sen kansallisuudesta ja muista erityispiirteistä riippumatta. Omaisuuden suoja on Suomen perustuslain tärkein perusoikeus yhdessä joidenkin muiden perustuslain 2 luvussa säänneltyjen luovuttamattomien perusoikeuksien kanssa.

Perinteisen määritelmän mukaan omistusoikeus on ”täydellinen, toiset poisulkeva yksinoikeus esineeseen”. Tämä pitää sisällään omistajan täydellisen ja rajoittamattoman määräysvallan esineeseen. Omistajan oikeusasema voidaan jaotella 1) omistajan hallintaoikeuteen, 2) omistajan kompetenssiin ja 3) omistajan dynaamiseen suojaan. Omistajan hallintaoikeudella tarkoitetaan oikeusjärjestyksen turvaamaa yksinomaista käyttövapautta esineeseen. Omistajan hallintaoikeus antaa staattista suojaa niihin tilanteisiin, joissa ”oikeus on vääryyttä vastassa”. Omistajan kompetenssi jakautuu, luovutuskompetenssiin, reaaliluotto- ja henkilöluottokompetenssiin. Omistajan kompetenssilla tarkoitetaan omistajan määräysvaltaa esineen luovuttamisesta tai panttaamisesta. Omistajan dynaamisessa suojassa on kysymys oikeudellisesta suojasta niissä tilanteissa, joissa ”oikeus on oikeutta vastassa”. Usein lähdetään siitä, että luovutuksen saajaa voidaan pitää esineen omistajana vasta siinä vaiheessa, kun hänen oikeutensa on suojattu luovuttajan ulosmittaus- ja konkurssivelkojia vastaan.¹⁹³

Rajoitetussa omistusoikeudessa on kysymys tilanteesta, jossa oikeuden omistajalle kuuluu ainoastaan osa omistusoikeuteen kuuluvista oikeuksista. Rajoitetut esineoikeudet voidaan jakaa käyttö- ja arvo-oikeuksiin. Käyttöoikeuden haltijalla on oikeus käyttää toiselle kuuluvaa esinettä jollakin tavalla hyödyksi. Arvo-oikeus taas antaa oikeuden ottaa esineestä tai sen avulla määrätty omaisuusarvo. Panttioikeus on keskeinen arvo-oikeus, jonka kes-

¹⁹² Hemmo 2000 s. 24, vrt myös Pöyhönen 2000 ja Saarnilehto 2005 s. 3–5.

¹⁹³ Hemmo 2000 s. 24–27.

keisenä sisältönä on panttioikeuden haltijan ”oikeus panttisaatavansa vastaavan arvon saamiseen yksilöidystä tai yksilöidyistä kohteista”. Rajoitetuihin esineoikeuksiin katsotaan kuuluviksi toisistaan hyvin erilaisia poikkeuksia, kuten esimerkiksi irrottamis- ja lunastusoikeudet. Irrottamis- ja lunastusoikeudet eivät kuitenkaan ole varsinaisesti käyttöoikeuksia, koska niitä ”käytettäessä tapahtuu omistajan vaihdos.”¹⁹⁴

6.3 Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten omistusoikeuden siirtymiseen liittyvät oikeudelliset ulottuvuudet

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset voidaan oikeudellisesti hahmottaa luovutusoikeustoimiksi, joihin samalla sisältyy luovutuksensaajan velvollisuus samanlaisten arvopapereiden toimittamiseen luovuttajalle. Luovuttajalle palautettavien arvopapereiden on vastattava sekä määrältään että ominaisuuksiltaan täsmälleen alkuperäistä luovutusta. Kun transaktioiden kohteena olevat arvopaperit ovat lajiesineitä, luovutuksensaajan palautusvelvollisuus ei ole esineoikeudellinen. Luovutuksensaajan palautusvelvollisuudella on siten ainoastaan velvoiteoikeudellinen ulottuvuus. Luovuttajalla ei näin ollen ole luovuttamiinsa arvopapereihin minkäänlaista esineoikeutta vaan ainoastaan saamisoikeus.¹⁹⁵

Arvopaperilainaussopimusten kohdalla termi arvopaperilainaus on jollakin tapaa harhaanjohtava ja sekava. Englannissa ja monen muun maan oikeusjärjestelmissä arvopaperilainaus on luonnehdittu sopimukseen perustuvaksi arvopapereiden luovutukseksi yhdistettynä samanlaatuisten arvopapereiden myöhempään takaisinluovutukseen.¹⁹⁶ Takaisinostosopimus kuvaa arvopaperilainaustransaktion oikeudellista rakennetta ehkä hieman paremmin, mutta taloudellisilta vaikutukseltaan termi arvopaperilainaus kuvaa todellisuutta paremmin huomioon ottaen transaktioiden verotuksellinen ja taloudellinen kohtelu ja esimerkiksi lyhyeksi myynti.

Arvopapereiden lainaus- ja takaisinostojärjestelyitä ei ole mahdollista luokitella purkaviksi kaupoiksi, koska alkuperäinen luovutusoikeustoimi ja palautus ovat erillisiä oikeustoimia. Kyse ei myöskään ole traditionaalisesta

¹⁹⁴ Hemmo 2000 s. 28.

¹⁹⁵ HE 209/1997 s. 32.

¹⁹⁶ Faulkner, Securities Finance 2005 s. 4.

lainasta, koska Kauppakaaren 11 luvun mukaisella lainalla tarkoitetaan vastikkeetonta oikeustointa, jossa lainansaajalla on ainoastaan käyttöoikeus esineeseen, muttei luovutusoikeutta. Lisäksi KK:n 11:4:ssä kielletään lainatun esineen luovuttaminen eteenpäin. Arvopaperilainat voidaankin luokitella tavaravelaksi, jossa velalliselle myönnetään luottoa tietyn suuruisena tavaramääränä. Tavaraluotto suoritetaan maksamalla luotonantajalle samanlaisia tavaroita samansuuruinen tavaramäärä viimeistään luoton erääntymispäivänä.¹⁹⁷ Kauppakaaren 9 luvussa säännellään rahan tai tavararan velaksi annosta ja sen korosta, mutta suoraan tavaravelkaa koskevat pykälät on kumottu. Rahoitusalan kielenkäytössä sanan ”laina” käyttäminen on kuitenkin yleistä luotonannon yhteydessä. Asuntolainalla ei kuitenkaan ole mitään tekemistä kauppakaaren 11 luvun mukaisen lainan kanssa vaan se on puhtaasti velvoiteoikeudellinen oikeussuhde. Kauppakaaren 11 luvun mukainen laina vastaa esimerkiksi kirjastosta saatavaa kirjalainaa, jonka taloudellinen merkitys on vähäinen sen sivistävään ja yleishyödylliseen vaikutukseen verrattuna.

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa arvopapereiden omistusoikeus siirtyy kokonaan lainanantajalle. Tämän vuoksi hänellä on arvopapereiden omistajana oikeus määrätä kyseisistä arvopapereista sopimuksen voimassaoloaikana. Omistusoikeuden siirtäminen mahdollistaa esimerkiksi lyhyeksi myynnin. Lyhyeksi myynnin yleisesti käytetty määritelmä ”omistamattomien osakkeiden myymisestä” ei siten olekaan täysin totuuden mukainen, koska arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten ehtojen mukaisesti arvopapereiden omistusoikeus siirretään myyjälle. Sen sijaan alustamassa lyhyeksi myynnissä on kysymys omistamattomien arvopapereiden myymisestä, koska alustonta lyhyeksi myyntiä harjoittavasta markkinaosapuolesta ei tule missään vaiheessa kaupankohteena olevien arvopapereiden omistajaa. Toisaalta arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa luovutuksensaajan omistusoikeutta rajoittaa hänen velvollisuutensa palauttaa vastaavat arvopaperit takaisin niiden varsinaiselle omistajalle vaadittaessa tai sopimuksen mukaisen määräajan kuluttua. Arvopapereiden alkuperäisen omistajan oikeus saada arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksen koh-

¹⁹⁷ HE 209/1997 s. 32.

teena olevat arvopaperit takaisin omistukseensa katsotaan kuitenkin ainoastaan arvopapereita koskevaksi saamisoikeudeksi. Arvopapereiden alkuperäisellä omistajalla ei ole minkäänlaista esineoikeudellista oikeutta sopimuksen kohteena oleviin arvopapereihin. Tästä johtuen yleisenä lähtökohtana on se, että arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa tapahtuva omistusoikeuden siirtäminen sopimuskumppaneiden välillä on sivullisia sitova, mikäli arvopapereiden omistuksen siirtoon liittyvät julkivarmistusvaatimukset on täytetty asianmukaisesti.¹⁹⁸ Toisin sanoen, koska arvopaperit ovat lajiesineitä, lainanantajan oikeus ei voi kohdistua mihinkään määrättyyn arvopaperiin, minkä johdosta ei ole mahdollista ajatella, että lainanottajalla olisi esimerkiksi ainoastaan rajoitettu omistusoikeus arvopapereihin, kuten arvo- tai käyttöoikeus vaan täysi sivullisia sitova omistusoikeus.

6.4 Omistusoikeuden siirtyminen kirjanpidollisen ja verotuksellisen kohtelun viitekehyksessä

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen keskeisesti liittyvä omistusoikeuden siirtyminen moniulotteisena ilmiönä tulee erityisesti ilmi arvopaperilainaustransaktioiden kirjanpidollisessa ja verotuksellisessa kohtelussa:

Finanssivalvonnan määräyskokoelmaan sisältyvissä standardeissa takaisinostosopimukset tulkitaan vakuudelliseksi luotonannoksi. Tilinpäätöstä ja toimintakertomusta koskevan standardin 3.1:n luvun 5.1.4 kohdan 20 mukaisesti takaisinostosopimukset merkitään rahoitustapahtumina sekä luovuttajan että luovutuksensaajan kirjanpitoihin. Kaupankohteena olevia arvopapereita ei merkitä takaisinostosopimuksen ostajan taseeseen varallisuudeksi vaan sen sijaan takaisinostosopimuksen kauppahinta merkitään ostajan taseeseen saamiseksi.¹⁹⁹ Toisin sanoen takaisinostosopimusten kirjanpidossa lähdetään siitä, että omistusoikeus arvopapereihin säilyy arvopapereiden alkuperäisellä omistajalla. Takaisinostosopimusten avulla toteutetaan arvopapereiden kirjanpidollisen omistuksen ja esineoikeudellisen omistuksen eriyttäminen toisistaan.

¹⁹⁸ Tepora, BLF 2005 s. 20

¹⁹⁹ HE 209/1997 s. 32.

FIVA:n standardin 3.1 luvun 5.1.5 kohdan 23 mukaan arvopaperilainausso-
pimuksia ei merkitä liiketapahtumiksi lainanantajan eikä lainanottajan kir-
janpitoon välittömästi sopimuksen voimaantulon jälkeen. Arvopaperilaina
on merkittävä osapuolten kirjanpitoon vasta siinä vaiheessa, jos lainanottaja
on luovuttanut lainatut arvopaperit edelleen kolmannelle osapuolelle. Täl-
löin kauppahinta merkitään lainanantajan taseeseen saamisoikeudeksi ja
vastaavasti lainanottajan taseeseen varallisuudeksi (kohta 24). Toisin sanoen
arvopapereiden lainanottajaa ei merkitä kirjanpidossa missään vaiheessa
arvopapereiden omistajaksi. Arvopaperilainausso-
pimuksen kohdalla tapah-
tuu toisin sanoen myös arvopapereiden esineoikeudellisen omistuksen ja
kirjanpidollisen omistuksen eriytyminen.

Kirjanpitolautakuntakunta on tehnyt arvopaperilainaus- ja takaisinostosopi-
musten kirjanpitoa koskevan periaatelinjauksen 25.3.1996 antamassa ratkai-
sussaan nro 1377. Linjauksen mukaan takaisinostosopimuksia ei pidetä
kauppoina vaan vakuudellisina luottoina, jotka merkitään rahoitustarkastuk-
sen määräysten mukaisesti arvopaperit myyneen henkilön kirjanpitoon saa-
misiksi. Reposopimuksen ostaja ei aktivoi arvopapereita taseeseensa, vaan
sen sijaan hän aktivoi taseeseen maksamansa kauppahinnan myyjältä ole-
vaksi saamiseksi. Vastaavalla tavalla myyjä säilyttää kaupan kohteena ole-
vat arvopaperit omassa taseessaan. Siitä, että arvopaperit on annettu vakuu-
deksi rahoitusta vastaan myyjä ilmoittaa ainoastaan tuloslaskelmansa ja ta-
seensa liitteenä kirjanpitolain 2 luvun 7 §:n mukaisena liitetiedostona. Re-
posopimuksella ei myöskään ole mitään vaikutusta arvopapereiden arvosta-
miseen myyjän taseessa.²⁰⁰

Reposopimusta pidetään siis vakuudellisena luottosuhteena, minkä vuoksi
kauppahintojen välistä erotusta käsitellään kirjanpidossa korkona. Myyjä ja
ostaja jaksottavat koron kirjanpidossaan koko sopimuksen voimassaoloajal-
le. Mikäli tilinpäätösajankohta on aikaisemmin kuin takaisinmyyntisopi-
muksen erääntymispäivä, niin siinä tapauksessa osto- ja myyntihinnan väli-
sestä erotuksesta kirjataan ostajan tuloslaskelmaan korkotuotoksi ja tasee-
seen siirtosaamiseksi suoraan verrannollisesti siinä suhteessa kuin mitä on

²⁰⁰ Mähönen 2004 s. 117.

kuluneen sopimusajan suhde koko sopimuksen voimassaolon pituuteen nähden. Vastaavalla tavalla myyjän tuloslaskelmaan hintojen erotus merkitään korkokuluksi ja taseeseen siirtovelaksi suoraan verrannollisesti samassa suhteessa kuin toteutuneen sopimuksen kulumisajan suhde sopimuksen mukaisen sopimuksen pituuteen nähden.²⁰¹ Kirjanpitolautakunnan tekemän linjauksen mukaisesti arvopaperilainausopimuksen kirjanpidollinen kohtelu on pääpiirteittäin vastaava huomioon ottaen FIVA:n standardin 3.1 ilmenevät erot sopimusten kirjanpidollisessa kohtelussa.

Kirjanpitolautakunnan mukaan reposopimuksen oikeudellinen ja taloudellinen luonne poikkeavat toisistaan. Oikeudellisesta näkökulmasta tarkasteltujen kysymys on edestakaisista kaupoista, joissa arvopapereiden omistusoikeus siirtyy väliaikaisesti niiden ostajalle. Kysymys on siis vastikkeellisista luovutuksista. Mutta reposopimusten taloudellinen luonne on kuitenkin sellainen, jossa on kysymys vakuudellisesta luotonannosta myyjän ollessa luotonantaja. Tosiasiassa ei siis ole kysymys kauppatapahtumasta, koska kauppankohteina oleviin arvopapereihin sisältyvä ”hintariski säilyy myyjällä” (KILA 1377).

IAS/IFRS –standardeissa lähestymistapa arvopaperivakuudelliseen rahoitus-toimintaan on toisenlainen. Rahoitusinstrumenttien kirjaamista ja arvostamista koskevan IAS 39 –standardin 35 mukaisesti rahoitusvaroihin kuuluva erä tai osa on kirjattava pois taseesta ainoastaan silloin, kun luovuttaja on menettänyt määräysvaltansa kyseisiin varoihin. Standardin 41 kohdassa todetaan, että määräysvalta rahoitusvarallisuuteen on katsottava menetetyksi siinä vaiheessa, kun luovutuksensaajan hyväksi koituu luovutetusta omaisuudesta tuleva tuotto.²⁰²

6.5 Panttioikeuden yleiset edellytykset

Rahoitusvakuuslain 4 §:n mukaisiin omistusvakuusjärjestelyihin ei sovelleta panttioikeudellisia säännöksiä, mutta asian ymmärtämiseksi panttioikeuden yleisiin periaatteisiin perehtyminen on välttämätöntä.

²⁰¹ Mähönen 2004 s. 117.

²⁰² Mähönen 2004 s. 117–118.

Panttikohteen on täytettävä tietyt yksilöitävyysvaatimukset. Lisäksi edellytetään, että panttikohteen on oltava riittävän hyvin pantinsaajan kontrollissa niin, että panttivelkojan oikeus ei voi vaarantua pantinantajan toimista johtuen. Mikäli pantinantajalla olisi liian vapaat oikeudet määrätä panttikohteesta vakuusvälivaiheen aikana, silloin yleisten panttioikeudellisten periaatteiden mukaisesti katsottaisiin, ettei panttaus täytä sivullisia sitovan panttauksen olennaisia vaatimuksia. Pääsäännön mukaan pantinantaja tarvitsee joka kerta pantinsaajan nimenomaisen hyväksynnän panttiobjektin yksittäiselle disponoinnille.²⁰³ Pantinantaja ei esimerkiksi voi ikinä myydä pantiksi luovuttamaansa arvo-osuustilin osakkeita ilman pantinsaajan nimenomaista hyväksyntää. Jos näin olisi mahdollista toimia, silloin kysymys ei olisi sellaisesta panttaussitoumuksesta, joka voimassaolevassa oikeusjärjestyksessämme saisi sivullisia sitovan oikeusvaikutuksen. Jos pantinsaaja antaa hyväksynnän tarkasti yksilöityjen arvopapereiden myymiselle, hyväksyntä ei saastuta koko panttaussitoumusta tehottomaksi sivullisiin nähden vaan panttauksen kohteesta ainoastaan vapautuvat hyväksynnän mukaiset varallisuusobjektit.²⁰⁴

Jotta panttaus olisi sitova oikeustoimi sivullisiin nähden, pantinsaajan kontrollivalta panttiobjektiin on kestettävä koko panttausajan. Pantinsaajan kontrollivaltaa panttikohteeseen arvioidaan sekä juridisessa että tosiasiallisten olosuhteiden viitekehysessä. Panttaussitoumus ei ole sivullisiin nähden uskottava, jos pantinantaja voi panttauksen aikana vapaasti operoida pantiksi antamallaan arvopapereillaan. Pantinsaajan kontrollivallan on toisin sanoen oltava sekä oikeudellisesti että tosiasiallisesti uskottavalla tavalla varmistettu.²⁰⁵

Panttioikeus tuottaa yleensä pantinsaajalle ainoastaan etusijan pantin kohteena olevaan varallisuuteen. Jos panttisaatava on erääntynyt, panttivelkojalla on oikeus realisoida panttioikeuden kohteena oleva varallisuus. Pantin realisoinnista aiheutuva ylijäämä on tilitettävä velalliselle. Panttioikeuden yleisten oppien mukaan pantinsaaja ei saa vapaasti disponoida panttivaralli-

²⁰³ Tepora, BLF 2005 s. 26–27.

²⁰⁴ Tepora, BLF 2005 s. 26.

²⁰⁵ Tepora, BLF 2005 s. 27.

suudesta ennen saatavan erääntymistä. Tämä johtuu siitä, ettei pantinsaajalla ole omistusoikeutta eikä siten myöskään omistajan määräysvaltaa panttiobjektiin.²⁰⁶

Vaikkei pantinsaajalla olekaan oikeutta panttiobjektin myymiseen luottoaikana, hänellä on kuitenkin oikeus luovuttaa pantti edelleen pantiksi otta-
maansa uutta velkaa vastaan. Asiasta säädetään kauppakaaren 10:6:ssa. Säännös koskee varsinaisesti ainoastaan irtaimia esineitä, mutta vakiintuneen käytännön mukaisesti sitä sovelletaan analogisesti myös arvopapereihin ja joukkovelkakirjoihin.²⁰⁷

Yleensä panttauskompetenssi on ainoastaan esineen omistajalla, joten KK 10:6 on poikkeus pääsäännöstä. Pantin edelleenpanttaus ei kuitenkaan saa tapahtua suuremmasta velkasummasta eikä huonommin ehdoin kuin alkupe-
räinen panttaus. Lisäksi KK 10:6:n mukaan pantinsaajan on ilmoitettava edelleenpanttaukselta pantinantajalle. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin esitetty, että edelleenpanttauksen sivullissitovuus ei edellyttäisi erillistä ilmoitusta pantinantajalle. Sen sijaan edelleenpanttauksen on täytettävä kaikki panttauksen yleisten oppien mukaiset sivullissitovuuden edellytykset, kuten tradition tapahtumista ja asian omaisen omaisuuslajin julkivarmistusvaatimuksen täyttämistä. Arvopapereiden kohdalla traditio ja julkivarmistus toteutetaan arvo-osuustilille tehtävin kirjauksin. Ongelmana edelleenpanttauksen kohdalla on se, ettei AOTL:n 6 §:n 3 momentin mukaan pantin varsinaisen omistajan arvo-osuustilille kirjattuun pantti-oikeuteen ole mahdollista kirjata erillistä panttausta. Jälkipanttioikeus on kuitenkin mahdollista perustaa siten, että panttaukselta ilmoitetaan ensipantinsaajalle. Ongelmaksi jää edelleen, miten edelleenpanttauksen sivullissitovuuden edellytyksenä oleva julkivarmistusvaatimus olisi mahdollista toteuttaa, kun lainsäädäntö estää kirjauksen eikä muitakaan keinoja näyttäisi olevan käytettävissä julkivarmistusvaatimuksen täyttämiseksi. Lisäksi on hyvä pitää mielessä, että luottolaitokset eivät saa edelleenpantata saamaansa vakuutta ilman pantinantajan erillistä suostumusta.²⁰⁸

²⁰⁶ Tepora, BLF 2005 s. 27–28

²⁰⁷ Tepora, BLF 2005 s. 28.

²⁰⁸ Tepora, BLF 2005 s. 28–29.

6.6 Perinteisestä vakuusluovutuksesta

Tavanomaisessa vakuusluovutuksessa on kysymys järjestelystä, jossa rahoituksen tarpeessa oleva henkilö myy omistamansa irtaimen esineen takaisinosto-oikeuksin luotonantajalle, jolloin kaupankohteena oleva esine toimii tosiasiallisesti luoton vakuutena ja kauppahinta luottona. Tavanomaisen vakuusluovutuksen sopimuksen ehtojen mukaan omistusoikeus siirtyy ostajalle heti kaupanteon yhteydessä, mutta esineen hallinta-oikeus ja käyttövalta säilyvät myyjällä. Myyjällä on myös lunastusoikeus eli takaisinosto-oikeus kaupankohteena olevaan esineeseen, ja ostajalla on vastaava velvollisuus luovuttaa esineen omistusoikeus takaisin myyjälle, jos myyjä täyttää sopimuksen mukaiset velvoitteensa. Järjestelyn keskeisenä elementtinä on se, että esineen myyjä sitoutuu ostamaan esineen takaisin sopimuksen mukaiseen hintaan, joka yleensä on alkuperäinen kauppahinta korkoineen. Järjestelyssä esineen myyjä on luotonantaja ja esineen ostaja luotonantaja luotonmäärän ollessa joko kokonaan tai osittain sama kuin esineen kauppahinta. Jos esineen myyjä ei suorita velkaansa eräpäivään mennessä, omistusoikeus esineeseen siirtyy lopullisesti ostajalle ilman lunastusoikeutta. Tällaisessa tilanteessa myyjälle on tilitettävä takaisin se osa esineen arvosta, joka ylittää maksamattoman velan määrän huomioon ottaen se mitä oikeustoimilain 37 §:ssä on säädetty. Tilitysmenettelyssä esine on arvioitava käypään arvoonsa. Mikäli esineen käypäarvo ei kata myyjän maksamatonta velkaa, ostajalla on edelleen perimiskelpoinen saamisoikeus lainan jäljellä olevaan määrään. Tilitysmenettelyssä noudatettavista periaatteista voidaan sopia ennakkoon kauppakirjassa.²⁰⁹

Traditionaalisessa vakuusluovutuksessa on siis kysymys vakuudellisen velkasuhteen perustamisesta omistusoikeuden siirtoon perustuvan takaisinostosopimuksen avulla ilman todellista omistajanvaihdestarkoitusta. Esineoikeudellisena ongelmana on se, että sitovatko tällaiset järjestelyt sivullisia, kuten esimerkiksi myyjän tai ostajan konkurssi- tai ulosmittaus velkojia. Oikeuskäytännön vakiintuneen tulkinnan mukaan irtaimen esineen vakuusluovutusjärjestelyt eivät ole sivullisia sitovia oikeustoimia, jos panttioikeu-

²⁰⁹ Tepora, BLF 2005 s. 14–17 ja Havansi 1992 s. 510–515.

delle asetettuja julkivarmistusvaatimuksia ei ole täytetty.²¹⁰ Näkemystä on perusteltu sillä, että jos vakuusluovutus on sivullisiin nähden salainen oikeustoimi, sen oikeusvaikutuksiakaan ei pidä ulottaa sivullisiin henkilöihin. Rahoituksen antajat eivät voi olla tietoisia luotonhakijan salaisista oikeustoimista. Jos sen sijaan vakuuden luovutustransaktio täyttää panttioikeudelle asetetut julkivarmistusvaatimukset, ostajalle voidaan myöntää sivullisia sitova panttivelkojan asema. Teporan mukaan tästä voidaan vetää se johtopäätös, että ”vakuusluovutuksen esineoikeudellista sitovuutta arvioidaan asianomaista omaisuustyyppiä koskevien panttioikeudellisten periaatteiden pohjalta”.²¹¹ Panttioikeudellisten sääntöjen ja periaatteiden soveltamista vakuusluovutukseen voidaan perustella sillä, että vakuusluovutuksen ja panttioikeuden tarkoitus on sama. Jos näihin järjestelyihin sovellettaisiin eri sääntöjä, niitä olisi mahdollista kiertää. Tämä näkemys ei kuitenkaan ole ainoa vaihtoehto, vaan vakuusluovutus on mahdollista tulkita ”aivan omantyyppiseksi omistusvakuudeksi erotukseksi panttioikeudesta, joka on tyypillinen rasitusvakuus”. Tämä tulkintavaihtoehto on valittu Ruotsissa, jolloin vakuusluovutusta tarkastellaan omistusoikeuden käsitteen avulla, mikä mahdollistaa omistusoikeuden vahvan esineoikeudellisen sitovuuden hyväksikäytön vakuusluovutuksen yhteydessä.²¹²

Mikäli vakuusluovutus katsotaan ”omantyyppiseksi omistusvakuudeksi”, niin tällöin ostaja saisi sivullisia sitovan omistusoikeuden vakuusobjektiin. Ostajan omistusoikeutta kuitenkin rajoittaisi myyjän lunastusoikeus esineeseen vakuusväliaikana, minkä vuoksi ostajalta puuttuisi oikeudellinen kompetenssi määrätä esineestä, eikä hänellä olisi oikeutta myydä esinettä kolmannelle henkilölle vakuusväliaikana. Myyjän jättäessä käyttämättä sopimuksen mukaisen lunastusoikeutensa määräajassa vakuusobjektin omistusoikeus siirtyisi kokonaan ostajalle ja velka tulisi kuitatuksi siltä osin. Tältä osin vakuusluovutus eroaa perinteisestä panttauksesta, jossa panttioikeuden haltijan täytyy realisoida pantti saadakseen velkaa kuitatuksi.²¹³

²¹⁰ Ks. KKO 1984 II 123, KKO 1965 II 86 ja KKO 1968 II 43

²¹¹ Tepora BLF 2005, s. 14–17.

²¹² Tepora BLF 2005, s. 15–17.

²¹³ Tepora BLF 2005, s. 17.

Vakuusluovutus on siis sellainen vastikkeellinen vakuusjärjestely, jossa esineen omistusoikeus siirretään myyjältä ostajalle vakuustarkoituksessa kauppahintaa eli velkaa vastaan. Tällaiseen vakuusluovutukseen on mahdollista soveltaa panttioikeudellisia sääntöjä ja periaatteita tai vaihtoehtoisesti vakuusluovutus voidaan selittää itsenäiseksi omantyyppiseksi omistusvakuudeksi, jonka oikeusvaikutuksia arvioidaan omistusoikeuden käsitteeseen ja omistusoikeuden siirtämiseen liittyvien oikeudellisten periaatteiden ja säännöksiä avulla. Oman tyyppisenä omistusvakuutena järjestely olisi kummankin sopimuspuolen osalta lähtökohtaisesti sivullisia sitova esinekohtainen oikeus. Myyjän lunastusoikeus ja ostajan omaksiotto-oikeus on mahdollista katsoa sivullisia sitoviksi oikeuksiksi, jos painotetaan näiden oikeuksien sopimusoikeudellista ulottuvuutta eli sitä, että ne ovat oikeuksia, joista voidaan määrätä tahdonilmaisuin.²¹⁴

Jos vakuusluovutusta ei katsota sivullisia sitovaksi järjestelyksi, silloin ostajalla ei ole esineoikeutta kaupan kohteena olevaan esineeseen vaan hänellä on ainoastaan kauppahinnan suuruinen saamisoikeus myyjältä. Tällöin ostajalla on ainoastaan saamisvelkojan asema myyjän konkurssissa ja lisäksi kaupan kohde on ulosmitattavissa myyjän velasta.²¹⁵

Arvopaperilainaus- ja reposopimusten keskeisin ero traditionaalisiin vakuusluovutuksiin on se, että niissä arvopapereiden alkuperäiselle omistajalle ei jää minkäänlaista esineoikeutta arvopapereihin, vaan ainoastaan vastaavanlaisia arvopapereita koskeva saamisoikeus. Sen sijaan perinteisessä vakuusluovutuksessa myyjälle jää lunastusoikeus esineeseen, joka voidaan kategorisoida muotoamisoikeudeksi, joka on omistusoikeuden sekundääriinen oikeus. Arvopaperilainaus- ja reposopimukset ovat siten oikeudelliselta rakenteeltaan perustavanlaatuisesti erilaiset traditionaalisen vakuusluovutuksen kanssa.²¹⁶ Toinen keskeinen ero on se, että arvopaperilainaus- ja reposopimusten kohteena olevat arvopaperit ovat irtaimia lajiesineitä. Sitä vastoin traditionaalisen vakuusluovutuksen kohteena on yleensä tarkasti

²¹⁴ Tepora, BLF 2005 s. 18–19.

²¹⁵ Tepora, BLF 2005 s. 16.

²¹⁶ Tepora, BLF 2005 s. 18–19.

yksilöitävä irtain esine, jonka hallinta- ja käyttöoikeudesta osapuolet saattavat laatia erillisen vuokrasopimuksen.²¹⁷

6.7 Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset rahoitusvakuuslain 4 §:n mukaisena vakuusluovutuksena

Rahoitusvakuuslakiin sisältyviä vakuusluovutusta ja nettoutusta koskevia säännöksiä sovelletaan arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukseen. Rahoitusvakuuslain 4.1 §:n mukaisesti osapuolet voivat sopia omistusoikeuden siirtämisestä vakuuden saajalle sellaisten takaisinostosopimusten tai muiden vastaavien järjestelyiden yhteydessä, joissa kaupankohteena on arvopapereita, tilirahaa tai lainasaamisia. Keskeistä järjestelyssä on se, että myös omistusoikeuteen sisältyvä määräysvalta sopimuksen kohteena oleviin arvopapereihin siirtyy vakuudensaajalle ja että vakuudensaajan on palautettava vakuus viimeistään sopimuksen mukaisena eräpäivänä, ellei sopimuksessa ole erikseen sovittu vakuuden arvon kuittaamisesta velkaa vastaan sopimuksen eräpäivän yhteydessä.²¹⁸ Vakuuden luovutus on sitova, jos traditio on tapahtunut tai luovutus on muuten tapahtunut kyseistä varallisuuslajia koskevien säännösten ja yleisten oppien ja periaatteiden mukaisesti (RahVakL 4.2 §).

Rahoitusvakuuslaki 4 §

Osapuolet voivat sopia arvopapereiden tai tilirahan kaupasta takaisinostoehdoin taikka muusta sellaisesta järjestelystä, jossa vakuuden antaja luovuttaa arvopapereita tai tilirahaa velan vakuudeksi niin, että vakuuden saaja saa niihin omistusoikeuden. Vakuuden saajan on palautettava vastaava omaisuus vakuuden antajalle sovittujen ehtojen mukaisesti viimeistään eräpäivänä, jollei ole sovittu, että palauttamatta jäävien arvopapereiden tai tilirahan arvo kuitataan velkaa vastaan. Mitä edellä tässä momentissa säädetään, on soveltuvin osin voimassa myös järjestelystä, jossa vakuuden antaja luovuttaa lainasaamisia velan vakuudeksi niin, että lainasaamiset siirtyvät vakuuden saajalle.

²¹⁷ Tepora, BLF 2005 s. 15.

²¹⁸ Tepora, BLF 2005 s. 21–22.

Edellä 1 momentissa tarkoitettu luovutus on sitova, kun arvopaperit on luovutettu vakuuden saajan hallintaan tai kun arvopapereiden, tilirahan tai lainasaamisten siirto on muutoin toteutettu niin kuin omistusoikeuden luovutuksesta ja saatavan siirrosta säädetään.

Rahoitusvakuuslain 4.2 §:n mukaan vakuusluovutuksesta tulee sivullisia sitova järjestely, jos arvopaperitransaktiot toteutetaan niitä sääntöjä noudattaen, mitä arvopapereiden luovutuksesta on säädetty. Tämä edellyttää esineoikeudellisen julkisuutta luovan julkivarmistusaktin tapahtumista, mikä toteutetaan traditiolla. Arvo-osuusjärjestelmässä hallinnan siirto tapahtuu kirjaamalla luovutus arvo-osuustilille. Jos vakuusluovutus tapahtuisi arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella, silloin arvopapereiden luovutukseen sovellettaisiin velkakirjalakia. Velkakirjalain 22 §:ssä (VKL) mukaan joukkovelkakirjan sivullisia sitovan omistusoikeuden siirtäminen edellyttää hallinnan siirtoa eli traditiota luovutuksen saajalle. Pykälää voidaan soveltaa analogisesti arvopapereiden luovutuksiin. Jos arvopaperi on kolmannen osapuolen hallinnassa, sivullissitovuus aikaansaadaan denuntaatiolla eli sopimuksesta ilmoitetaan sille taholle, jonka hallussa kaupankohteena olevat arvopaperit ovat (KK 10:1.2).²¹⁹

Rahoitusvakuuslain 4 § on säädetty silmällä pitäen arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia, joista reposopimukset ovat tällä hetkellä hyvin keskeisessä asemassa Euroopan rahoitusmarkkinoilla.²²⁰ Rahoitusvakuuslain 4 §:n mukaisessa vakuusluovutuksessa arvopapereiden tai tilirahan omistusoikeus siirretään kokonaan luovutuksensaajalle siten, että luovutuksensaaja saa niihin määräysvallan. Halutessaan hän voi myydä, lainata tai luovuttaa saamansa vakuuden ilman, että hänen tarvitsisi erikseen reklamoida asiasta tai pyytää lupaa arvopapereiden varsinaiselta omistajalta. Pykälän mukainen vakuusluovutus on sitova luovuttajan velkoihin ja erityisseuraajiin nähden. Luovutus luokitellaan omistusvakuudeksi, johon ei sovelleta panttioikeudellisia säännöksiä. Luovuttajan arvopapereihin kohdistuva oikeus rajoittuu

²¹⁹ Tepora, BLF 2005 s. 23–24.

²²⁰ Vrt. Tepora, BLF 2005 s. 21.

siten ainoastaan saamisoikeudeksi.²²¹ Tutkielman kirjoittajan näkemyksen mukaan arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset ovat nähtävissä kaksisuuntaisina sopimuksina, jossa molemmilla osapuolilla on saamisoikeus luovuttamiinsa varallisuusobjekteihin. Takaisinostosopimuksessa ostajalla on saamisoikeus siirtämäänsä tilirahaan, ja tämän velan vakuutena ovat hänen hallintaansa luovutetut arvopaperit, joihin hänellä on rajoittamaton omistusoikeus ja määräysvalta. Vastaavasti myyjällä on velan vakuutena oleviin arvopapereihin saamisoikeus, jonka vakuutena ovat hänen hallinnsaan oleva tiliraha. Rahoitusvakuuslain soveltamisen kannalta ei myöskään ole mitään väliä sillä, onko kyseessä arvopaperivetoinen vai käteisvetoinen arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimus, koska lainsäätäjä tunnustaa kyseiset järjestelyt rahoitusvakuuslain 4 §:ssä, kuten myös verolainsäädännössä.

Koska arvopapereiden tai tilirahan alkuperäisellä omistajalla on luovutuksen kohteisiin ainoastaan saamisoikeus, hänellä on vakuudensaajan konkurssitilanteessa ainoastaan tavallisen velkojan oikeudet valvoa palautussaatavaansa. Toisaalta hänellä on kuitenkin kuittausoikeus vastaavan omaisuuden palautussaatavaansa vakuudensaajalle olevaa omaa velkaansa vastaan. Vakuuden arvon ollessa velan määrää suurempi, vakuuden varsinainen omistaja voi valvoa saatavansa tältä osin konkurssipesässä tavallisena velkojana.²²²

6.8 Rahoitusvakuuslain mukaisesta pantinsaajan määräämisoikeudesta panttiin

RahVakL 5 §:ssä säädetään pantinsaajan määräysvallasta panttiin ilman, että hänestä tulee pantin omistaja. Pantinsaajan määräysoikeutta käytettäneen lähinnä arvopaperikaupan moniportaisessa selvityksessä.²²³ Tällainen järjestely ei siis tutkielman kirjoittajan käsityksen mukaan ainakaan yleensä koske arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia, mutta RahVakL:in keskeisyyden vuoksi sitä on syytä tarkastella esimerkkinä hieman lähemmin. Panttiin kohdistuvan määräysvallan siirtyminen pantinsaajalle perustuu osapuolten väliseen sopimukseen, jonka käyttöä voidaan rajata siten, että pantinsaa-

²²¹ Tepora, BLF 2005 s. 20.

²²² Tepora, BLF 2005 s. 22.

²²³ Tepora, BLF 2005 s. 35.

jan määräysvallan käyttämisen perusteet määritellään sopimuksessa hyvinkin yksityiskohtaisesti. Pantinsaajan määräämisoikeuteen sisältyy oikeus luovuttaa esine eteenpäin joko myymällä, luovuttamalla se pantiksi taikka muutoin määrätä siitä oikeudellisesti. Jos pantinsaaja käyttää määräysvaltaansa panttiin, hänen on palautettava edelleen luovuttamansa arvopaperit tai tiliraha niiden omistajalle viimeistään velan erääntymispäivänä, ellei ole erikseen sovittu osapuolten välisestä kuittausmenettelystä velan erääntymispäivänä (RahVakL 5.2 §).²²⁴

Koska omistajan kompetenssi on keskeinen omistusoikeuteen sisältyvä komponentti, pantinsaajan määräysoikeus herättää merkittäviä esineoikeudellisia kysymyksiä. Tepora kysyykin, onko mahdollista ajatella, että määräysvallan panttiin saanut pantinsaaja ei samalla omistaisi kyseistä esinettä? Korkeimman oikeuden oikeuskäytännössä on todettu esimerkiksi omistuksenpidätysehdot irtaimen esineen kaupassa sivullisia sitomattomaksi silloin, kun ostaja on saanut määräysvallan kaupan kohteeseen heti kaupanteon yhteydessä. Näkemystä on perusteltu sillä, että on täysin sattumanvaraista, ehtiikö ostaja käyttää määräysvaltaansa ja myydä esineen eteenpäin eikä tällaiselle sattumalle pitäisi antaa oikeudellista merkitystä. Esine olisi joka tapauksessa ulosmitattavissa jälkimmäisen ostajan varallisuudesta eikä tällaiselle sattumalle tulisi antaa oikeudellista merkitystä. Konkurssilain 5:7.2 §:n mukaan omistuksenpidätysehto ei ole sivullisia sitova, jos ostaja saa määräysvallan esineeseen heti kaupanteon yhteydessä. Rahoitusmarkkinoiden tehokkaan ja vakaan toiminnan varmistamiseksi on kuitenkin nähty tarpeelliseksi, että rahoitusmarkkinoilla pantin määräysvallan siirtäminen on mahdollista ilman, että määräysvallan saajasta tulisi esineen omistaja. Rahoitusvakuuslain 5 §:n nojalla järjestely on sivullisia sitova siten, ettei määräysvallan saanutta pantinsaajaa voida katsoa esineen omistajaksi. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että pantti ei lukeudu pantinsaajan konkurssipesän varallisuuteen eikä se ole millään muullakaan tavalla ulosmitattavissa pantinsaajan velkojien toimesta.²²⁵

²²⁴ Tepora, BLF 2005 s. 31–32.

²²⁵ Tepora, BLF 2005 s. 31–32.

Pantinsaajan määräysvalta voidaan kirjata pantin omistajan arvo-osuustilille (AOTL 7 §). Pantin omistusoikeus siirtyy pantinantajalta pantinsaajalle, jos pantinsaaja edelleen panttaa vakuusvarallisuuden kolmannelle osapuolelle. Edelleen panttaus toteutetaan siten, että edelleen pantattu varallisuus siirretään pantinsaajan arvo-osuustilille, johon uusi panttioikeus kirjataan. Pantinsaaja saa omistusoikeuden panttiin siinä vaiheessa, kun panttivarallisuus on kirjattu hänen arvo-osuustililleen.²²⁶ Myös hallituksen esityksessä lähdetään siitä, että arvopapereiden omistusoikeus säilyy pantinantajalla siihen hetkeen saakka, kunnes pantinsaaja käyttää kompetenssioikeuttaan ja luovuttaa panttivarallisuuden eteenpäin.²²⁷ AOTL 7.2 §:n säädetään tilanteesta, jossa pantinsaaja luovuttaa pantin kokonaan myymällä sen eteenpäin. AOTL 7.2 §:n mukaan luovutuksesta tehdään kirjausmerkintä luovutuksen saajan arvo-osuustilille. Pantinsaajan arvo-osuustilille ei näin ollen tule missään vaiheessa kirjausta panttiobjektin omistusoikeudesta, jolloin omistusoikeus siirtyy suoraan alkuperäiseltä pantinantajalta seuraavalle luovutuksensaajalle eikä pantinsaajasta tule missään vaiheessa pantin omistajaa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että panttivarallisuus ei lukeudu pantinsaajan konkursipesän varallisuuteen eikä se myöskään ole ulosmitattavissa pantinsaajan velkojien toimesta siitä huolimatta, että pantinsaajalla on määräysvalta kyseiseen varallisuuteen.²²⁸ Kun panttivarallisuus luovutetaan eteenpäin pantinsaajan toimesta, luovutuksensaaja saa siihen rajoittamattoman omistusoikeuden. Alkuperäinen pantinomistaja ei voi kohdistaa häneen minkäänlaisia vaateita.²²⁹

6.9 Omistajan staattinen ja dynaaminen suoja, kirjausmerkintöjen oikeusvaikutukset

Täydellinen omistusoikeus pitää sisällään staattisen ja dynaamisen suojan. Staattinen suoja turvaa omistajan oikeutta käyttää ja määrätä esineestä sivullisten aiheuttamia oikeusloukkauksia vastaan. Dynaaminen suoja turvaa omistusoikeutta erilaisissa sivullissuhteissa. Jos omistusoikeutta suojataan etenevässä sivullissuhteessa, esineen omistajan katsotaan nauttivan saan-

²²⁶ Tepora, BLF 2005 s. 33

²²⁷ HE 2003:133 s. 40.

²²⁸ Tepora, BLF 2005 s. 32.

²²⁹ Tepora, BLF 2005 s. 33.

tosuojaa. Vaihdantasuoja turvaa omistajan oikeusasemaa takautuvassa sivilisiteudessa. Jos omistusoikeuden siirtoa ei katsota dynaamisesti suojatuksi oikeustoimeksi, saannon katsotaan olevan tehoton, ja esineen omistajaksi katsotaan kolmas henkilö.

Velkakirjalain 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevia säännöksiä sovelletaan yleisesti arvopapereiden vaihdannassa, vaikka säännökset koskevat lähinnä yksittäisiä velkasuhteita. Säännökset pitävät sisällään sekä velvoiteoikeudellisia suojamuotoja, kuten väite- ja maksusuoja, että esineoikeudellisia suojamuotoja, kuten saanto- ja vaihdantasuoja. Saantosuojaa nauttivan sijoittajan omistusoikeus arvopapereihin on suojattu kyseisten arvopapereiden aikaisempia oikeudenhaltijoita vastaan. Vaihdantasuojaa nauttivan sijoittajan omistusoikeus on sen sijaan turvattu luovuttajan myöhempiä seuraajia ja velkojia vastaan. Omistajan dynaamisen suojan saamisen edellytyksenä on arvopaperikaupassa tradition tapahtuminen.²³⁰

Rahoitusmarkkinoiden vaihdannan tehokkuuden turvaamiseksi arvopapereiden ostajan dynaaminen suoja on vahvempi kuin muussa irtaimen esineen kaupassa. Arvopapereiden ostajan omistusoikeus on dynaamisesti suojattu oikeus luovuttajan velkojia ja muita seuraajia vastaan siinä vaiheessa, kun traditio on tapahtunut ja ostaja on saanut kaupankohteenä olevat arvopaperit hallintaansa. Riittävää on myös se, että arvopaperit on luovutettu ostajan lukuun toimivan arvopaperivälittäjän hallintaan, tai jos siirrosta ilmoitetaan arvopapereita hallussaan pitävälle kolmannelle osapuolelle (denuntaatio). Arvopaperikaupassa ostajan dynaaminen suoja muita oikeudenhaltijoita kohtaan on niin voimakas, että ostajan oikeutta arvopapereihin suojataan silloinkin, kun arvopaperit ovat joutuneet niiden alkuperäisen omistajan hallinnasta rikoksen kautta. Edellytyksenä on kuitenkin se, ettei ostaja tienynyt eikä hänen pitänytkään olla tietoinen siitä, ettei myyjällä ollut oikeutta luovuttaa kaupankohteenä olleita arvopapereita.²³¹

Arvopapereiden kirjaamisesta arvo-osuustilille ja sen oikeusvaikutuksista säädetään arvo-osuustililaissa. Lain mukaisesti arvopapereiden luovutukset on kirjattava arvo-osuustilille (AOTL 3 §). AOTL 26.1 §:n mukaan arvo-

²³⁰ HE 209/1997 s. 11 ja Aurejärvi – Hemmo 2004 s. 128–130.

²³¹ HE 209/1997 s. 11.

osuustilille kirjattu oikeus saa etusijan sellaiseen oikeuteen nähden, josta ei ole kirjausmerkintää. Kahden kilpailevan arvo-osuustilille kirjatun oikeuden tapauksessa sovelletaan aikaprioriteettiperiaatetta. Arvopapereiden luovutuksensaajan dynaaminen suoja kattaa myös tilanteen, jossa luovuttajalla ei ollut oikeutta arvopapereiden luovutukseen edellyttäen, että kirjausmerkintöjen perusteella luovuttajalla oli määräysvalta arvopapereihin ja ettei luovutuksensaaja tietänyt eikä hänen pitänytkään tietää asiasta (AOTL 27 §). Tilinhoitajayhteisö on ankarassa vastuussa vahingosta, joka aiheutuu arvo-osuustilin virheellisestä kirjausmerkinnästä taikka muusta vastaavasta virheellisyydestä tai puutteellisuudesta kirjaamistoiminnasta ja teknisestä virheestä tai toiminnan keskeytymisestä arvo-osuusjärjestelmässä. Tilinhoitajayhteisö ei kuitenkaan ole korvausvelvollinen, jos vahinko johtuu ylivoimaisesta esteestä eli sellaisesta yllättävästä ja ennalta-arvaamattomasta arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella olevasta syystä, jota tilinhoitajayhteisö ei ole kohtuudella voinut välttää (AOTL 30).

Koska arvopapereiden vaihdannassa vilpittömän luovutuksensaajan oikeutta luottaa arvo-osuustilin merkintöihin suojataan, arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset eivät luo tältä osin lisää epävarmuutta arvopaperimarkkinoilla. Vilpittömän mielen suojasta säädetään rahoitusvakuuslain 12 §:ssä. Esimerkiksi lyhyeksi myyjältä ostetut arvopaperit ovat vahvan dynaamisen suojan alaista omaisuutta, joita ei ole mahdollista palauttaa arvopapereiden alkuperäiselle omistajalle siinä tilanteessa, että lyhyeksi myyjä olisi jollakin tavalla rikkonut arvopaperilainaussopimusta siten, ettei sillä olisi ollut oikeutta arvopapereiden luovutukseen. Siinä vaiheessa, kun arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksella siirretyt arvopaperit on luovutettu eteenpäin, sillä että luovutus on mahdollistunut arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksen avulla, ei ostajan kannalta ole enää mitään merkitystä. Tilanne olisi tietenkin toinen, jos luovutuksen saaja olisi tietoinen siitä, että luovutus perustuisi arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimukseen, jota rasittaa jokin pätemättömyysperuste tai jos luovutuksensaaja olisi tietoinen myyjän arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksen sopimusrikkomuksesta.

6.10 Oikeustapaus - *Beconwood Securities Pty Ltd v ANZ Banking Group Ltd*

Keskeinen esineoikeudellinen ongelma arvopaperilainaussopimusten yhteydessä on se, että onko järjestely sivullisia sitova järjestely. Asialla on keskeinen merkitys sopimusrikkomuksen tai maksukyvyttömyystilanteen yhteydessä. Rahoitusvakuuslain esitöistä tulee selkeästi ilmi, että lainsäätäjän tarkoituksena on ollut täyttää kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden asettamat vaatimukset koskien arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia. Tästä johtuen toisella puolella maapalloa sijaitsevan Australian oikeustapaus *Beconwood Securities Pty Ltd v ANZ Banking Group Ltd* ei ole merkityksellisen arvioitaessa Suomen voimassa olevan oikeuden sisältöä koskien arvopaperilainausta.

Tapauksessa oli kysymys siitä, että voidaanko käteisvetoisessa arvopaperilainaustransaktiossa sopimuksen kohteena olevien arvopapereiden katsoa olevan tosiasiallisesti pantteja, jolloin sopimuksen mukainen omistusoikeuden siirtyminen ei olisikaan sivullisia sitova järjestely. Kantajat vaativat, että arvopaperilainaussopimuksen kohteena olevat arvopaperit olisi katsottava olevan pantteja, jolloin niillä olisi ollut etusija saada kyseiset arvopaperit itselleen ennen muita velkoja. Kanne kuitenkin hylättiin, minkä vuoksi päätettiin siihen tulokseen, että kantajilla oli ainoastaan saamisoikeus luovuttamiinsa arvopapereihin.

Tuomion perusteluissa painotettiin sitä, että sopimuksen mukaan omistusoikeus siirrettiin kokonaan lainanantajalta lainanottajalle, ja että sopimuksessa ei edellytetty, että lainanottajan pitäisi palauttaa samat arvopaperit lainanantajalle. Riittävää oli, että lainanottaja palautti laadultaan ja ominaisuuksiltaan samanlaiset arvopaperit takaisin. Lisäksi oli myös huomion arvoista, että arvopaperilainaussopimus piti sisällään myös sulkeutuvaa nettoutusta koskeva lausekkeen, jossa osapuolten väliset velvollisuudet voidaan nettouttaa keskenään. Tuomioistuin totesi, että transaktion juridiselle luonteelle oli annettava suurempi merkitys kuin taloudelliselle luonteelle.²³²

²³² Ali 2009 s. 10–11.

6.11 Ulosotto- ja maksukyvyttömyysmenettelytilanteet

Koska arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa arvopapereiden omistusoikeus siirretään kokonaan osapuolten välillä, niin siirretyt arvopaperit ovat ulosmitattavissa olevaa omaisuutta. Arvopapereiden luovuttajalla on kuitenkin oikeus sopimuksen mukaisesti nettouttaa vastasaatavansa ulosmittauksesta riippumatta. Vastaava tilanne on myös silloin, kun arvopapereiden luovuttaja joutuu ulosmittaukseen. Tällöin arvopapereiden luovutuksensaajalla on oikeus vedota sopimuksen sulkeutuvaa nettoutusta koskevaan lausekkeeseen ulosmittauksesta riippumatta.²³³ Asiasta säädetään rahoitusvakuuslain 10 §:ssä. Jos saatava on syntynyt vasta maksukiellon tiedoksiantamisen jälkeen, niin silloin nettoutus ei ole mahdollista ulosmitatusta omaisuudesta.

Lainanantajan tai lainanottajan konkurssitilanteissa vastapuolella on ainoastaan tavallisen velkojan asema siten, että sillä on ainoastaan saamisoikeus luovuttamaansa varallisuuteen. Toisaalta arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten sulkeutuvaa nettoutusta koskevat lausekkeet sitovat myös konkurssi- ja yrityssaneerausvelkojia, jos velka on syntynyt ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista. Asiasta säädetään rahoitusvakuuslain 7 §:ssä. Nettoutus ei myöskään ole peräytettävissä takaisinsaantilain 10 §:n perusteella, vaikka kyseessä olisi suoritus, joka ”on tapahtunut epätavallisina maksuvälinein, ennenaikaisesti tai määrällä, jota on pidettävä pesän varoihin nähden huomattavana” (RahVakL 7.3 §). Nettoutus on kuitenkin peräytettävissä sellaisten epätavanomaisten järjestelyjen yhteydessä, joissa velkojaa suositettiin toisten velkojien kustannuksella perusteettomasti (RahVakL 7.3 §). Jos arvopapereiden lainanantaja on luovuttanut arvopaperit maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisen jälkeen, lainanottajan saantoa suojataan, jos se on ollut perustellussa vilpittömässä mielessä luovutuksen saantihetkellä (RahvakL 12 §). Jos arvopaperilainaus- tai takaisinostosopimuksella arvopaperit luovutetaan ennen maksukyvyttömyysmenettelyn alkamista, mutta varsinainen velka syntyy vasta sen jälkeen, niin vakuusoikeus on sitova, jos

²³³ HE 133/2003 s. 50–51.

vakuudensaaaja ei perustellusti ollut tietoinen vakuuden antajan määräysvalan menetyksestä (RahVakL 12.2 §).

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten ehdot lisä- tai korvaavan vakuuden antamisesta sitovat myös konkurssivelkojia siten, ettei sopimuksen mukaisesti annetut lisävakuudet ole lähtökohtaisesti takaisinsaantilain perusteella peräytettävissä (RahVakL 11 §). Lisävakuuden luovuttamisen peräyttäminen takaisinsaantilain 14 §:n perusteella saattaa olla mahdollista silloin, kun luovutus on jouduttu tekemään esimerkiksi sen vuoksi, että velallinen on joutunut maksuvaikeuksiin. Olisi siis kysymys tilanteesta, jossa suositaan toista velkojaa toisten velkojien kustannuksella.

Luonnollisesti arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia ei voida lähtökohtaisesti pitää myöskään konkurssilain 5 luvun 11 §:n mukaisina keinotekoisina varallisuusjärjestelyinä, jotka syrjäytyvät konkurssissa.²³⁴

7 LOPUKSI

Arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksilla arvopapereiden omistusoikeus siirretään kokonaan väliaikaisesti osapuolten välillä niin, että arvopapereiden alkuperäisellä omistajalla on sopimukseen perustuva oikeus lainattujen arvopapereiden tuottoon sopimuksen voimassaoloaikana. Tästä johtuen omistajan vaihdosta ei tosiasiallisesti tapahdu, jos asiaa tarkastellaan taloudellisin mittarein. Taloudellisen ja oikeudellisen omistuksen bifurkaatio ilmeneekin siten, että osapuolten kirjanpidossa ja verotuksessa luovutusta osapuolten välillä ei katsota tapahtuvan. Oikeudellisesti tarkastellen osapuolten välillä tapahtuu kuitenkin sivullisia sitova omistajanvaihdos.

Finanssikriisin seurauksena rahoitusmarkkinoiden sääntelyä on ruvettu kiristämään. Lisääntyneen sääntelyn kohteeksi on joutunut myös arvopaperilainusteollisuus: esimerkiksi Basel III:ssa kiristettiin vakavaraisuusvaatimuksia, pakollisten vakuusmarginaalin käyttöönottoa suunnitellaan ja lyhyeksi myyntiä on rajoitettu. Esimerkiksi Euroopan parlamentin ja neuvoston lyhyeksi myynti –asetuksella kielletään arvopapereiden kattamaton lyhyeksi

²³⁴ Ks. Lindström 2005 s. 342.

myynti. Basel III:n kiristyneet vakavaraisuusvaatimukset vaikuttavat vähentävästi arvopaperilainaustoimintaan. Myös pakollisilla vakuusmarginaaleilla olisi arvopaperilainaustoimintaan vähentävä vaikutus.

Rahoitussektori vastustaa poikkeuksetta kaikkia sääntelyhankkeita, jotka rajoittaisivat sen toimintaa. Finanssikriisin jälkeen rahoitussektori onkin joutunut käymään lähinnä puolustustaistelua, jotta sen toimintaa rajoitettaisiin mahdollisimman vähän. Arvopaperilainausteollisuus on tuonut esille, että järjestelmäriskiä tulisi kontrolloida mieluummin kiristämällä vakavaraisuusvaatimuksia kuin asettamalla pakollisia vaatimuksia arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa käytettävien vakuuksien suuruudelle. Arvopaperilainausteollisuus perustelee näkemystään sillä, että pakollisten vakuusmarginaalien käyttöönoton seurauksena saattaa olla vakuudettoman luotonannon lisääntyminen vakuudellisen luotonannon kustannuksella. Tutkielman kirjoittajan näkemyksen mukaan arvopaperilainausteollisuuden näkemys on tältä osin järkevä. Siksi asian kaikki mahdolliset seurannaisvaikutukset tulisi kartoittaa huolellisesti ennen kuin sääntelyn avulla ryhdytään ohjailemaan vakuuksien käyttöä arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksissa. Basel III:n tyyppiset hankkeet saattavatkin olla paljon parempi keino järjestelmäriskin hallitsemiseksi kuin pakollisten vakuusmarginaalien käyttöönoton arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimusten yhteydessä.

Tutkimuksen kirjoittamisen aikana on käynyt ilmi, että erityisesti oikeudelliset riskit ovat arvopaperivakuudellisessa rahoitustoiminnassa erityisen suuria sen kansainvälisen luonteen vuoksi, koska eri maiden lainsäädännön suhtautuminen ko. toimintaan vaihtelee. Erityisesti kehittyvillä markkinoilla lainsäädännöstä saattaa löytyä yllättäviä sudenkuoppia. Joka tapauksessa ennen arvopaperilainaustoiminnan aloittamista on kartoitettava huolella kaikki asiaan liittyvät oikeudelliset riskit. Jo pelkät lainvalintakysymykset saattavat osoittautua hyvin ongelmallisiksi.

Sen sijaan Suomen voimassaoleva oikeudentila on selkeä koskien arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksia. Lainsäätäjä tunnustaa arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimukset sivullisia sitoviksi järjestelyiksi rahoitusvakuuslain 4 §:ssä. Lainsäätäjä tunnustaa ko. sopimukset myös verolainsäädännössä. Lain esityöt vahvistavat myös selkeästi sitä kantaa, että arvopape-

rilainaus- ja takaisinostosopimukset on sivullisia sitovia järjestelyitä vieläpä siten, että niiden sulkeutuvaa nettoutusta koskevat lausekkeet voidaan panna täytäntöön maksukyvyttömyysmenettelyn alkamisesta huolimatta. Järjestelyiden sitovuuden kannalta ei ole mitään merkitystä, onko kyse arvopaperivai käteisvetoisista arvopaperilainaus- ja takaisinostosopimuksista, sillä molemmissa tapauksissa on kysymys rahoitusvakuuslain 4 §:n mukaisista omistusoikeuden siirtoon perustuvista vakuusjärjestelyistä.