

Lauha, Janne

Working Paper

OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus

Bank of Finland Discussion Papers, No. 4/1996

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Lauha, Janne (1996) : OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus, Bank of Finland Discussion Papers, No. 4/1996, ISBN 951-686-495-3, Bank of Finland, Helsinki,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-20140807512>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211754>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

4/96

Janne Lauha

Rahoitustarkastus, oikeudellinen osasto
14.2.1996

OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus

Suomen Pankki
PL 160, 00101 HELSINKI
☎ (90) 1831

Janne Lauha

Rahoitustarkastus, oikeudellinen osasto

14.2.1996

OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus

ISBN 951-686-495-3
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus
Helsinki 1996

OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus

Suomen Pankin keskustelualoitteita 4/96

Janne Lauha

Rahoitustarkastus, oikeudellinen osasto

Tiivistelmä

Johdannaismarkkinat voidaan jakaa kansainvälisen käytännön mukaisesti johdannaispörssiin järjestettyihin markkinoihin ja OTC-johdannaisten markkinoihin. Suomessa OTC-johdannaisten markkinat ovat kaupankäynnin arvon mukaan mitaten huomattavasti suuremmat kuin johdannaispörssien ylläpitämät markkinat. Laintasoinen erityissääntely kohdistuu kuitenkin pääasiassa optiopörssitoimintaan. Tästä syystä OTC-johdannaisia on tarkasteltava Suomen yleisen velvoiteoikeuden näkökulmasta.

Markkinoiden perusjohdannaisia, kuten termiinejä, swapeja ja optioita voidaan käsitellä yleisen sopimusoikeuden avulla. Samalla on kuitenkin huomattava johdannaisten tarkoitukseen ja kaupankäyntitapaan liittyvät erityispiirteet.

Yksittäistapauksissa räätälöivät erikoisjohdannaiset eivät vielä näytä yleistyneen Suomen markkinoilla. Niiden käyttöön on kuitenkin varauduttava lainsäädännössä ja erityisesti rahoitusmarkkinoiden valvonnassa, kun pankit korvaavat peruspankkitoiminnan vähentyviä tulojaan erityispalveluilla. Eksoottisia johdannaisia saatetaan siksi tulevaisuudessa joutua tarkastelemaan myös oikeudellisesti ristiriitatilanteissa.

Yleislainsäädäntö sisältää riittävän, joskin hajanaisen pohjan OTC-johdannaisten oikeudelliselle käsittelylle. Erityisen lainsäädännön puuttumisesta huolimatta toimintaa voidaan valvoa ja vahingollisesta käyttäytymisestä rangaista. Erityissäännöksillä voitaisiin kuitenkin helpottaa ja turvata markkinoiden toimintaa. Etenkin netotuksen sitovuus olisi ratkaistava lain tasolla. Menettelytapoja koskevilla normeilla voitaisiin puolestaan selventää osapuolten velvollisuuksia markkinoilla.

Euroopan unionin lainsäädäntö aiheuttaa joitakin OTC-johdannaisia koskevia muutoksia Suomen oikeudessa. Talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen lähestyessä tullaan todennäköisesti pohtimaan myös sopimusten jatkuvuutta

Asiasanat: rahoitusmarkkinat - johdannaiset - optiot - termiinit - swapit

Sisällys

Tiivistelmä

Johdanto	5
1. Johdannaismarkkinat Suomessa	7
1.1 Johdannaissopimuksista yleisesti	7
1.1.1 Sopimus tulevasta luovutuksesta tai hinnaneron korvauksesta	7
1.1.2 Perustyytit: termiini ja optio	7
1.1.3 Johdannaissopimusten kohteet eli kohde-etuudet	8
1.1.4 Johdannaismarkkinoiden riskeistä	8
1.1.5 Johdannaisten tarjoamat mahdollisuudet	9
1.1.6 Johdannaissopimusten yleistymisen tausta	11
1.1.7 Tappiotapaukset ja julkinen mielipide	12
1.2 Jako vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoihin	16
1.2.1 Yleistä	16
1.2.2 Vakioidut johdannaissopimukset ja optiokauppalaki	16
1.2.3 Vakioehdot (OTC) johdannaissopimukset	21
1.2.4 Markkinoiden kokoero	22
1.3 Rajankäynti vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaisten välillä	26
1.4 Markkinaosapuolten tyytit	28
2. Sopimuskäytäntö ja OTC- johdannaisiin sovellettavat yleiset oikeussäännöt	29
2.1 Sopimuskäytäntö	29
2.1.1 Yleistä	29
2.1.2 Suomen Pankkiyhdistyksen yleiset ehdot	31
2.1.3 Kansainväliset sopimusmallit	34
2.2 Sopimusten oikeudelliset tyytit ja niiden erityispiirteet	39
2.2.1 Kohde-etuuden luovutukseen ja hinnaneron korvaukseen oikeuttavien sopimusten oikeudellinen ero	39
2.2.2 Termiinit	40
2.2.3 Swap-sopimukset	42
2.2.4 Optiot	46
2.2.5 "Eksoottiset" johdannaiset	48
2.2.6 Arviointia	50
2.3 Sopimusoikeuden kehityksestä	50
2.3.1 OTC-johdannaiset ja velvoiteoikeus	50
2.3.2 Modernin sopimusoikeuden kehityspiirteitä ja kritiikkiä	51
2.3.3 Oikeustaloustieteellinen lähestymistapa	51
2.3.4 Sopimusvapauteen puuttumisen vaiheet ja vaihtoehdot	52
2.4 Yleinen lainsäädäntö	52
2.4.1 Soveltuva normipohja	52
2.4.2 Oikeushenkilöiden velvoittautumiskyvystä	53
2.4.3 Konkurssin ja saneerauksen vaikutus sopimussuhteeseen	57
2.4.4 Oikeustoimilaki	61
2.4.5 Kauppalaki	66

2.4.6 Elinkeinonharjoittajien välisiä suhteita koskevat lait	70
2.4.7 Kauppakaari	72
2.4.8 Velkakirjalaki	72
2.4.9 Rikos- ja siviilioikeudellisista seuraamusnormeista	73
2.4.10 Sijoituspalveludirektiivin ja markkinariskidirektiivin voimaansaattaminen	78
2.5 Johdannaisiin liittyvät rahoitustarkastuksen kirjanpito- ja riskienseurantanormit	80
2.5.1 Määräys 106.1 luottolaitoksen tilinpäätöksestä (annettu 6.10.1994, voimassa 1.1.1995 lukien toistaiseksi)	80
2.5.2 Määräys 106.7 luottolaitoksen vakavaraisuussuhteen ja konsolidoidun vakavaraisuussuhteen ilmoittamisesta (annettu 19.4.1994, voimassa 30.4.1994 lukien toistaiseksi)	81
2.5.3 Yleisohje 105.12 johdannaisriskien hallinnasta	82
3. Kansainvälisiä esimerkkejä	85
3.1 Ruotsi	85
3.2 Englanti	86
3.3 Yhdysvallat	87
3.4 Euroopan unioniin liittyviä kysymyksiä	88
3.4.1 Talous- ja rahaliitto	88
3.4.2 Komission johdannaistyöryhmä	90
3.4.3 Euroopan parlamentin päätöslauselma ja ECOSOC:n lausunto	90
4. Oikeudellisten riskien arviointia	91
5. Johtopäätökset	94
Lähdeaineisto	96

Johdanto

Seuraava esitys on valmisteltu rahoitustarkastuksen oikeudellisen osaston seurantaajaoksessa. Seurantaajaos vastaa mm. koti- ja ulkomaisen rahoituslainsäädännön seurannasta ja pyrkii omalla toiminnallaan tukemaan rahoitustarkastuksen valvontaa suorittavia yksiköjä. Jaoksen tehtäviin kuuluu myös lainsäädäntöaloitteiden valmistelu, lakihankkeisiin osallistuminen ja lainsäädännön tulevan kehityksen ennakointi. Yksi keskeisistä tehtäväalueista on rahoitusmarkkinoilla käytettävien tuotteiden oikeudellisen taustan selvittäminen. Tämän tehtävän toteuttamiseen liittyy myös seuraava oikeudellinen tuotetutkimus.

Selvityksessä pyritään raottamaan salaperäisyyden verhoa, joka tuntuu erityisesti julkisessa keskustelussa peittävän johdannaismarkkinoita. Johdannaissopimuksia käsitellään Suomen yleisen velvoiteoikeuden sekä rahoitusmarkkinoita koskevan lainsäädännön näkökulmasta. Selvityksessä pyritään osoittamaan, etteivät johdannaiset ole oikeudellisesti millään tavalla poikkeuksellisia sopimuksia. Lainsäädännössä tehdään kuitenkin tällä hetkellä merkittävä periaatteellinen ero optioyhteisöissä vakioitujen ja muiden johdannaissopimusten välillä. Vain vakioiduista johdannaissopimuksista on voimassa erityislainsäädäntöä. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että muut johdannaissopimukset olisivat kokonaan lainsäädännön ulottumattomissa. Niitä voidaan käsitellä olemassa olevilla käsitteillä ja normeilla.

Esityksen pääkohde ovat interbank-markkinoilla ja pankkien asiakaskaupassa käytettävät, markkinakäytännössä vakioehtoisuneet johdannaissopimukset, joihin sovelletaan Suomen lakia. Sopimuksista käytetään vuorotellen nimitystä OTC-johdannaissopimukset ja vakioehtoiset johdannaissopimukset.

Luonnostekstiä ovat ystävällisesti kommentoineet Olli Laurila, Markku Lounatvuori, Olli Mattinen ja Juha Savela rahoitustarkastuksesta sekä Asko Schrey Suomen Optimeklarit Oy:stä ja Vesa Heikkilä valtiovarainministeriöstä. Selvityksessä esiintyvistä virheistä ja mielipiteistä vastaa kuitenkin kirjoittaja yksin. Selvitys ei pyri osoittamaan tai heijastamaan rahoitustarkastuksen näkemyksiä käsiteltävistä kysymyksistä. Selvityksen tekijän mielipiteitä ei myöskään tule ymmärtää sellaisiksi. Seuraavassa esitetyt tulkinnat voivat poiketa rahoitustarkastuksen virallisista kannanotoista.

1. Johdannaismarkkinat Suomessa

1.1 Johdannaissopimuksista yleisesti

1.1.1 Sopimus tulevasta luovutuksesta tai hinnaneron korvauksesta

Johdannaissopimukset voidaan karkeasti määritellä sopimuksiksi, joiden arvo määräytyy tai johdetaan sovitun varallisuusesineen, hyödyke-erän, viitekurssin tai indeksin arvosta ja sen muutoksista. Tämä määritelmä kuvaa lähinnä sopimusten taloudellista sisältöä.

Oikeudellisesta näkökulmasta johdannaissopimuksia voidaan, jälleen karkeasti, pitää velvoiteoikeudellisina kaupp- tai luovutussopimuksina, jotka on tarkoitus toteuttaa tulevaisuudessa. Osapuolten kannalta sopimuksen tärkein merkitys liittyy tulevan luovutuksen hinnan määrittämiseen. Tästä syystä johdannaissopimukset poikkeavat käteiskauppasopimuksista, joissa kaupan kohde pyritään luovuttamaan ja kauppahinta maksamaan välittömästi. Tämä piirre erottaa myös johdannaismarkkinat käteismarkkinoista.

Kun johdannaissopimuksen arvo ja merkitys perustuu sopimuksen kohteen arvon kehitykseen, osapuolet eivät useinkaan vaadi, että kohde todella siirretään myyjän hallusta ostajan omistukseen ja hallintaan. Osapuolten kannalta saattaa olla aivan riittävää ja toivottavaakin, että sopimuksen päättymishetkellä maksetaan vain vallitsevan markkinahinnan ja sopimuksessa alun perin sovitun hinnan erotus. Kun johdannaissopimuksen kohteena on viitekurssi tai indeksi, sopimus toteutetaan aina indeksin tunnuslukujen perusteella määrättävällä korvauksella. Yksityisoikeudellisesti on siten erotettava sellaiset johdannaissopimukset, jotka oikeuttavat kohteen luovutukseen, ja sopimukset, joiden ehtojen mukaan toinen osapuoli on oikeutettu vain rahalliseen hinnaneron korvaukseen.

1.1.2 Perustyytit: termiini ja optio

Johdannaissopimus voidaan muotoilla siten, että molemmilla osapuolilla on velvollisuus täyttää sopimuksen tarkoittama suoritus ehtojen mukaisesti. Tällaista sopimusta kutsutaan Suomen ja Ruotsin oikeuskielessä termiiniksi (*termin*). Nimitys eroaa muissa länsimaissa omaksutusta kielenkäytöstä, jossa tavataan erottaa futuuri- ja forward -tyyppiset sopimukset toisistaan. Yksinkertaisimmillaan termiini on arvopaperikauppasopimus, jonka toimituspäivä on siirretty muutamia kuukausia eteenpäin.

Sopijapuolet voivat kuitenkin sitoutua myös siihen, että yhdellä osapuolella on ainoastaan oikeus, mutta ei velvollisuutta täyttää oma osuutensa sopimuksen tarkoittamasta suorituksesta. Toisella osapuolella ei tällaista valintaoikeutta ole, joten hänen velvollisuutensa säilyy koko sopimuksen voimassaoloajan. Valintaoikeuden saanut osapuoli maksaa sidotulle osapuolelle korvauksen oikeudestaan. Jollei osapuoli käytä valintaoikeuttaan, suoritus raukeaa, ja korvaus jää osapuolen tappioksi. Suomessa tällaista sopimusjärjestelyä kutsutaan optioksi (*option*).

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla kehitetään jatkuvasti uusia johdannaistuotteita. Uudet tuotteet rakennetaan yhdistelemällä ja muuntelemalla optioita ja termiinejä eri

tavoin. Siksi markkinoiden mielikuvituksellisiltakin tuntuvat keksinnöt voidaan yleensä palauttaa johdannaissopimusten taloudellisiin perustyyppeihin.

1.1.3 Johdannaissopimusten kohteet eli kohde-etuudet

Varallisuuserää, jonka arvon muutokset määräävät johdannaissopimuksen arvon, kutsutaan kohde-etuudeksi (*underlying*). Johdannaismarkkinoiden toiminta edellyttää toimivia kohde-etuuksien käteis- eli spot-markkinoita. Nykyisin johdannaissopimuksilla on suurin merkitys rahoitusmarkkinoilla. Niillä käytettävien rahoitusjohdannaisten (*financial derivatives*) kohde-etuuksiksi voidaan valita arvopapereita, valuuttoja, viitekorkoja ja eri markkinapaikkojen kaupankäynnin perusteella laskettuja indeksejä. Johdannaissopimuksen kohde-etuudeksi voidaan sopia myös toinen johdannainen.

Johdannaissopimuksen kohteeksi voidaan periaatteessa valita mikä tahansa etuus, jolla on varallisuusarvoa, tai tällaisen etuuden markkinahintaa kuvaava indeksi. Johdannaiset eivät ole pelkästään nykyaikaan kuuluva ilmiö. Johdannaissopimuksiksi määriteltävien sopimusten käyttö alkoi hyödykkeiden kaupassa - hyödykejohdannaisilla (*commodity derivatives*). Jo vanhastaan on tehty sopimuksia esimerkiksi oikeuksista metalleihin, lihaan tai viljaan. Ensimmäinen, viljafutuuriin kauppooja välittävä johdannaisspörssi aloitti toimintansa Chicagossa jo vuonna 1848.

1.1.4 Johdannaismarkkinoiden riskeistä

Johdannaiskaupan räjähdysmäinen kasvu ja eräät suurta julkisuutta saaneet tappiotapaukset ovat kasvattaneet huolta johdannaismarkkinoiden riskeistä. Yleismaailmallisesti on kiinnitetty erityisesti huomiota uhkiin, joita johdannaismarkkinat aiheuttavat rahoitusjärjestelmälle. Järjestelmäriski johtuu markkinoiden keskittymisestä harvoihin suuriin luottolaitoksiin. Yhden tällaisen osapuolen taloudelliset vaikeudet saattavat ulottua muihin osapuoliin siten, että osapuolet kaatuvat yksi toisensa jälkeen kuin dominopalikat. Yksillä markkinoilla syntyneet ongelmat puolestaan saattavat pahimmillaan levitä yli rajojen jopa maailmanlaajuisesti rahoitusjärjestelmäkriisiksi.

Johdannaismarkkinoiden riskeistä on viime aikoina käyty vilkasta julkista keskustelua viranomaisen ja elinkeinoelämän välillä. Esimerkiksi Kansainvälisen järjestelypankin (BIS), Baselin pankkivalvontakomitean ja G-30 -ryhmän sekä kotimaassa Suomen Pankin laatimissa seikkaperäisissä selvityksissä on taloudellisia riskejä käsitelty tämän esityksen kannalta tyhjentävästi.

Johdannaismarkkinoiden riskit ovat perusteiltaan samantyyppisiä kuin luottolaitosten muussa toiminnassa esiintyvät riskit. Ne voidaan tyypitellä esimerkiksi rahoitustarkastuksen antaman, johdannaistriskien hallintaa koskevan yleisohjeen (RATA yleisohje 105.12, voimaassa 1.6.1995 lukien toistaiseksi) mukaisesti:

Luottoriskillä tarkoitetaan osapuolelle aiheutuvaa vaaraa siitä, ettei johdannaissopimuksen vastapuoli pysty vastaamaan sitoumuksestaan.

Markkinariski (positionriski) liittyy epäedullisten markkinahinnan muutosten aiheuttamaan tappionvaaraan, kun hinnat käyttäytyvät markkinoilla toisin kuin johdannaissopimuksen osapuoli on odottanut.

Rahoitusriski merkitsee luottolaitoksen kannalta riskiä siitä, ettei laitos kykene selviytymään johdannaissopimusten aiheuttamista maksuvelvoitteista. Sopimuksen toisen osapuolen kannalta on siten tavallaan kyse luottolaitokseen liit-

tyvästä luottoriskistä. Rahoitusmarkkinoita ja luottolaitoksia valvovan viranomaisen on kuitenkin otettava huomioon tämä erityisriski siitä syystä, että keskeisinä markkinaosapuolina toimivien luottolaitosten vaikeudet saattavat vaarantaa markkinoiden vakauden.

Markkinoiden likviditeettiriski toteutuu, kun markkinoilla syntyy tilanne, jossa riskien hallinnan kannalta tarpeellisia johdannaissopimuksia ei voida tehdä. Tällainen tilanne saattaa johtua esimerkiksi siitä, ettei markkinoilla ole riittävästi vastapuolia, joiden kanssa sopimuksia voitaisiin tehdä ja jotka olisivat valmiita jakamaan riskiä. Markkinoiden toiminta saattaa keskeytyä myös teknisen häiriön takia.

Operationaalinen riski liittyy johdannaissopimuksen osapuolena olevan yrityksen organisaatioon. Puutteet sisäisessä informaatio-, raportointi-, valvonta- ja varmistusjärjestelmissä saattavat aiheuttaa yritykselle odottamattomia tappioita etenkin silloin, kun yrityksen toimihenkilöt menettelevät petollisesti tai huolimattomasti.

Johdannaismarkkinoiden osapuolen strateginen riski johtuu siitä, etteivät osapuolen ammattitaito, riskinkantokyky ja voimavarat välttämättä vastaa niitä suunnitelmia, joita osapuoli on tehnyt johdannaisten käytöstä.

Oikeudellisella riskillä tarkoitetaan kansainvälisessä keskustelussa yleensä johdannaissopimusten pätemättömyydestä, puutteellisesta dokumentoinnista tai vastapuolen vaillinaisesta oikeustoimikyvystä johtuvia vaaroja.

1.1.5 Johdannaisten tarjoamat mahdollisuudet

Riskillä tarkoitetaan teoriassa epävarmuutta tulevaisuuden tapahtumista. Johdannaissopimusten käyttö perustuu siihen, että erilaisten taloudellisten toimijoiden riskinottohalu ja tulevaisuutta koskevat odotukset vaihtelevat. Markkinaosapuolet haluavat jakaa ja muotoilla riskejään uudelleen. Riskien uusjako voidaan toteuttaa johdannaissopimuksilla. Esimerkiksi tavarakauppasopimuksen tehnyt yritys voi torjua sille jostain syystä vastenmielisen, kaupasta johtuvan epävarmuuden tekemällä johdannaissopimuksen, jonka taloudelliset vaikutukset syrjäyttävät alkuperäisen sopimusriskin. Halu muuttaa riskiasemaa saattaa johtua esimerkiksi siitä, että yritys on saanut uutta, kaupan edullisuuteen vaikuttavaa tietoa kauppasopimuksen solmimisen jälkeen. Suojauksen hankkiva osapuoli välttää maksamasta irtisanomiskorvauksia tai muita kustannuksia, jotka mahdollisesti liittyisivät riskin purkamiseen alkuperäistä sopimussuhdetta muuttamalla.

Johdannaissopimuksen avulla yritys voi etukäteen määritellä tarvitsemalleen toimitukselle tulevaisuuden tapahtumista riippumattoman hinnan. Sama pätee maksuun, jonka yritys saa tuotteistaan ulkomaiselta ostajalta. Korkojohdannaisten ansiosta pienetkin yritykset voivat saada kiinteäkorkoista luottoa. Näin yritykset voivat lieventää niitä lamaannuttavia vaikutuksia, joita taloudellinen taantuma aiheuttaa yritysten toimintakyvylle. Taantuman välittömiin ja yhtäaikaaisesti ilmeneviin tunnusmerkkeihin ovat usein kuuluneet kysynnän lasku ja korkojen nousu. Korkojohdannaissilla voidaan torjua toinen näistä yritystoimintaa uhkaavista tekijöistä.

Jos valuuttakurssien tai koron muutosten vaikutukset maksun suuruuteen voidaan poistaa, on yritysten helpompi suunnitella tulevaisuuttaan. Tämä periaate soveltuu myös sellaiseen velkaongelmien kanssa painiskelemaan valtioon, jonka omat pääomamarkkinat eivät syystä tai toisesta tarjoa riittävästi rahoitusta kotimaan

valuutassa ja jonka on siksi turvauduttava muun maailman rahoitusylijiämiin. Suojaus hankitaan kansainvälisiltä markkinoilta, joilla toimivat yritykset ovat riittävän suuria valtion kanssa tehtävien sopimusten vastapuoliksi. Suojautuminen helpottaa talousarvion laatimista ja noudattamista.

Johdannaissopimuksen tarkoittaman riskin ottaa kantaakseen sopimuksen vastapuoli, joka uskoo riskinoton kannattavan. Vastapuoli saattaa esimerkiksi ennakoida markkinatilanteen muuttuvan sopimuksen toteuttamisajankohtaan mennessä itselleen edullisesti. Johdannaissopimusten avulla sijoittaja voi siten hyötyä oikeaksi osoitautuvista markkinanäkemyksistään. Johdannaissopimus ei kuitenkaan aina sisällä yksisuuntaista riskin siirtoa. Esimerkiksi swap-sopimuksessa osapuolet vaihtavat keskenään riskejä.

Johdannaismarkkinoilla käydään kauppaa oikeuksilla ja velvoitteilla, jotka ovat luonteeltaan aineettomia, ja joiden arvo perustuu muilla markkinoilla kaupattaviin hyödykkeisiin. Johdannaissopimuksissa riskille määritellään hinta. Useista samaa kohde-etuutta koskevista johdannaissopimuksista muodostuu puolestaan markkinahinta, johon voidaan perustaa muita sopimuksia. Esimerkiksi optioiden hinnat kuvastavat odotuksia kohde-etuuksien markkinoiden tulevasta kehityksestä. Johdannaismarkkinoiden kehitys kertoo siten sijoittajien lähitulevaisuuteen liittyvistä näkemyksistä.

Johdannaissopimus sitoo yleensä vähemmän pääomia kuin vastaava käteissopimus. Siksi onnistunut johdannaissopimus tuottaa suuremman voiton kuin markkamääräisesti saman suuruinen sijoitus käteissopimukseen. Vastaavasti myös johdannaissopimukseen liittyvä tappioriski on suurempi. Tätä piirrettä kutsutaan johdannaissopimusten vipuvaikutukseksi.

Johdannaissopimuksen ei välttämättä tarvitse liittyä yhden ainoan alkuperäisen sopimussuhteen suojaukseen. Nykyisin johdannaisilla voidaan kattaa tai muotoilla uudelleen kokonaisia riskiasemia, kuten luottosalkkuja. Mahdollisuus muuttaa ja muotoilla riskiasemia jatkuvasti ja edullisesti tekee johdannaissopimuksista houkuttelevia, mutta samalla myös taloudellisesti monimutkaisia sijoituskohteita.

Johdannaissopimusten on sanottu kasvattavan taloudellisten toimijoiden mahdollisuuksia ymmärtää, mitata ja hallita erilaisia riskejä. Sopimuksilla voidaan säästää kustannuksia ja lisätä tuottoja. Lisäksi sopimukset tarjoavat tuotannontekijöiden hinnoista riippuvaisille yrityksille mahdollisuuden suojautumiseen. Myös rahoitus on ymmärrettävä tässä tuotannontekijäksi. Johdannaissopimuksilla siirretäänkin tuotannollisen talouden riskejä rahoitusmarkkinoiden kannettavaksi.

Johdannaissopimuksessa toisen osapuolen voittoa vastaa aina toisen osapuolen tappio. Vaikka kyse on siten nollasummapelistä, lisäävät johdannaismarkkinat yleistä hyvinvointia, kun riskejä voidaan jakaa edullisesti ja tehokkaasti uudelleen. Johdannaissopimusten on käytännössä todettu lisäävän markkinoiden likviditeettiä ja vähentävän hintaheilahteluja. Toisaalta on myös väitetty, että johdannaissopimukseen liittyvä keinottelumahdollisuus lisää heilahtelujen määrää. Tähän väitteeseen voidaan esittää vastaväite: kun johdannaissopimukset heijastavat kohde-etuuden arvoon vaikuttavia tekijöitä herkemmin kuin käteissopimukset, toimivat myös markkinat tehokkaammin. Markkinatehokkuuden lisäämistä voidaan puolestaan yleensä pitää kansantaloudellisesti järkevänä ja yleisen edun mukaisena.

Johdannaismarkkinoilla voidaan suojautua erilaisilta hintamuutoksilta ja hyötyä riskinotosta. Lisäksi hintamuutoksia ja vallitsevien hintojen hetkellisiä eroja eri markkinoilla voidaan käyttää hyväksi riskittömästi. Riskittömän voiton varmistaminen eli arbitraasi eri markkinoiden välillä poistaa kohde-etuuksien hinnoitteluvirheitä.

Yritykset pystyvät johdannaissopimusten avulla käyttämään hyväkseen rahoituksen suhteellista kilpailuetua, joka yrityksillä on monesti kotimarkkinoillaan. Tämä on omiaan lisäämään rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta.

Lopuksi johdannaismarkkinat elättävät erilukuista joukkoa sopimusten välitykseen osallistuvia elinkeinonharjoittajia, kuten luottolaitoksia, optiopörssijä, selvitysyhteisöjä, välittäjiä ja markkinatakaajia.

1.1.6 Johdannaissopimusten yleistymisen tausta

Viimeksi kuluneiden vuosikymmenten aikana on purettu rahoitusmarkkinoita jäykistänyttä säätelyä ja avattu kansallisia markkinoita ulkomaiselle pääomalle. Bretton-Woodsin valuuttakurssijärjestelmän romahtaminen 1970-luvun alussa loi pohjan kansainvälisen valuuttakaupan valtavalle kasvulle. Nykyään vain häviävän pieni osa valuuttaliikkeistä liittyy reaalityaloudelliseen suoritukseen. Valuuttamarkkinoiden keskimääräinen päivävaihto on jo ylittänyt tuhannen miljardin dollarin rajan. Valuuttakeinottelijat voivat horjuttaa jopa keskuspankkien ylläpitämiä valuuttajärjestelmiä. Viime vuosikymmenellä aloitettu pääomaliikkeiden vapauttaminen ja sääntelyn purkaminen levisi muualta Länsi-Euroopasta myös Suomeen. Markkinat ovat kansainvälistyneet, ja uuden tietotekniikan avulla voidaan käydä kauppaa kiivaammin. Euroopan valuuttajärjestelmän myllerrys vuonna 1992 ja Suomen markan devalvaatio ja kellutus 1990-luvulla ovat lisänneet hintaheilahteluja rahoitusmarkkinoilla. Näin tarve käyttää johdannaissopimuksia on kasvanut sitä mukaa kuin markkinat ovat muuttuneet herkkäliikkeisemmiksi ja arvaamattommiksi.

Taloudellisesti entistä monimutkaisempien johdannaissopimusten kehittäminen liittyy 1980-luvulla yleistyneeseen ilmiöön, jota voidaan kutsua suomeksi esimerkiksi rahoitustekniikaksi (*financial engineering*). Rahoitustekniikka on investointipankkitoimintaa, jossa yrityksille laaditaan niiden verosuunnittelu-, yhtiö rakenne- tai rahoitustarpeisiin räätälöityjä rahoitusratkaisuja. Ratkaisut toteutetaan mutkikkailla sopimusjärjestelyillä, useiden sopimusten ryppäillä tai yhtiörakenteen järjestelyillä. Suuryritykset ryhtyivät vaatimaan pankeiltaan tällaisia palveluja 1980-luvulla.

Rahoitustekniikka voidaan jakaa kolmeen osaan. Asiakasyrityksen omaisuudelle ja varoille voidaan ensinnäkin pyrkiä hakemaan ihanteellista muotoa *järjestelemällä yhtiörakenteita*. Tässä tarkoituksessa yritys saattaa hankkia tai perustaa holding-yhtiön tai ulkomaisten tytäryhtiön, aloittaa taseen ulkopuolisen rahoituksen, vallata toisia yrityksiä, fuusioitua toisiin yrityksiin tai suojautua valtauksilta sekä pyrkiä arvopaperistamaan varojaan. Toiseksi yritys voi välttää luottoriskejä *luottohallinnon järjestelyillä*, kuten luottosopimuksiin liitettävillä finanssikovenanteilla (erityisiä velallisen kassavirran hallintaan ja velallisen taloudellisen aseman valvontaan liittyviä erityisehtoja), tiukoilla vakuuslausekkeilla sekä ankarilla irtisanomis- ja purkulausekkeilla. Kolmanneksi yritykset *järjestelevät markkina-asemaansa* erilaisilla rahoitus tuotteilla ja -innovaatioilla, joihin myös johdannaiset kuuluvat. Näillä tuotteilla muotoillaan, siirretään, suojataan tai rakennetaan tarkoituksellisesti markkinariskejä.

Johdannaissopimuksia käytetään länsimaissa yhä enemmän. Ilmiö liittyy myös 1980-luvulla tapahtuneeseen pankkien kansainvälisen toimintaympäristön muutokseen, jota leimasivat kansainvälinen velkakriisi sekä korkojen ja valuuttakurssien ennennäkemätön vaihtelu. Rahoitusmarkkinat pyrkivät vastaamaan näihin haasteisiin lähinnä kahdella tavalla: arvopaperistamisella ja pankkien taseen ulkopuolisilla toiminnoilla.

Arvopaperistamisella tarkoitetaan karkeasti kehitystä, jossa rahoituksen välittäjät pyrkivät muuttamaan jälkimarkkinakelvottomia, yksittäisiä saataviaan arvopapereiksi. Arvopaperit on helpompi myydä edelleen sijoittajille, koska niillä on toimivat jälki-

markkinat. Kansainvälisesti toimivat pankit ovat taseiden kautta kierrätettävän rahoituksen sijasta keskittyneet entistä enemmän vain saattamaan rahoituksen tarvitsijoita ja sijoittajia yhteen järjestelemällä esimerkiksi joukkovelkakirjarahoitusta. Arvopaperistaminen auttaa luottolaitoksia pienentämään taseitaan tilanteessa, jossa perinteisen, taseen kautta tapahtuvan rahoituksen välityksen kannattavuus vähenee.

Lisäksi pankit ovat etsineet uusia keinoja lisätä sellaisia tuottoja, jotka eivät kasvattaisi tasetta. Ne ovat ryhtyneet harjoittamaan niin sanottuja taseen ulkopuolisia toimintoja (*off balance sheet transactions*), joilla voidaan suojautua mm. joukkovelkakirjarahoituksen järjestämiseen liittyviltä riskeiltä. Taseen ulkopuolisilla toiminnoilla voidaan myös pienentää taseeseen sisältyviä korko- ja valuuttakurssiriskejä. Johdannais sopimukseen liittyvät toiminnot ovat taseen ulkopuolisia toimintoja.

Pankit neuvovat asiakkaitaan johdannaisten käytössä, välittävät sopimuksia asiakkaiden lukuun, avustavat sopimusten selvityksessä ja huolehtivat asiakkaiden sijoitussalkuista. Tällaisten johdannaispalvelujen tarjoaminen ei välttämättä aiheuta pankeille suuria riskejä. Pankit voivat kuitenkin sitoutua taseen ulkopuolisessa toiminnassaan myös nimenomaisiin vastuisiin esimerkiksi antamalla merkintäsitoumuksen emissiosta, jonka pankki järjestää asiakkaansa puolesta, tai toimimalla johdannaissopimusten vastapuolena. Tällaisten vastuiden toteutuminen riippuu tulevaisuuden epävarmoista tapahtumista. Pankit tarvitsevat johdannaisia myös suojautuakseen näiltä vastuilta.

Pankkien kannalta on välttämätöntä osallistua johdannaismarkkinoille. Jolleivät pankit pysty tarjoamaan asiakkailleen johdannaispalveluja, siirtyvät palvelut muiden markkinoilla toimivien yksiköiden hoidettaviksi. On kuitenkin arvioitava erikseen, kuinka toivottavaa yhteiskunnan kannalta on johdannaistoiminnan keskittyminen pankkeihin.

Pankit käyttävät johdannaisia omassa sijoitustoiminnassaan niin, että johdannaisista syntyy avoimia vastuita. Johdannaissopimuksia saatetaan tehdä korkean tuoton toivossa siten, että samalla altistutaan myös suurille riskeille. Johdannaistoiminta sisältää usein valvonnan kannalta huomionarvoisia kiihokkeita. Tällä toiminnalla voidaan kerätä parempia tuottoja kuin perinteisellä pankkitoiminnalla, mutta suurempia voittomahdollisuuksia vastaavat myös suuremmat riskit. Kun perinteinen pankkitoiminta on esimerkiksi luottotappioiden vuoksi muuttunut kannattamattomaksi, saattaa pankki keskittyä aikaisempaa riskipitoisempaan toimintaan luottotappioiden peittämiseksi. Johdannaissopimuksista johtuvia tappioita saatetaan lisäksi pyrkiä kattamaan vielä entistäkin suuremmilla riskeillä.

1.1.7 Tappiotapaukset ja julkinen mielipide

Julkisessa keskustelussa on usein viitattu tapauksiin, joissa johdannaissopimukseen sijoittaneet yhteisöt ovat kärsineet käsittämättömiltä tuntuvia tappioita. Tapauksiin kiinnitetään huomiota siksi, että kertaluonteinen sijoitustappio saattaa suistaa vakavaraisen ja kannattavan yrityksen konkurssitilaan. Keskustelussa on pidetty esillä seuraavia tapauksia:

Saksalaisen Metallgesellschaftin Yhdysvalloissa toimiva tytäryhtiö MG Corp. tarjosi asiakkailleen pitkäaikaisia ja kiinteähintaisia öljyntoimitussopimuksia. Suojautuakseen itse öljyn markkinahinnan nousulta yhtiö käytti öljytermiini- ja OTC-tyyppisiä swap-sopimuksia. Öljymarkkinoilla vallitsi pitkään tilanne, jossa öljyn käteishinta ylitti lyhytaikaisten termiinien hinnan. Suojautuminen tuotti tällöin voittoa. Vuoden 1993 lopussa termiinien hinta nousi kuitenkin käteishintaa korkeammaksi, ja sopimukset

muuttuivat tappiollisiksi. Muutoksen takia Metallgesellschaft joutui maksamaan johdannaissopimusten vastapuolille lyhyen aikavälin lisävakuutta yhteensä yli 900 miljoonaa dollaria. Maksuvelvollisuus ajoi yhtiön likviditeettikriisiin, ja riskiasemat jouduttiin purkamaan pankkien avulla tappiollisesti. Sitten yhtiö on tervehtynyt tappioistaan, ja vuodelta 1995 yhtiö lupaa sijoittajille voittoa.

Yhdysvalloissa kulutushyödykkeitä valmistavat Procter & Gamble ja Gibson Greetings Inc. hävisivät vuonna 1994 satoja miljoonia dollareita voimakkaan vipuvaikutuksen sisältävissä koronvaihtosopimuksissa (*leveraged swaps*). Molemmat yhtiöt toimivat tukkumarkkinoilla, joskin vain Procter & Gamblea voidaan varsinaisesti pitää suuryrityksenä. Sen osuus tappioista oli noin kaksisataa miljoonaa dollaria, kun Gibson Greetings tappioksi lasketaan noin 23 miljoonaa dollaria.

Yhtiöiden tekemien vipujohdannaisten ehtojen mukaan osapuolten maksuvelvollisuus saattoi moninkertaistua, jos markkinakorot muuttuivat. Yhtiöiden kannalta erityisehdot osoittautuivat tuhoisiksi, kun Yhdysvaltojen markkinakorot alkoivat nousta. Tappioiden paljastuttua kumpikin yhtiö vaati korvauksia Bankers Trust New York Corporation -pankin omistamalta BT Securities Corporation -pankkiiriliikkeeltä, joka oli myynyt riidanalaiset sopimukset. Yhtiöt väittivät, että pankki oli johtanut niitä harhaan selvittäessään sopimukseen liittyviä erityisriskejä. Tällaisia väitteitä esiintyy harvoin tukkumarkkinoiden osapuolten välisissä suhteissa.

Bankers Trust sopi riidan Gibson Greetingsin kanssa tammikuussa 1995, kun pankin sisäiset selvitykset osoittivat, että pankin toimihenkilöt olivat antaneet johdannaiskaupoista tahallaan väärää tietoa asiakkaille. Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen, U. S. Securities and Exchange Commission (SEC), langetti Bankers Trustille joulukuussa 1994 kymmenen miljoonan dollarin siviilioikeudellisen sakkomaksun. Viranomainen katsoi, että Bankers Trust oli antanut sopimusten kestäessä väärää tietoa sopimusten tappiollisuudesta. Pankin oman laskentajärjestelmän mukaan sopimukset olivat Gibson Greetingsin kannalta yli kaksi kertaa tappiollisempia kuin mitä pankki ilmoitti asiakkaalleen. Lisäksi pankki oli houkutellut asiakkaansa uusiin tappiollisiin johdannaissopimuksiin vanhoja sopimuksia koskevien harhaanjohtavien tietojen avulla. Bankers Trustille sopimukset olivat tuottaneen 15 kuukauden aikana noin 13 miljoonan dollarin voitot. SEC rankaisi tosin myös Gibson Greetingsia varomattomuudesta, jolla yhtiö oli sitoutunut sopimukseen.

Procter & Gamble on nostanut Bankers Trustia vastaan kanteen, jossa yhtiö kuvaa pankin menetelyä järjestelmälliseksi petollisuudeksi (*racketeer-influenced and corrupt organization, RICO*). Yhtiö on esittänyt väitteidensä tueksi luettelon muista saman tyyppisen petoksen kohteeksi joutuneista yrityksistä. Näitä ovat Air Products & Chemicals (106 miljoonan dollarin tappio) ja P. T. Adimitra Rayapratama (50 milj. \$). Gibson Greetingsin lisäksi Bankers Trustin kanssa ovat sovintoon päässeet ainakin Sandoz (79 milj. \$), Federal Paper Board (47 milj. \$) ja Equity Group Holdings (11 milj. \$). Procter & Gamblen kanteen käsittely jatkuu edelleen. Myös tässä tapauksessa on Bankers Trustin sisäisissä selvityksissä paljastunut pankin kannalta kiusallisia kuva- ja ääninauhoja johdannaiskauppaa hoitavien toimihenkilöiden asenteista asiakasyrityksiin.

Myös julkisyhteisöt ovat kärsineet raskaita tappioita johdannaissopimuksissa. Orange County -niminen kalifornialainen piirikunta asetettiin vuonna 1994 konkurssitilaan, kun piirikunnan varainhoitoyksikkö oli hävinnyt 1 700 miljoonaa dollaria erityisehtoitteiden koronvaihtosopimusten markkinoilla. Sijoitusrahaston johtajan oli annettu toimia vapaasti, kun rahasto oli aikaisemmin tuottanut huomattavia voittoja.

Vuoden 1995 alussa paljastui, että yksi ainoa johdannaiskauppias, Nicholas Leeson, oli kerännyt englantilaisen Barings -liikepankkiryhmään kuuluvassa singaporelaisessa arvopaperiyhtiössä (Baring Futures (Singapore) Pte Limited) pörssijohdannaiksilla niin suuren riskiaseman, että koko pankkiryhmä kaatui Japanin Nikkei-osakeindeksin heilahteluun. Englannin vanhin investointipankki, Baring Brothers & Co Ltd, siirrettiin 26.2.1995 toimitsijamiesten hallintoon lopulta noin 830 miljoonaan puntaan kasvaneiden tappioiden takia. Riittämättömästi valvotun Leesonin luultiin käyvän kauppaa riskittömästi Nikkei-indeksijohdannaisten, Japanin valtion lainoja koskevien johdannaisten ja eurojenijohdannaisten hinnaneroilla ("*switching activity*"). Arbitraasin mahdollistavia eroja syntyy ajoittain Singaporen johdannaispörssin (SIMEX) sekä Osakan (OSE) ja Tokion (TIFFE) johdannaispörssien välillä. Toiminnan helpottamiseksi Leesonille oli annettu oikeus avata riskipitoinen johdannaisasema päivänsisäisesti, mutta arvopaperiyhtiön lukuun otetut riskiasemat oli suljettava kauppapäivän loppuun mennessä. Arbitraasilta näyttävä toiminta oli aiemmin tuottanut pankkiryhmälle merkittäviä voittoja. Tapauksesta tehdyssä Englannin keskuspankin selvityksen mukaan pankin johdon olisi kuitenkin pitänyt ymmärtää, että Singaporen arvopaperiyhtiön tuottamat voitot olivat puhtaiksi arbitraasivoitoiksi liian suuria. Toiminta oli ilmeisesti saatu näyttämään voitolliselta siten, että tappioita oli piilotettu tilintarkastajilta salaiselle asiakastilille.

Tammikuussa 1995 Leeson ryhtyi sijoittamaan suuria summia Nikkei 225 -indeksin vakauteen ns. haarastrategialla (*straddle*) eli asettamalla samanaikaisesti sekä osto- että myyntioptioita samaan kohde-etuuteen. Rikkomalla pörssien sääntöjä, piilottamalla tappiollisia riskiasemia ja väärentämällä toimeksiantodokumentteja hän onnistui luvatta keräämään arvopaperiyhtiölle huomattavan määrän johdannaissopimuksia, jotka näyttivät asiakkaan lukuun tehdyiltä. Turmiollisten kauppojen tekeminen ei olisi onnistunut, ellei emopankki olisi rahoittanut arvopaperiyhtiönsä vakuuksia johdannaispörsseissä löysäketisesti. Lisäksi riskien kasvattamista edesauttoi se, etteivät eri maiden valvontaviranomaiset vaihda riittävästi tietoja keskenään eivätkä SIMEX, OSE ja TIFFE raportoi toisilleen asiakkaiden riskiasemista. Johdannaissopimukset aiheuttivat painajaismaisen tappion, kun Nikkei-indeksi putosi jyrkästi Koben maanjäristyksen jälkeen. Leeson yritti vielä korjata tilannetta tekemällä lisää johdannaissopimuksia. Riskin keräämistä edesauttoi riittämättömän valvonnan lisäksi se, että Leeson toimi Singaporessa sekä Baringsin kaupankäynnin että selvitystoiminnan päällikkönä.

Kun Barings ei enää kyennyt suoriutumaan johdannaispörssien vakuusvaatimuksista, Englannin keskuspankki pyysi lontoolaista tuomioistuinta asettamaan pankin saneeraukseen, jossa toimiva johto syrjäytetään toimitsijamieshallinnolla (*administration order*). Tieto tästä romautti Nikkei-indeksiä edelleen ja kasvatti entisestään pankin tappiota. Noin viikon kuluttua toimitsijahallintoon siirtymisen jälkeen suurin osa pankkiryhmän varoista ja vastuista myytiin yhden punnan kauppahinnasta hollantilaiselle Internationale Nederlanden Groep N.V. (ING) -finanssiryhmälle. Nicholas Leeson tuomittiin vastikään petoksista pitkään vankeusrangaistukseen Singaporessa.

Postipankki Oy joutui kesällä 1995 ilmoittamaan 460 miljoonan markan tappioista, jotka pankin New Yorkin sivukonttori oli aiheuttanut mm. erityisehtoisilla koronvaihotosopimuksilla. Tappiot johtuivat sopimusten vastapuolille koronmuutoksien varalta annetuista optioista. Optioita ruvettiin toteuttamaan, kun Yhdysvaltojen korkotaso nousi vuoden 1994 alussa enemmän kuin Postipankki oli odottanut. Optiot muuttivat sopimuskokonaisuuden riskejä tavalla, jota ei ollut otettu huomioon pankin

riskienhallintajärjestelmässä.¹ Hiljattain tehdyn vertailun mukaan Postipankin New Yorkin konttorin tappio sijoittui maailman neljännestä suurimman viimeaikaisen tappiotapauksen joukkoon, johon kuuluivat myös Orange County, Metallgesellschaft, Barings ja Procter & Gamble.

Ruotsin rahoitustarkastus vaati hiljattain Skandinaviska Enskilda Bankenia kirjaamaan lähes 900 miljoonan kruunun tappion erityisehtoisista valuuttaswap-sopimuksista. Sopimukset oli tehnyt pankin Luxemburgissa omistama yhtiö Luxonen, ja pankki oli ottanut vastuun sopimuksista. Luxonen tuotti alunperin suuria voittoja Saksan markan, Sveitsin frangin ja Ruotsin kruunun välisellä korkoarbitraasilla.

Tappioiden takaa on usein paljastunut pidäkkeetöntä voitonhavittelua, jonka yrityksen johto on hiljaisesti tai nimenomaisesti hyväksynyt. Tapauksiin näyttää poikkeuksetta liittyvän sisäisen valvonnan ja raportoinnin laiminlyöntejä (operationaalinen riski). Kun johdannaissopimukset ovat tuottaneet johtoa miellyttäviä voittoja, ei toiminnan epämiellyttäviin riskeihin ole kiinnitetty riittävästi huomiota. Johto ei myöskään aina ole ymmärtänyt tai välittänyt ottaa selvää, millaisiin sopimuksiin alaiset ovat yrityksen sitoneet. Monimutkaisimmissa johdannaisissa yritykset ei välttämättä ole pystyneet lainkaan arvioimaan sopimusten hintakehitystä ja riskiä.

Vuonna 1994 julkaistun kansainvälisen selvityksen mukaan kolme neljänestä Euroopan institutionaalisista sijoittajista (lähinnä pankit, vakuutusyhtiöt, salkunhoitajat, sijoitusrahastot, eläkerahastot ja pankkiiriliikkeet) käyttää johdannaissopimuksia. Maailman institutionaalisista sijoittajista noin 74 % ilmoittaa käyttävänsä johdannaissopimuksia ensisijaisesti tuottojen kasvattamiseen, ja vain 47 % pyrkii myös suojaautumaan.

Suomalaisessa kyselytutkimuksessa (Hakkarainen, Kasanen & Puttonen, 1995) selvitettiin vuoden 1994 alussa sadan suurimman suomalaisen yrityksen (pl. rahoitusmarkkinayritykset) valuuttariskien hallintaa. Noin puolet vastaajista suojasi yrityksen valuuttamääräisiä kassavirtoja. Erityisesti valuuttaluotoille hankittiin suojaus (58 % vastaajista), useimmiten kotimaiselta (jatkuvasti 56 % vastaajista) tai ulkomaiselta (26 %) pankilta. Suurin osa (53 %) vastaajista ilmoitti, ettei käytä suojauksessa koskaan kotimaista optioyhteisöä. Noin puolet yrityksistä väitti pystyvänsä ennustamaan lähimmän kuukauden valuuttakurssikehityksen "usein" tai "lähes aina".

Vaikka yritykset käyttävät johdannaissopimuksia riskienhallinnassaan, kaikki eivät sovelle riittäviä valvontamenetelmiä johdannaistoiminnan hallitsemiseksi. Varainhallintatoiminnot valjastetaan yrityksissä voiton tavoitteluun. Näin johdannaissopimuksia ei käytetä ainoastaan suojaukseen vaan myös riskinottoon. Huolestuttavan monissa suuryrityksissä yrityksen ylin johto ei hanki riittävästi tietoa varainhallintatoiminnon toiminnasta eikä ohjeista toimintoa. Suuret johdannaistappiot ovat syntyneet juuri tällaisista asetelmista.

Johdannaismarkkinoilla julkisuus on usein epätasaista: huomiota ei kiinnitetä tapauksiin, joissa suojautumaton yritys kärsii tappioita epäedullisten markkinaliikkeiden vuoksi, vaikka yrityksen asema olisi voitu suojata helposti. Tällöin viitataan yleensä vain yritystoimintaan tavanomaisesti liittyvän riskiin.

Tappiotapaukset ovat joka tapauksessa ruokkineet sitkeästi elävää yleistä käsitystä siitä, että johdannaismarkkinat ovat pelkästään niin sanotun kasinotalouden ilmiö.

¹Tiedot perustuvat tiedotusvälineissä esitettyihin tapahtumainkuvauksiin. Ne eivät siten välttämättä vastaa rahoitustarkastuksen näkemystä tai lopullista kantaa Postipankki Oy:n New Yorkin sivukonttorin tapauksesta.

Johdannaissopimukset tuomitaan monesti oikopäätä hyödyttömäksi uhkapeliksi, joka vaarantaa muun yhteiskunnan toiminnan. Julkisuudessa esitetään silloin tällöin kannanottoja, joissa vaaditaan johdannaissopimusten käytön kieltämistä. Johdannaismarkkinoita halutaan säännellä entistä tiukemmin. Lisäksi markkinoiden valvontaa pidetään yhä tärkeämpänä julkisen vallan tehtävänä.

Entistä epävarmemmassa maailmassa yritysten on pystyttävä suojautumaan. Siksi johdannaissopimuksia tehtäisiin todennäköisesti joka tapauksessa, vaikka ne kiellettäisiin kokonaan. Tällaisessa tilanteessa johdannaissopimuksia tehtäisiin kuitenkin peiteltyillä markkinoilla ja valvonnan tavoittamattomissa. Tällöin kasvaisivat myös riskit, joita markkinat aiheuttavat koko rahoitusjärjestelmälle. Lisäksi on todennäköistä, että johdannaismarkkinat siirtyisivät niihin naapurimaihin, joissa johdannaistoiminta olisi edelleen sallittua. Avautuneilla pääomamarkkinoilla suomalaisia osapuolia ei voitaisi estää tekemästä johdannaissopimuksia ulkomailla. Näin myös johdannaismarkkinoiden edut siirtyisivät ulkomaille.

1.2 Jako vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoihin

1.2.1 Yleistä

Suomessa johdannaissopimuksia tehdään kahdella markkinalohkolla: optiopörssiin järjestetyillä markkinoilla ja markkinaosapuolten välisten over-the-counter (OTC) -sopimusten markkinoilla. Pörssikaupassa käytetään laissa määriteltyjä ja optiopörssiin säännöissä vakioituja johdannaissopimuksia, ja pörssin asema on keskeinen johdannaissopimusten vastuunjaossa. OTC-markkinoilla sopimusten muotoa ei ole lakisääteisesti rajoitettu, vaikka sopimusten ehdot ovatkin muotoutuneet pitkälti yhdenmukaisiksi. OTC-markkinoilla pankki myy asiakkaalle johdannaissopimuksia suoraan "tiskin yli". Kaupan osapuolet ovat siten välittömästi tekemisissä keskenään. OTC-sopimuksissa voidaan ottaa huomioon osapuolten erityistarpeet, joiden mukaisiksi sopimukset voidaan räätälöidä.

Vakioidut johdannaissopimukset ovat optiopörssin tuotteita, kun taas vakioehtoiset johdannaissopimukset kuuluvat tyypillisesti liikepankkien tuotevalikoimaan. Vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoilla sovellettavilla oikeussäännöillä on merkittäviä eroja.

1.2.2 Vakioidut johdannaissopimukset ja optiokauppalaki

Optiokauppalain säätäminen. Laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termeineillä (optiokauppalaki, 772/88) tuli voimaan 1.11.1988, yhdeksän kuukautta ennen arvopaperimarkkinoita yleisesti sääntelevän arvopaperimarkkinalain (495/89) voimaantuloa. Optiokauppalain valmistelua kiihdytettiin varta vasten siksi, että optiopörssitoiminta oli alkanut Suomessa jo syksyllä 1987 sääntelemättömässä ympäristössä. Toinen kiirehtimisen syy oli Ruotsin markkinoilla syntynyt tilanne. Kun New Yorkin pörssi romahti lokakuussa 1987, Ruotsin johdannaismarkkinoilla puhkesi kriisi, jonka aikana eräät suuret yhteisöt kärsivät huomattavia tappioita. Tämä esimerkki pelotti päättäjiä.

Suomen markkinoille näytti syntyvän useita kilpailevia optioyhteisöjä, joiden välinen kiistely sekä lainsäädännön ja pelisääntöjen puuttuminen huolestuttivat oikeusministe-

riötä ja valtiovarainministeriötä. Johdannaispörssitoiminnan aloittamista selvitettiin aluksi Helsingin Arvopaperipörssin optio- ja futuuritoimikunnassa, joka luovutti mietintönsä hutikuussa 1987. Mietinnön mukaan johdannaiskaupankäynti ja selvitys olisi ollut tarkoituksenmukaista järjestää osakeyhtiömuotoiseen yhteisöön. Erilleen tämän hankkeen jatkovalmistelusta perustettiin syksyllä 1987 Suomen Yhdyspankki Oy:n leirin myötävaikutuksella Suomen Optiomeklarit Oy (jäljempänä SOM), joka hakeutui yhteistyöhön ruotsalaisen Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommision Ab -nimisen optioyhtiön kanssa. Kansallis-Osake-Pankin leiri puolestaan pyrki muutamien muiden pankkien kanssa kehittämään johdannaisten kauppapaikan Helsinki Options and Futures Exchange HOFE -nimisen osuuskunnan ympärille. Johdannaiskaupat olisi selvitetty pankkien omistamassa Pörssiclearing Oy -nimisessä yhtiössä. Valtiovallan painostuksen jälkeen osapuolet ratkaisivat kiistan niin, että HOFE-hankkeesta luovuttiin. SOM aloitti kaupankäynnin vakioiduilla johdannaissopimuksilla 2.5.1988.

Optiokauppalaain säätämistä saatteli julkinen keskustelu, jossa käytettiin voimakkaita sanakäänteitä. Oikeusministeriössä harkittiin vakavasti optiokaupan kieltävää tai sitä voimakkaasti rajoittavaa lainsäädäntöä. Lopulta päätettiin kuitenkin laatia johdannaismarkkinoiden toimintaa koskeva erityislaki.

Optiokauppalaain eduskuntakäsittelyn aikana eräät kansanedustajat ja valiokuntiin kutsutut asiantuntijat pitivät johdannaismarkkinoita hyödyttöminä ja vertasivat niitä veikkaustoimintaan. Useissa puheenvuoroissa katsottiin, ettei johdannaismarkkinoilla ole minkäänlaista yhteyttä tuotannolliseen talouteen, ja lakiesitys tuomittiin puhtaaksi kasinotalouden ilmiöksi. Pankki- ja talousvaliokunnan lausunnoissa arvosteltiin hallituksen esitystä (HE 53/88 vp.) hätäisestä valmistelusta ja epätarkkuuksista. Hallitusta kehoitettiin seuraamaan johdannaismarkkinoiden kehitystä ja varautumaan nopeisiin lainmuutostarpeisiin. Kiivaista puheenvuoroista huolimatta laki hyväksyttiin eduskunnassa melko nopeasti. Lain kolme käsittelyä pidettiin 7. - 14.6.1988.

Vaikka optiokauppalaikiin suhtauduttiin eduskuntakäsittelyssä epäluuloisesti, ei lain seitsenvuotisen voimassaolon aikana ole koettu johdannaismarkkinakriisejä. Samaan aikaan kansantalous on käynyt sodanjälkeisen historian syvimmissä lamassa.

Lain aineellinen sisältö. Optiokauppalaissa säännellään johdannaismarkkinoiden toimintaa ja markkinoilla toimivia osapuolia. Markkinoiden järjestämisestä ja ylläpidosta vastaa optioyhteisö, jonka toiminnan harjoittaminen edellyttää valtiovarainministeriön lupaa. Optioyhteisö laatii markkinoille yksityiskohtaiset säännöt, jotka ministeriö vahvistaa.

Optioyhteisön toiminta on kaksijakoista. Yhteisö voi ensinnäkin harjoittaa optiopörssitoimintaa, jossa se vahvistaa kaupankäynnin perusteella optioiden ja termiinien hintoja sekä ylläpitää markkinapaikkaa sopimuksille. Toiseksi optioyhteisö voi harjoittaa johdannaissopimusten selvitystoimintaa eli vastavuoroisten sopimusten tekemistä osapuolten kanssa, kun näiden tarjoukset ovat yhtyneet markkinoilla. Selvitystoiminnan järjestäminen edellyttää optioyhteisöltä kuitenkin kymmenen miljoonan markan osake- tai osuuspääomaa. Optiopörssitoiminta ja selvitystoiminta voivat kuulua joko samalle optioyhteisölle tai kahdelle erilliselle yhteisölle. Lain mukaan optioyhteisö saa edellä mainittujen toimintojen lisäksi harjoittaa vain niihin läheisesti liittyvää toimintaa. Yhteisöä koskee vakavaraisuusvaatimus, joka lasketaan johdannaissopimuksista aiheutuvan riskin perusteella.

Optioyhteisön markkinapaikalla voivat toimia luvan saaneet välittäjät ja optioyhteisön kanssa sopimuksen tehneet markkinatakaajat. Viimeksi mainittujen tehtävä on taata se, että markkinoilla voidaan tehdä johdannaissopimuksia joka tilanteessa.

Optiokauppalaki antaa mahdollisuuden päästää johdannaismarkkinalle myös ulkomaisia osapuolia.

Optioyhteisö voi antaa välittäjän oikeudet arvopaperinvälittäjälle. Välittäjä toteuttaa ensinnäkin johdannaismarkkinoilla asiakkaiden toimeksiantoja. Toiseksi välittäjä voi tehdä johdannaissopimuksia omaan lukuunsa. Kolmanneksi välittäjä voi toimia niin sanottuna selvitysvälittäjänä toisten, pienempien välittäjien puolesta. Välittäjien, markkinatakaajien ja näiden palveluksessa toimivien meklarien oikeuksista ja velvollisuuksista säädetään yleisesti optiokauppalaissa.

Optioyhteisön ylläpitämällä markkinapaikalla voidaan käydä kauppaa vain sellaisilla johdannaissopimuksilla, jotka on määritelty eli vakioitu yhteisön säännöissä. Johdannaissopimusten kohde-etuuksia ei ole etukäteen rajoitettu, mutta laki edellyttää, että kohde-etuudeksi valittavan varallisuuden hinnanmuodostus on luotettavaa. Tämä on nimenomaisesti todettu osakkeista, joukkovelkakirjalainoista ja indekseistä. Optiokauppalakia koskevan hallituksen esityksen mukaan johdannaissopimuksen kohteeksi voidaan hyväksyä myös raaka-aineita ja muita kauppalaadultaan vakioituja tavaroita.

Optiokauppalaki sisältää erityisiä säännöksiä vakioitujen johdannaissopimusten yksityisoikeudellisesta asemasta. Vakioidut johdannaissopimukset eivät ole arvopapereita vaan tuotteita, jotka optioyhteisö luo. Optiokauppalain selvitystoimintaa koskeissa säännöksissä on omaksuttu johdannaismarkkinoiden riskejä vähentävä ratkaisu, jossa jokainen pörssissä tehty optiokauppa purkautuu lain nojalla kahdeksi vastakkaissuuntaiseksi sopimussuhteeksi. Tarjouksen ja vastauksen yhtyminen aiheuttaa vakioitujen johdannaisten markkinoilla ainoastaan velvollisuuden siirtää sopimus selvitettäväksi optioyhteisössä. Ostajan ja myyjän suhdetta voidaan kuvata sitoumukseksi siitä, että kumpikin ilmoittaa kaupan optioyhteisölle sääntöjen mukaisesti ja tekee yhteisön kanssa varsinaisen kauppasopimuksen. Optioyhteisö on vastapuoli kummassakin näistä sopimussuhteissa. Johdannaissopimuksen alkuperäiset osapuolet välttyvät siten kantamasta toiseen osapuoleen liittyvää luottoriskiä, kun optioyhteisö vastaa sopimuksen täyttämisestä. Osapuolen luottoriski kohdistuu optioyhteisöön, mutta riskiä vähentää se, että optioyhteisö kattaa osapuolten avoimia vastuita vakuuksilla ja joutuu lain mukaan noudattamaan varovaista sijoituspolitiikkaa. Optioyhteisössä selvitetty kauppa ei perusta sopimussuhteita tai maksuvelvoitteita kaupan osapuolten tai näiden käyttämien välittäjien välille. Optiokaupan purkautuminen kahdeksi sopimussuhteeksi sitoo optioyhteisön ja sen sopimuskumppaneiden lisäksi myös kaikkia ulkopuolisia tahoja.

Johdannaissopimuksen osapuolia ovat optioyhteisö ja asiakas. Optioyhteisö pitää sitovaa kirjaa välittäjien ja asiakkaiden johdannaissopimuksista. Sopimukset kirjataan erityisille, automaattisen tietojenkäsittelyn avulla pidettäville johdannaistileille. Nämä tilit osoittavat asiakkaiden ja välittäjien oikeudet ja velvollisuudet optioyhteisöä kohtaan. Optioyhteisö vaatii johdannaissopimuksen tehneeltä asiakkaalta vakuuksia kattaakseen omat riskinsä. Vakuusvaatimus on lain mukaan laskettava päivittäin markkinaliikkeitä vastaavaksi.

Optiokauppalain erityiseen sopimusoikeudelliseen sääntelyyn kuuluu vielä se, että laki estää vakioitujen johdannaissopimusten edelleen luovutukset. Johdannaistilille kirjattuihin optioihin ja termiineihin kohdistuva omistusoikeus voidaan kuitenkin ulosmitata, ja omistusoikeus johdannaistiliin voi siirtyä perheoikeudellisten saantojen ja yleisseuraannon, kuten fuusion perusteella. Yksittäisten johdannaissopimusten luovutuskieltoa on käytännössä tulkittu siten, että kielto varmistaa myös optioyhteisön järjestämän netotuksen tehokkuuden, koska se estää nettotiliasemaan sisältyvien

johdannaissopimusten erottamisen. Omistusoikeuden kohde on johdannaistilin kulloinenkin kokonaisuus, joka määrää optioyhteisön ja asiakkaan välisen oikeussuhteen sisällön.

Optiokauppalain erityissäännökset varmistavat vakioitujen johdannaissopimusten markkinoille ominaisen, optioyhteisön keskeiseen asemaan perustuvan ja myös sivullissuhteissa sitovan vastuurakennelman pätevyys. Rakennelmaa olisi huomattavan vaikeaa toteuttaa muuten luotettavasti.

Arvopaperimarkkinalain 10 luvun 1 §:n mukaan vakioituihin johdannaissopimuksiin sovelletaan optiokauppalain lisäksi eräitä arvopaperimarkkinalain normeja hyvästä tavasta, sijoittajansuojasta ja kaupankäynnin tasapuolisuudesta. Vakioituja optioita ja termiinejä koskevat seuraavat säännöt:

- johdannaissopimuksia ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muutoin sopimatonta menettelyä (AML 2:1)
- johdannaissopimusten kaupassa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä (AML 4:1)
- arvopaperinvälittäjä ei saa käyttää johdannaisten välityssopimuksessa hyvän tavan vastaista tai asiakkaan kannalta kohtuutonta ehtoa (AML 4:2)
- arvopaperinvälittäjän on annettava asiakkaalle johdannaissopimuksista toimeksiantannon kannalta olennaiset tiedot (AML 4:4)
- johdannaissopimuksen arvoon vaikuttavan sisäpiirin tiedon hyväksikäyttö on kielletty (AML 5:1)
- hyvän tavan vastainen, sopimaton tai kohtuuton menettely voidaan kieltää sakon uhalla (AML 7:2)
- sisäpiirintiedon väärinkäyttö sekä johdannaissopimusten markkinointi ja hankkiminen hyvän tavan vastaisesti on rangaistavaa (AML 8:1, 2 ja 3).

Optiokauppalain 1 luvun 1 §:n mukaan lakia sovelletaan vakioitujen johdannaisten kaupankäyntiin sen lisäksi, mitä tästä kaupankäynnistä muualla säädetään. Soveltamisalaa koskeva säännös osoittaa, ettei optiokauppalaissa ole tarkoitettu säätää johdannaismarkkinoista tyhjentävästi. Siten kaupankäynnissä esiin tulevia kysymyksiä voidaan tulkita esimerkiksi jäljempänä kuvattujen yleisten velvoiteoikeudellisten säännösten mukaan, jos optiokauppalaki vaikenee yksittäistapauksessa.

Optiokauppalaissa heijastuvat säätämisvaiheen uhkakuvat. Erityisesti tämä käy ilmi lain 5 luvusta, joka sisältää säännöksiä muun muassa rangaistus- ja tehottomuusseuraamuksista. Valvonta- ja lupaviranomaisille on annettu laajat valtuudet puuttua optioyhteisön ja jopa yksittäisen markkinalla toimivan meklarin toimintaan. Rahoitustarkastus valvoo optioyhteisöjä ja markkinaosapuolia. Lain 4 luvun 1 §:n 1 momentin nimenomaisen säännöksen mukaan rahoitustarkastuksen on myös seurattava johdannaismarkkinoiden kehitystä ja toimintaa sekä neuvoilla ja ohjeilla pyrittävä ehkäisemään markkinoilla ilmeneviä epäkohtia. Näillä normeilla lainsäätäjä on nimenomaisesti halunnut kiinnittää huomiota johdannaismarkkinoiden riskien hallintaan.

Sijoittajien suojaa on tavoiteltu myös sijoitusrahastolain (480/87) 36 §:n 5 momentin rajoituksella, jonka mukaan sijoitusrahasto voi sijoittaa varoja johdannaissopimuksiin vain tehokkaan omaisuudenhoidon edistämiseksi ja vain rahoitustarkastuksen määräämin ehdoin. Johdannaissijoitukset salliva lainkohta lisättiin lakiin vuonna 1993 (748/93), kun sijoitusrahastolaki saatettiin vastaamaan ETA-sopimusta. Rahoitustarkastuksen määräyksessä 205.4 sijoitusrahaston varojen sijoittamisesta vakioituihin ja muihin johdannaissopimuksiin (annettu 27.12.1995, voimassa 1.2.1996

lukien toistaiseksi) määritellään sijoitusrahaston johdannaistoiminnan rajat. Sijoitusrahastoa sitova hajauttamisvelvollisuus koskee myös johdannaissopimuksia. Samaa kohde-etuutta koskevat käteis- ja johdannaissijoitukset eivät saa ylittää sijoitusrahastolaissa säädettyä 10 %:n rajaa sijoitusrahaston arvosta.

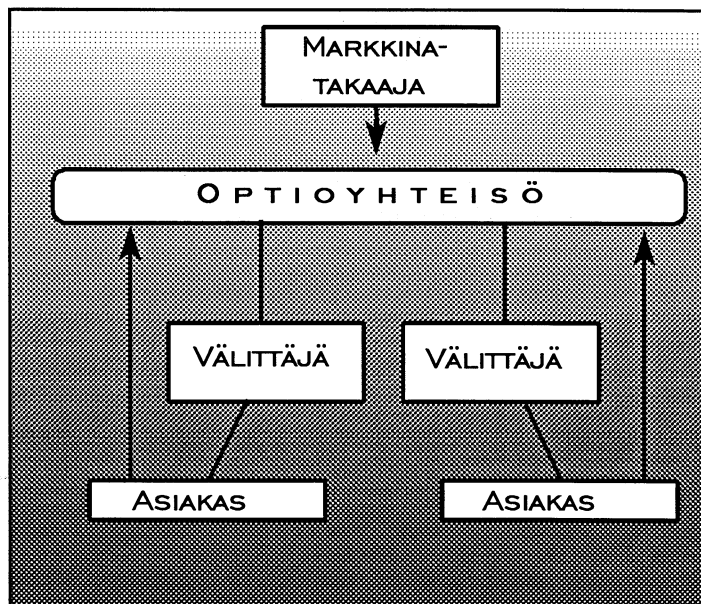
Markkinakäytäntö. Suomessa toimii tällä hetkellä kaksi toimiluvan saanutta optioyhteisöä. Markkinoilla on yhtäältä lähinnä osake- ja osakeindeksijohdannaisia sekä korkoterminienejä tarjoava SOM ja toisaalta jo kesällä 1987 toimintansa ensimmäisenä suomalaisena optioyhteisönä aloittanut Suomen Optiopörssi Oy (SOP), joka on keskittynyt valuuttajohdannaisiin.

Optioyhteisöjen ylläpitämille markkinoille osallistuvat sekä tukku- että vähittäisjoittajat. Pörssikaupankäynnissä asiakas ottaa yhteyttä välittäjäänsä, joka tekee kaupan optioyhteisön markkinapaikalla. Nykyään kaupat tehdään pääosin optioyhteisön elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä. Kansainvälisesti on tavallista, että johdannaiskauppa käydään julkihuudoin pörssisalissa, jossa eri markkinaosapuolia edustavat meklarit antavat tarjouksia johdannaissopimuksista.

Toisiaan vastaavat tarjoukset yhtyvät elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä automaattisesti. Kun optioyhteisö ottaa kaupan selvitetäväksi, syntyy sen ja asiakkaan välille suora sopimussuhde. Esimerkiksi SOM:n säännöissä on lisäksi määrätty, että välittäjät vastaavat kauppoihin perustuvien velvoitteiden täyttämisestä.

Osaa vakioitujen johdannaissopimusten lajeista koskee markkinatakausjärjestelmä. Markkinatakaajat ovat sitoutuneet pitämään yllä markkinoiden likviditeettiä antamalla aina pyydettyä sitovia tarjouksia kauppahinnasta. Tämä sitoumus ja sen tarkemmat edellytykset määritellään optioyhteisön ja markkinatakaajan välisessä markkinatakausopimuksessa.

PÖRSSIJOHDANNAISTEN VÄLITYS



Optioyhteisöt julkaisevat jatkuvasti ja säännöllisesti tietoja kaupankäynnin määrästä ja hinnoista. Elektronisissa kaupankäyntijärjestelmissä tehdyt kaupat tulevat yleensä välittömästi muiden markkinaosapuolten tietoon. Optiopörssiin järjestetyillä markkinoilla kauppainformaatio on siten julkista. Laki ei tosin edellytä tarjousten

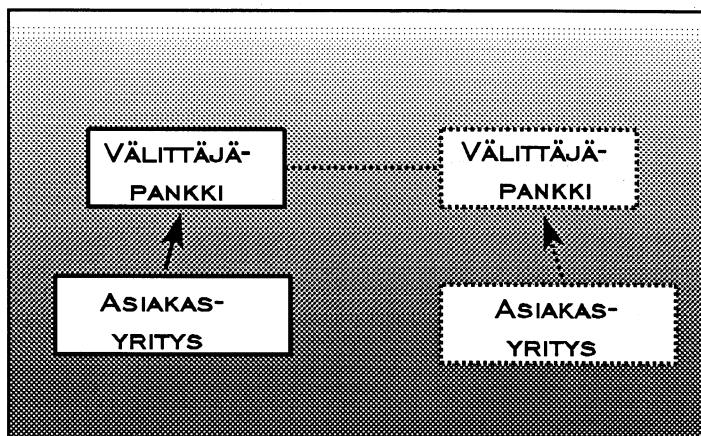
julkisuutta tai välitöntä kauppainformaation julkistamista. Siten esimerkiksi FIM-obligaatioterminien kauppatedot toimitetaan SOM:iin vasta kauppapäivän päätyttyä.

1.2.3 Vakioehtoiset (OTC) johdannaissopimukset

OTC-johdannaissopimusten markkinoilla ei ole keskitettyä kaupankäyntijärjestelmää, vaan pankit ja pankkiriikkeet tekevät keskenään kauppaa omaan ja asiakkaidensa lukuun. Markkinoita ylläpitävät Suomessa suurimmat pankit. Markkinaosapuolten puolesta toimivat kauppiat eli dealerit antavat toisilleen sitovia tarjouksia yleensä puhelimesta kahdenvälisesti. Kaupat tehdään niin ikään puhelimesta ja vahvistetaan jälkeenpäin kirjallisesti. OTC-johdannaissopimusten markkinat ovat siten rakenteeltaan niin sanottu puhelinmarkkinat. Tarjouskehotuksia eli indikatiivisia hintanoteerauksia julkaistaan tosin kaupallisissa tiedonvälitysjärjestelmissä, kuten Reutersissa. OTC-johdannaiskauppaa ei selvitetä keskitetysti vaan pankkien ja asiakkaiden välillä kahdenkeskisesti.

Johdannaista tarvitseva asiakasyritys tekee sopimuksen välittäjäpankin kanssa. Tämä pankki voi tehdä vastakkaissuuntaisen sopimuksen toisen asiakasyrityksen tai välittäjäpankin kanssa. Pankki saattaa myös jättää riskiasemansa kokonaan tai osittain auki.

OTC-JOHDANNAISTEN VÄLITYS



Vaikka markkinoilla ei käydä keskitettyä pörssikauppaa, on kauppajen välitys keskittynyt muutama suureen pankkiin. Kun kunkin johdannaissopimuksen toinen osapuoli on pankki, niin pankkijärjestelmän voidaan sanoa ikään kuin sulattavan itseensä toiminnan, jota vakioitujen johdannaissopimusten markkinoilla hoitavat optioyhteisöt.

Pankkien asiakkaita eli johdannaissopimusten loppukäyttäjiä (*end users*) ovat suuret teollisuusyritykset, rahoitusmarkkinoilla toimivat yritykset, eläkelaitokset ja muut institutionaaliset sijoittajat sekä Suomen valtio. Suurin osa Suomessa toimivien pankkien valuuttajohdannaissista (75 %) tehtiin huhtikuussa 1995 ulkomaisten vastapuolten, lähinnä pankkien kanssa. Toisten kotimaisten pankkien kanssa valuuttajohdannaissista tehtiin 8 %, ja 17 %:ssa vastapuolena oli muu suomalainen yritys. Vastaavasti OTC-markkinoiden korkojohdannaissista tehtiin noin 65 % ulkomaisten rahoituslaitosten, 25 % kotimaisten rahoituslaitosten ja 10 % kotimaisten yritysten kanssa. (Tiedot Suomen Pankin johdannaismarkkinakyselystä, joka julkaistiin 18.12.1995.)

Optiokauppalain nimenomaisen kiellon takia yksityishenkilöille ei saa tarjota sijoituskohteeksi OTC-johdannaissopimuksia. OTC-johdannaissopimuksia tehdäänkin lähinnä tukkumarkkinoilla.

Pankit joutuvat arvioimaan johdannaistoiminnassa asiakkaisiin liittyviä luottoriskejä samojen periaatteiden mukaan kuin muussakin pankkitoiminnassa. Ne asettavat asiakaskohtaisia rajoja eli limiittejä, joita asiakkaiden avoimet vastuut pankille eivät saa ylittää.

Suomen OTC-johdannaismarkkinoilla käytetään nykyään pääosin yhdenmukaisia sopimuksia. Vaikka sopimukset voidaan periaatteessa sopimusvapauden puitteissa räätälöidä asiakkaan tai pankin kulloisenkin tarpeen mukaan, tehdään valtaosa kaupoista vakioehtoisilla sopimuksilla. Suomen Pankkiyhdistys on vahvistanut pankkien ja asiakkaiden välillä yleisesti noudatettavia ehtoja erinäisille johdannaissopimusten tyypeille. Myös OTC-johdannaisten markkinat ovat siten vakioehtoistuneet.

Optiokauppalakia ei sovelleta kahdenvälisiin OTC-johdannaissopimuksiin. OTC-johdannaismarkkinoiden oikeudellinen kehikko on löyhempi kuin pörssimarkkinoiden. Sopimuksia koskee lähinnä yleinen sopimusoikeus.

Suomen Pankki on laatinut rahamarkkinoilla noudatettaviksi tarkoitettut käyttäytymissäännöt, valtion pitkien viitelainojen päämarkkinatakaajille osoitetut käyttäytymissäännöt valtion lainojen jälkimarkkinoilla sekä markkinatakaajien käyttäytymissäännöt obligaatiotermiimarkkinoilla. Pääosa menettelytapoja koskevista normeista sisältyy ensimmäiseksi laadittuihin rahamarkkinasääntöihin, joihin viitataan muissa säännöissä. Nämä tukkumarkkinasäännöt ovat itse asiassa markkinaosapuolten välisiä sopimuksia menettelytavoista markkinoilla. Sääntöjen rikkominen ja kiistakysymykset käsitellään markkinoiden omissa lautakunnissa, ja rikkomusten seuraamukset ovat lähinnä sopimusoikeudellisia. Markkinaosapuolet ovat antaneet sopimuksissa keskuspankille oikeuden sulkea markkinoilta sellaisen markkinaosapuolen, joka rikkoo sääntöjä. Pelisäännöissä muun muassa edellytetään osapuolten noudattavan kaupankäynnissä hyvää tapaa ja määrätään markkinoiden luotettavaa toimintaa vahvistavista käytännöistä, kuten kauppajien kirjaamisesta ja vahvistamisesta sekä arvopaperien toimituksista. Markkinaosapuolet ovat velvollisia nimeämään kaupankäynnistä vastaavat henkilöt Suomen Pankille. Keskuspankilla on oikeus vaatia vastuuhenkilöitä vaihdettaviksi, jos se katsoo, että pelisääntöjä on rikottu.

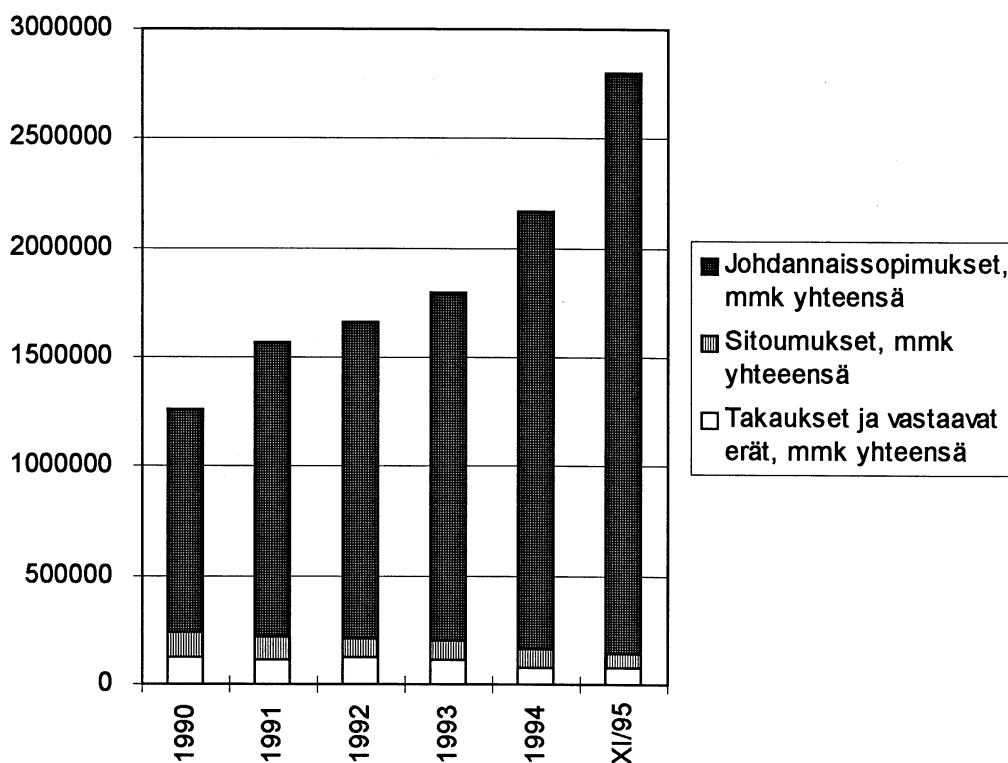
Suomen valtion viitelainoihin kohdistuvilla obligaatiotermiineillä käytävä kauppa on siirtynyt OTC-markkinoilta optioyhteisön vakioiduille markkinoilla. SOM avasi FIM-obligaatiotermiinien markkinat vuoden 1994 alkupuolella. Obligaatiotermiineitä vastaavia sopimuksia on tehty pitkään OTC-markkinoilla kahdenvälisesti Suomen Pankkiyhdistyksen hyväksymien yleisin ehdoin. Obligaatiotermiinien hinta määräytyy pitkien korkojen muutoksen perusteella. FIM-obligaatiotermiinit ovat kuitenkin optiokauppalain mukaisia vakioituja johdannaissopimuksia, jotka selvitetään lain vaatimusten mukaisesti SOM:ssa. Vuonna 1994 noin 56 % ja vuonna 1995 jo noin 90 % obligaatiotermiineistä tehtiin SOM:n tuotteilla. Voitaneen siis sanoa, että SOM on siirtänyt osan OTC-johdannaismarkkinoista vakioiduille markkinoille ja optiokauppalain piiriin.

1.2.4 Markkinoiden kokoero

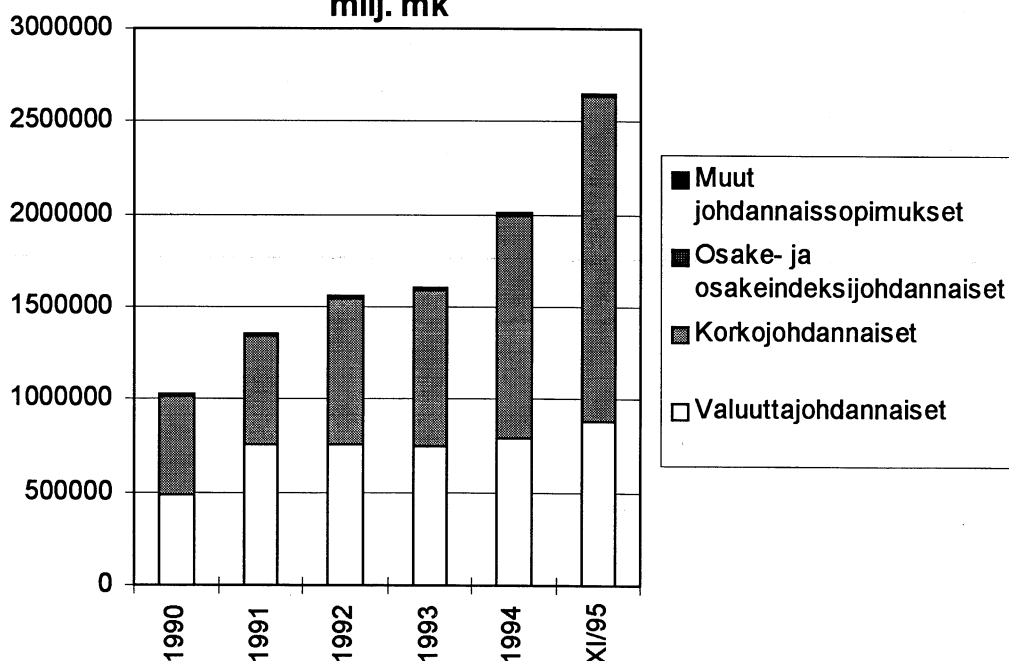
Suomalaisten pankkien (koti- ja ulkomaan toiminta) ja Suomessa toimivien ulkomaisten pankkien johdannaissopimusten nimellisarvo oli vuoden 1995 syyskuun lopussa yli 2800 miljardia markkaa. Suomalaisten vastapuolten kanssa tehdyistä

sopimuksista hallitsivat suomalaiset pankit noin 70 %:n markkinaosuutta ja ulkomaiset sivukonttorit 28 %:n osuutta. Näissä luvuissa ei ole eritelty vakioituja ja OTC-johdannaisia. Sopimukset jakautuivat kohde-etuuden ja sopimustyyppin mukaan seuraavasti (lähde: Juha Savela/ Rahoitustarkastus):

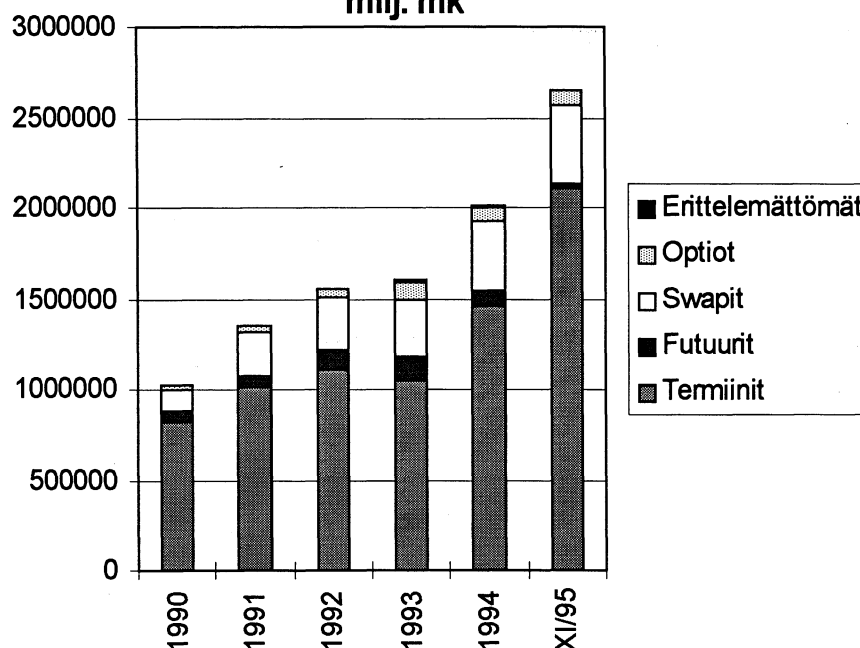
Pankkien taseen ulkopuolisten erien rakenne
milj. mk



Pankkien johdannaisopimukset
Kohde-etuuden mukaisesti
milj. mk



Pankkien johdannaissopimukset instrumenttijakauma milj. mk



Sopimusten nimellisarvo ei kuitenkaan vastaa pankkien johdannaissopimuksiin liittyviä riskejä. Niitä mitataan luottovasta-arvolla, joka osoittaa sopimuksen jälleenhankintakustannuksen. Siihen lisätään position hintariskiä kuvaava preemio. Tämän mukaisesti laskettu luottovasta-arvo suomalaisten pankkien tekemille johdannaissopimuksille oli vuoden 1995 syyskuussa noin 27 miljardia markkaa. Luottovasta-arvojen lasketaan vastaavan korkeintaan muutamaa prosenttia johdannaissopimusten nimellisarvosta. Edellä esitetystä jakaumasta käy ilmi, että Suomen markkinoilla tehdään pääsääntöisesti perusjohdannaisia, joiden arvon- ja riskinmääritys on helpompaa kuin mutkikkaisiin vipujohdannaisiin liittyvien riskien arviointi.

Suomen Pankin hiljattain julkaisemien tietojen mukaan Suomessa toimivien luottolaitosten johdannaiskaupan nimellisarvoinen päivävaihto oli vuoden 1995 huhtikuussa noin 25 miljardia markkaa. Vaihto jakaantui lähes tasan valuutta- ja korkojohdannaisten kesken. Valuuttajohdannaisista käytettiin eniten valuutanvaihtosopimuksia (87 %). Valuuttatermiinien osuus vaihdosta oli 8 % ja valuuttaoptioiden 5 %. Korkojohdannaisista noin puolet tehtiin korkotermiineillä ja noin kolmannes korkofutuuereilla. Korko-optioiden osuus päivävaihdosta oli keskimäärin 9 % ja koronvaihtosopimusten 5 %.

Valuuttajohdannaisten kauppa keskittyi vuoden 1995 huhtikuussa OTC-johdannaismarkkinoille, ja vain prosentti sopimuksista tehtiin johdannaispörsseissä (suomalaisissa tai ulkomaisissa). Korkojohdannaisten vaihdosta sitä vastoin noin 44 % tapahtui pörssin kautta. Tästä luvusta käy ilmi SOM:n obligaatioterminikaupankäynti.

Pörssikaupankäynti vakioituilla johdannaisilla on ollut huomattavasti pienimuotoisempaa kuin OTC-kaupankäynti. Lukujen eritasoisuus vaikeuttaa kuitenkin vertailua. Vuonna 1995 liikevaihto SOM:n markkinapaikalla oli noin 4 600 miljoonaa markkaa. Tähän lukuun sisältyvät ostettujen optioiden preemiot, nettoarvon tilityksissä maksetut maksut sekä toimituksen sisältävien johdannaisten kauppahinnat. SOM:ssa tehtiin

viime vuonna yhteensä noin 1,6 miljoonaa sopimusta, ja päivävaihto oli noin 6 500 sopimusta.

Suomen markkinoilla tehdään silmiinpistävän paljon OTC-sopimuksia, kun niiden arvoa verrataan pörssijohdannaisiin. Esimerkiksi Ruotsin johdannaismarkkinoiden kokonaisvaihdosta selvitetään noin 40 - 45 % selvitysyhteisöjen, kuten OM:n järjestelmässä. Järjestelmä tosin tarjoaa mahdollisuuden räätälöityjen sopimusten selvitykseen, mikä ei Suomen lainsäädännön mukaan ole toistaiseksi mahdollista. Pörssijohdannaisten käytön vähyyteen on varmasti monia syitä. OTC-johdannaisten suosiminen saattaa yleisesti johtua pankkien keskeisestä asemasta johdannaismarkkinoilla ja yritysten rahoituksessa. Viitteellisiin hintatietoihin perustuvat puhelinmarkkinat saattavat tarjota johdannaissopimuksia välittäville tahoille markkinatietämykseen perustuvia ansaintamahdollisuuksia. Johdannaisia käyttävät yritykset eivät myöskään ilmeisesti ole pitäneet suomalaisten pörssien likviditeettiä riittävänä. Asiakasta saattaa houkutella OTC-sopimuksissa myös se, että niissä vaaditaan harvoin vakuuksia, kun sitä vastoin pörssi on jo lain nojalla velvollinen edellyttämään niitä.

Euroopan talous- ja sosiaalikomitean hiljattain julkaistussa kannanotossa (96/C 18/01) on esitetty arvioita maailman johdannaismarkkinoiden koosta. Arvioiden lähteinä on käytetty BIS:n ja arvopaperipörssien yhteistyöjärjestön FIBV:n tietoja:

**Maailman OTC-johdannaisten nimellinen avoin kanta vuoden lopussa
(miljardia dollaria)**

	1986	1990	1992
OTC-johdannaiset yhteensä	500	3 450	5 345
- koronvaihtosopimukset	400	2 311	3 850
- valuuttaswapit	100	577	860
- muut johdannaiset		561	634

**Maailman pörssijohdannaisten avoin kanta vuoden lopussa
(miljardia dollaria)**

	1986	1990	1992	1993
Pörssijohdannaiset yhteensä	589	2 290	4 783	7 839
- korkofutuurit	370	1 454	3 248	4 960
- korko-optiot	146	599	1 385	2 362
- valuuttafutuurit	10	16	24	30
- valuuttakurssiop- tiot	39	56	80	81
- osakeindeksifu- tuurit	15	70	81	119
- osakeindeksiop- tiot	8	95	164	286

Vuonna 1994 maailman kaikkien johdannaisten nimellisen avoimen kannan arvioitiin olevan 35 000 ja 40 000 miljardin dollarin välillä.

Johdannaismarkkinoiden ja käteismarkkinoiden vertailu (miljardia dollaria)	
	1990
Avoimet kannat johdannaispörssseissä	2 290
Avoimet kannat OTC-markkinoilla	3 450
Osaketrasaktiot kaikissa kansainvälisissä pörssseissä	5 912
Joukkovelkakirjatransaktiot kaikissa kansainvälisissä pörssseissä	3 651

1.3 Rajankäynti vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaisten välillä

Kun OTC-johdannaisia verrataan vakioituihin sopimuksiin, pidetään kansainvälisessä kirjallisuudessa OTC-sopimusten etuna joustavuutta. Sopimusten koko, toteutushinta, voimassaoloaika sekä kohde-etuuksien laatu voidaan valita OTC-sopimuksissa vapaammin kuin pörssijohdannaississa. Toisaalta räätälöidyille johdannaissopimuksille ei ole jälkimarkkinoita, eikä sopimuksia selvitetä keskitetysti. Näin OTC-markkinoilla osapuolet joutuvat kantamaan luottoriskin vastapuolestaan optioyhteisön sijasta. Asiakaskohtaiset ratkaisut nostavat myös sopimusten hintaa. Suomen markkinoilta puuttuu lisäksi institutionaalinen lainsäädäntö, joka ottaisi huomioon OTC-johdannaisten erityispiirteet.

Markkinoilla on viime aikoina syntynyt epäselvyyksiä vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoiden sääntelyn rajapinnasta. Optiokauppalain 1 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan kaupankäynnistä vakioituilla johdannaissopimuksilla on voimassa, mitä optiokauppalaissa säädetään. Lain 2 momentissa puolestaan kielletään tarjoamasta muita kuin vakioituja optioita ja termiinejä muille kuin elinkeinonharjoittajille. Näistä säännöksistä on päätelty, ettei lakia ole missään tilanteessa sovellettava muihin kuin sellaisiin johdannaissopimuksiin, jotka optioyhteisö on vakioinut säännöissään. Päätelyyn liittyy se, että OTC-johdannaissopimuksia on haluttu selvittää markkinaosapuolista erillisessä, selvitystoimintaan keskittyvässä yhteisössä hakematta sille optiokauppalain tarkoittamaa toimilupaa.

Optiokauppalain 1 luvun 1 §:n 2 momentin poikkeussäännöksellä on tarkoitettu sopimuksia, joita pankit tarjoavat asiakkaiden yksilöllisiin tarpeisiin tai joilla pankit käyvät kauppaa keskenään. Tämä koskee myös OTC-tyyppisiä johdannaissopimuksia, joita pankit tekevät suoraan asiakasyritysten kanssa ja jotka myös selvitetään kahdenvälisesti. Lainkohdan perusteluissa mainitaan esimerkkeinä yksittäisten liiketoimen valuutta- ja korkoriskin hallinnassa käytettävät optioit ja termiinit. Vaikka OTC-sopimukset sisältävät vakioehtoja, ei sopimuksia vakioida optiokauppalain

tarkoittamalla tavalla optioyhteisössä. Vakioimista ei kuitenkaan ole pidettävä ainoana optiokauppalain soveltamisen edellytyksenä.

Tulkinta, jonka mukaan optiokauppalaki ei missään tilanteessa sovellu muihin kuin vakioituihin johdannaissopimuksiin, tuo mukanaan mielenkiintoisen seurauksen: lakia ei sovelleta, jos johdannaissopimusten markkinoille ei laadita sääntöjä ja jos sopimuksia ei nimitetä vakioiduiksi johdannaissopimuksiksi. Sopimusvapauden turvin mikä tahansa yhteisö ja jopa yksityishenkilö voisi huolehtia sopimusten selvityksestä, jos vielä lähdetään siitä, että tämä toiminta ei sisällä kiellettyä sijoituskohteeksi tarjoamista. Ainoastaan optioyhteisöltä olisi optiokauppalain 3 luvun 5 §:n 1 momentin mukaisesti kielletty vakioehtoisten johdannaissopimusten selvittäminen. Tällainen tulkinta ei vastaa optiokauppalain ratiota eikä laintulkinnan loogisuuden vaatimusta. Tulkinnassa tuleekin ottaa huomioon lakitekstin ja sen perustelujen lisäksi myös muitakin tulkintaperusteita, kuten lainsäädännön systemaattiset näkökohdat, lainsäätäjän tarkoitus säätämishetkellä ja oletettu tarkoitus tulkintahetkellä sekä oikeuskäytäntö. Lainsäädäntöä ei laadita ehdoin tahdoin ristiriitaiseksi tai järjenvastaisia ratkaisuja tuottavaksi. Siksi tulkinnassa on pyrittävä löytämään sellaisia ratkaisuja, jotka vastaavat lainsäädännön objektiivista tarkoitusta ja vahvistavat systematiikkaa.

Optiokauppalakia voidaan tulkita myös siten, että loogisuusvaatimus täyttyy. Rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä voidaan erottaa arvopaperimarkkinoita koskeva arvopaperimarkkinalaki sekä optiokauppalaki, joka koskee johdannaismarkkinoita. Lainsäätäjän subjektiivinen tarkoituksena on ollut, kuten edellä on kuvattu, johdannaismarkkinoiden riskien hallinta. Optiokauppalain säätämisen aikana ei ollut tiedossa, että OTC-johdannaissopimuksia ryhdyttäisiin selvittämään erillisessä yhteisössä.

Lain selvitystoimintaa koskevista pykälistä käy ilmi, että ainoa edellytys optioyhteisöä koskevan sääntelyn piiriin kuulumiselle ei ole se, että optioyhteisö vakioi sopimuksia. Johdannaissopimusten selvitystoimintaan tarvitaan erillinen toimilupa. Optioyhteisön, joka harjoittaa ainoastaan selvitystoimintaa, ei itse tarvitse vakioida johdannaissopimuksia, joilla käydään kauppaa muussa optioyhteisössä. Optiokaupan selvityksessä on optiokauppalain 1 luvun 2 §:n 4 kohdan, 3 §:n 2 ja 3 momentin, 2 luvun 2 §:n, 3 luvun 4 ja 5 §:n sekä lain perustelujen mukaan olennaista se, että selvitys perustaa kolmikantasuhteen, jossa vastuut, velvoitteet ja oikeudet poikkeavat kahdenvälisestä johdannaissopimuksesta. Yhtenä lain objektiivisista ja loogisista tarkoituksista on pidettävä johdannaissopimusten erityisen selvitystavan aiheuttamien riskikeskittymien sääntelyä. Kun kolmikantasuhteen perustaminen muuttaa riskienjakoa ja keskittää riskit optioyhteisöön, on katsottu tarpeelliseksi säätää optiokauppojen selvitys luvanvaraiseksi ja julkisen valvonnan alaiseksi toiminnaksi. Jos siis OTC-johdannaissopimusten selvitys siirretään optioyhteisön tavoin toimivaan yhteisöön, on yhteisön hankittava optiokauppalain mukainen toimilupa, jollei yhteisöllä vielä ole lupaa. Tällöin sopimukset on kuitenkin voimassa olevan lain mukaan myös vakioitava.

Lisäksi on huomattava, että optiokauppalain 5 luvun 3 §:n mukaan optioyhteisön toiminnan luvaton harjoittaminen on rangaistava teko ja että sama luku sisältää ankaria tehottomuus- ja menettämisseuraamuksia lainvastaisesta toiminnasta. Optiokauppalain elinkeino-oikeudellisten normien on siten katsottava soveltuvan myös vakioehtoisten johdannaissopimusten ammattimaisen ja optioyhteisön tavoin toteutettavan selvitystoiminnan harjoittamiseen.

Vakioitujen ja OTC-johdannaissopimusten markkinoiden toiminnot lähentyvät toisiaan. Kotimainen esimerkki tästä ovat SOM:n obligaatiotermiinit, joiden lisäksi on suunniteltu muidenkin OTC-tyyppisten sopimusten vakioimista ja selvittämistä SOM:n

järjestelmässä. Myös ulkomaiset johdannaispörssit ovat ryhtyneet tarjoamaan joustavia palveluja asiakkailleen. OTC-markkinoita on puolestaan pyritty institutionalisoimaan. Kansainvälisesti on viime aikoina kiinnitetty huomiota OTC-johdannaisten vakuudettomuuteen. Yhä useammat markkinaosapuolet vaativat vastapuoliltaan vakuuksia johdannaissopimuksen aiheuttamien velvoitteiden täyttämiseksi. Samalla optiopörssit ovat innokkaasti tarjonneet vakuudenhallintapalveluja OTC-markkinoille. Vakuuskäytännön kannalta merkittäviin ratkaisuihin kuuluu esimerkiksi Maailmanpankin päätös käydä johdannaiskauppaa ainoastaan vakuudellisesti.

1.4 Markkinaosapuolten tyypit

Johdannaismarkkinoille osallistuvat tahot voidaan teoriassa jakaa osapuolten tarkoituksien mukaan kolmeen ryhmään:

Suojautajat (*hedgers*) pyrkivät pienentämään jo olemassa olevia riskejään tekemällä johdannaissopimuksia.

Spekulantit (*speculators*) haluavat ottaa riskiä markkinoiden tulevaisuuden kehityksestä. Position ottaminen perustuu näkemykseen markkinahinnan muutoksen suunnasta. Spekuloijat ikään kuin lyövät vetoa hinnan nousun, paikallaan pysymisen tai laskun puolesta.

Arbitroijien (*arbitrageurs*) toiminta perustuu riskittömän voiton lukitsemiseen markkinoilla siten, että arbitroija tekee samanaikaisesti vastakkaissuuntaiset sopimukset kahdella tai useammalla markkinalla, joilla vallitsee jostain syystä eri hintataso.

Markkinaosapuolet voidaan jakaa myös markkinoiden rakenteen mukaisella tavalla välittäjiin ja asiakkaisiin. Osapuoli voi osallistua markkinoille sekä välittäjänä että asiakkaana. Näin toimivat esimerkiksi pankit. Muita välittäjiä ovat pankkiiriliikkeet sekä kansainvälisesti vakuutusyhtiöt ja korkean luottoluokituksen omaavat suuryritykset. Johdannaisten loppukäyttäjät ovat puolestaan teollisuus- ja muut yritykset, valtiot, kunnat ja muut julkisyhteisöt, institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot sekä erilaiset luotto- ja rahoituslaitokset. Välittäjistä ja asiakkaista on erotettava vielä markkinatakaajat, jotka ylläpitävät johdannaismarkkinoita sitoutumalla antamaan ostojen ja myyntitarjouksia markkinoilla käytettävistä johdannaissopimuksista. Markkinatakauksen uskottavuuden takia markkinatakaajat ovat yleensä suuria ja ammattimaisesti toimivia pankkeja ja pankkiiriliikkeitä.

2. Sopimuskäytäntö ja OTC- johdannaisiin sovellettavat yleiset oikeussäännöt

2.1 Sopimuskäytäntö

2.1.1 Yleistä

OTC-johdannaiset tehdään suureksi osaksi puhelimitse. Kaupan keskeiset ehdot sovitaan markkinaosapuolten edustajien välillä puhelimesta, ja kauppa vahvistetaan jälkeenpäin kirjallisesti esimerkiksi telefax-lähettyksellä. Tällainen kaupankäynnin rakenne edellyttää, että osapuolten välinen oikeussuhde on säännelty tarkemmin muualla kuin yksittäisissä johdannaissopimuksissa. Sekä kansallisessa että kansainvälisessä kaupankäynnissä onkin tavallista, että osapuolten välillä tehdään puitesopimus oikeussuhteesta noudatettavista yleisistä ehdoista ennen kaupankäynnin aloittamista. Kaikki tämän jälkeen tehtävät johdannaissopimukset tulevat puitesopimuksen piiriin. Puitesopimukset ovat puolestaan usein ehdoiltaan vakioituja kaikille markkinaosapuolille. Ne jättävät kuitenkin varaa osapuolten erityisille toivomuksille.

Oikeusjärjestelmien erojen takia kansainvälisten ja kotimaisten sopimusten rakenteet eroavat hieman toisistaan. Kansainvälisissä sopimuksissa määrätään, että puitesopimus ja yksittäiset vahvistukset muodostavat yhdessä yhden sopimuksen (*Single Agreement*). Myös esimerkiksi Suomen Pankkiyhdistyksen yleisiin ehtoihin on otettu vastaava määräys. Suomen oikeudessa tällaista yleisten sopimusehtojen lauseketta saatetaan kuitenkin tulkita eri tavalla kuin kansainvälisissä sopimuksissa, joihin sovelletaan esimerkiksi Englannin tai New Yorkin osavaltion lakia. Pankkiyhdistyksen yleisiä ehtoja voidaan nimittäin myös pitää vakioehtoina, joita on tarkoitus soveltaa useissa yksittäisissä sopimuksissa. Tällaista tulkintaa tukevat myös yleisten ehtojen muut lausekkeet, joissa yksittäisiä johdannaissopimuksia ja yleissopimusta pidetään erillisinä oikeustoimina. Pankkiyhdistyksen mallien mukainen sopimusrakenne muistuttaa enemmän Suomen oikeuselämässä tyypillistä vakiosopimusrakennetta kuin yhtä rikkomatonta sopimuskokonaisuutta. Suomalaisissa tuomioistuimissa johdannaissopimuksia pidettäisiin todennäköisesti yksittäisinä vakiosopimuksina.

Suomen markkinoilla OTC-johdannaissopimuksia tehdään pääosin vakiomuodossa ja vakioehdoin. Vakioehdot tai useissa sopimuksissa käytettäväksi tarkoitetut yleiset sopimusehdot erotetaan oikeuskirjallisuudessa yksilöllisesti muotoilluista sopimusehdoista. Vakioehdoille on tyypillistä, että ne 1) laaditaan käytettäväksi useissa yksittäisissä sopimuksissa, 2) laaditaan myöhempiä sopimussuhteita varten, 3) on tarkoitettu käytettäväksi usean eri sopimuskumppanin kanssa ja 4) painetaan valmiisiin sopimuskäytännöihin.

Vakioehtojen oikeudelliset ongelmat liitetään oikeuskirjallisuudessa lähinnä kahteen pääkysymykseen. Yhtäältä on pohdittu, millä tavalla vakioehdot tulevat pätevästi sopimuksen osaksi (ns. liittämisongelma). Toisaalta on kiinnitetty huomiota vakioehtojen sisältöön, koska ehdot suosivat usein niiden laadintaan osallistunutta osapuolta. Ongelmat liittyvät siinä mielessä sopimusoikeuden perustaviin kysymyksenasetteluihin, että kummassakin ongelmassa asetetaan epäilyksenalaiseksi, perustuuko sopimus molempien osapuolten todelliseen oikeustoimitahtoon. Näitä

kysymyksiä on sekä kotimaisessa että ulkomaisessa oikeuskirjallisuudessa käsitelty niin laajasti, että on alettu puhua erityisestä vakiosopimusoikeudesta.

Vakioehtojen on nimenomaisen tahdonilmaisun puuttuessa katsottu voivan tulla sopimuksen osaksi mm. niin, että toisen osapuolen vain otaksutaan hyväksyvän ehdot, kun ehdot ovat olleet osapuolen saatavilla. Ehtoja saatetaan pitää sitovina jopa tilanteissa, joissa osapuolen tahto on täysin kuvitteellinen (sidonnaisuus perustuu reklamaation laiminlyöntiin). Vakioehtojen sitovuutta on kuitenkin lievennetty vakiosopimusoikeuden periaatteilla, joiden mukaan

- sopimukseen erikseen kirjoitetut ehdot syrjäyttävät niiden kanssa ristiriitaiset painetut ehdot,
- epäselvässä tilanteessa vakioehtoja tulkitaan niiden laatijan vahingoksi,
- heikkoon tahdonilmaisuun perustuvan sopimuksen yllättävät ja ankarat ehdot eivät sido osapuolta, joka ei ole ollut niistä tietoinen; tällaisista ehdoista on toisen osapuolen erityisesti huomautettava (oppi yllättävistä ja ankarista ehdoista),
- sopimuksia voidaan sovitella.

Vakioehtoja voivat laatia myös varsinaisen sopimussuhteen ulkopuoliset tahot, kuten elinkeinonharjoittajien etujärjestöt.¹

OTC-johdannaissopimukset ovat vakiosopimuksia, joiden ehdoista suurin osa perustuu sopimusmalleihin tai yleisiin sopimusehtoihin. Elinkeinonharjoittajien välillä vakiosopimusten sitova vaikutus hyväksytään helpommin kuin kuluttajasuhteissa. Sitovuus on sitä kiistattomampaa, mitä tasaveroisempina sopimuskumppaneita voidaan pitää.

OTC-johdannaisten luonteeseen kuuluu se, että osapuolet räätälöivät niiden ehtoja. Usein sopimus perustuu asiakkaan aloitteeseen, ja sopimusehdot muotoillaan asiakkaan toivomusten mukaan. OTC-johdannaissa asiakkaat eivät siten välttämättä vain joudu vastaanottamaan pankkien laatimia ehtoja. Vakioehtojen sitovuutta on vaikeampi kiistää tukkumarkkinaosapuolten välisillä OTC-johdannaisten markkinoilla kuin muussa yritysten välisessä liiketoiminnassa. Oikeudellisia riskejä voidaan päin vastoin pitää yleisesti vakavampina räätälöidyissä sopimusehdoissa kuin vakioehdoissa.

Oikeuskirjallisuudessa todetaan yksiselitteisesti, että markkinakäytäntö tai kauppatala voi olla yksittäistapauksessa kohtuuton ja sitomaton, vaikka käytäntöä noudatetaan yleisesti, laajasti ja pitkäaikaisesti. Tämän periaatteen soveltaminen OTC-johdannaisiin olisi kuitenkin markkinoiden vaatimusten vastaista. Markkinoiden tehokas toiminta edellyttää nimenomaisesti, että sopimukset vakioehtoistuvat. Tämä käy selvästi ilmi vakioitujen johdannaissopimusten markkinoilla: pörssikaupankäyntiä ei voitaisi käydä järjestäytyneesti ilman vakioituja ja tasalaatuisia tuotteita. Optiokauppalain tarkoittamissa vakioiduissa johdannaissopimuksissa kysymys sopimusten ehtojen sitovuudesta nousee tuskin koskaan esille vakiosopimusoikeuden näkökulmasta. Laki edellyttää ehtojen vakioimista. Ehdot vakioidaan optioyhteisön säännöissä, ja viranomaisen tarkastaa ehdot. Lainsäädännöllä voidaan siten varmistaa myös vakioehtojen sitovuutta.

¹ Tämä on otettu huomioon mm. kuluttajansuojalain uudessa 4 luvussa (1259/94), joka koskee kuluttajasopimusten sovittelevaa ja tulkintaa. Luvun säännöksissä kohdellaan erityisen tiukasti sopimusehtoja, jotka on laadittu etukäteen niin, ettei kuluttaja ole voinut vaikuttaa niihin.

2.1.2 Suomen Pankkiyhdistyksen yleiset ehdot

Sopimusmallit. Suomen Pankkiyhdistys on hyväksynyt sarjan erilaisissa pankkien ja asiakkaiden välisissä OTC-johdannaissopimuksissa noudatettavia yleisiä ehtoja:

- Suomen markan määräisen koronvaihtosopimuksen yleiset ehdot, hyväksytty 11.1.1991,
- sopimus koron- ja valuutanvaihtosopimuksen yleisistä ehdoista, hyväksytty 29.5.1991,
- sopimus Suomen markan määräisen korkoterminisopimuksen yleisistä ehdoista, 11.6.1992,
- sopimus termiinkauppojen yleisistä ehdoista, hyväksytty 9.10.1992, sekä
- sopimus Suomen markan määräisen obligaatioterminisopimuksen yleisistä ehdoista, hyväksytty 12.10.1993.

Yleiset ehdot ovat sopimusrakenteeltaan samankaltaisia ja sisältävät useita samansisältöisiä lausekkeita esimerkiksi johdannaissopimuksen osapuolen yleisistä velvoitteista. Sopimuksissa on luonnollisesti kullekin sopimustyyppille ominaisia sopimusehtoja ja laskentakaavoja.

Pankkiyhdistyksen hyväksymillä yleisillä ehdoilla pyritään luomaan puitteet pankin ja asiakkaan väliselle OTC-johdannaiskaupankäynnille. Pankki ja asiakas allekirjoittavat erillisen sopimuksen yleisten ehtojen noudattamisesta. Tämän jälkeen yksittäisistä johdannaissopimuksista laaditaan vain vahvistuksiksi kutsuttuja asiakirjoja, joissa voidaan sopia kunkin yksittäisen johdannaissopimuksen tarkemmista ehdoista. Vahvistuksissa voidaan siten räätälöidä sopimusta asiakkaan tarpeisiin. Useimmiten vahvistukset koskevat kuitenkin vain hintoja, määriä, voimassaoloaikoja ja muita vastaavia muuttujia. Asiakkaan varmistamassa vahvistuksessa sovitut ehdot syrjäyttävät yleisten ehtojen lausekkeet. Yleisten ehtojen mukaan ne ja kukin vahvistus muodostavat yhdessä johdannaissopimuksen.

Kaikissa sopimusmalleissa tarkoitetaan sopimusta, joka toteutetaan rahamaksulla. Ehdot eivät sisällä määräyksiä kohde-etuusarvopapereista. Valuttaterminisopimuksessa tosin sovitaan valuuttojen tosiasiallisista siirroista.

Sopimustyyppit. *Koronvaihtosopimus* määritellään sopimukseksi, jossa osapuolet sopivat korkojen maksamisesta toisilleen. Toinen osapuolista on kiinteän koron maksaja ja toinen vaihtuvan koron maksaja. Korot määritellään sovittavalle, laskennalliselle pääomalle. Vaihtuvana korkona pidetään koronvaihtosopimuksessa määritellyn korkojakson Helibor-korkoa. Vuotuisena korkona ilmaistu kiinteä nimelliskorkoprosentti ja nimellinen vaihtuva korkoprosentti muunnetaan sopimusjakson pituuden mukaisiksi korkoprosenteiksi yleisissä ehdoissa annettujen kaavojen mukaan. Sopimuksen mukaiset korot maksetaan kunkin korkojakson viimeisenä päivänä, jolloin vastakkaiset maksusuoritukset netotetaan. Käytännön kaupankäynnissä koronvaihtosopimuksia tehdään 2 - 5 vuoden maturiteeteissa.

Koron- ja valuutanvaihtosopimuksena pidetään mitä tahansa koronvaihto-, tai koron- ja valuutanvaihtosopimusta, jossa osapuolet sopivat korkojen maksamisesta toisilleen muussa kuin Suomen valuutassa tai kahdessa eri valuutassa, joista toinen on Suomen markka. Korko määritellään laskennalliselle pääomalle, joka voi olla yhdessä tai useammassa valuutassa. Pankki toimii yleisten ehtojen mukaisena määrittelijänä, joka määrittelee osapuolia sitovasti muun muassa korot kullekin korkojaksolle sekä vaihdettavat valuuttamäärät. Korkojakson viimeisenä päivänä maksetaan korkojakson pituuden mukaan laskettava kiinteä tai vaihtuva korkomaksu. Maksu lasketaan sopimuksen mukaisen kiinteän ja vaihtuvan vuotuisen korkoprosentin perusteella. Vaihtuvat korot on yleisissä ehdoissa määritelty Australian dollarille, Belgian frangille,

ECU:lle, Englannin punnalle, Espanjan pesetalle, Hollannin florinille, Japanin yenille, Luxemburgin frangille, Ranskan frangille, Ruotsin kruunulle, Saksan markalle, Suomen markalle, Sveitsin frangille, Tanskan kruunulle ja Yhdysvaltain dollarille. Korot määräytyvät kaupallisissa tiedonvälitysjärjestelmissä, kuten Reutersissa ja Teleratessa tiettyinä hetkenä ilmoitetun korkotason mukaan. Saman pankkipäivän maksut samassa valuutassa tai samaan johdannaissopimuksen perustuvat maksut netotetaan keskenään.

Valuuttatermiinkauppasopimus on Pankkiyhdistyksen yleisten ehtojen mukaan pankin ja asiakkaan välinen sopimus, jonka mukaan osapuolten välillä 1) vaihdetaan määrätty määrä valuuttaa toiseen valuuttaan 2) sovittuun kurssiin 3) sovitulla hetkellä tulevaisuudessa. Termiinisopimuksen vähimmäisvoimassaoloaika on kolme päivää. Kauppasopimus on molempia osapuolia velvoittava. Pankki ja asiakas suorittavat toisilleen eräpäivänä sovitut valuuttamäärät.

Heliborkorkotermiinisopimus määritellään sopimukseksi, jossa myyjä haluaa suojautua tulevaisuudessa tapahtuvalla koron laskulta ja ostaja koron nousulta. Termiinin arvo määräytyy lyhytaikaisilla rahamarkkinavelkakirjoilla pankkien välisessä kaupankäynnissä syntyneiden, eri pituisille ajanjaksoille määriteltyjen korkotasojen eli helibor-korkojen perusteella. Käytännössä korkotermiineissä käytetään kolmen kuukauden helibor-korkoa. Tätä ei tosin mainita yleisissä ehdoissa nimenomaisesti. Sopimuksen mukaan vakioituja sopimuskuukausia ovat maaliskuu-, kesä-, syys- ja joulukuu. Sopimuskuukausien alkamis- ja eräpäivät ovat mainittujen kuukausien kolmannet keskiviikot. Näinä päivinä suoritetaan myös sopimuksesta johtuvat maksut. Sopimuskaudelle määritellään kiinteä sopimuskorko sekä sulkemiskorko, joka on helibor-koron noteeraus kaksi pankkipäivää ennen sopimuskuukauden maksupäivää. Maksupäivänä osapuoli hyvittää toista osapuolta sopimus- ja sulkemiskorkojen välisellä erotuksella. Nimelliset vuotuiset korkoprosentit mukautetaan sopimuksessa määritellyn kaavan avulla sopimuskauden koroiksi, jotka lasketaan sopimuksessa määriteltävän suuruiselle laskennalliselle pääomalle (sopimuksen nimellisarvo). Jos sulkemiskorko on suurempi kuin sopimuskorko, maksaa myyjä (suojaui koron laskulta) erotuksen ostajalle (suojaui koron nousulta). Päinvastaisessa tapauksessa on ostaja maksuvelvollinen.

Obligaatiotermiinisopimus määritellään pitkälti samalla tavalla kuin heliborkorkotermiini, mutta sopimuksen kohde-etuutena ovat Suomen valtion liikkeeseen laskemat viitelainaobligaatit tai paremminkin viitelainojen markkinoilla määrittyvät pitkäaikaiset viitekorot.

Valtiokonttori ja Suomen Pankki ovat järjestäneet niin sanottuina sarjaobligatioina liikkeeseen lasketuille viitelainoille päämarkkinatakausjärjestelmään perustuvat markkinat, joilla päämarkkinatakaajina (*primary dealer*) toimivat yritykset¹ ovat sitoutuneet antamaan toisilleen sitovia kaksipuolisia tarjouksia sekä muille sijoittajille sitovia ostotarjouksia jälkimarkkinoilla. Sarjaobligaatit ovat tukkumarkkina-arvopapereita, koska niiden pienin yksikkö on miljoona markkaa. Tällä hetkellä (tilanne 30.11.1995) on liikkeessä neljä viitelainaksi hyväksyttyä sarjaobligatiolainaa, joista yksi on valtion asuntorahaston liikkeeseen laskema asunto-obligaatiolaina. Viitelainojen eräpäivät ovat 15.6.1997 (n. 12 miljardia markkaa), 15.1.1999 (n. 18 miljardia mk), 15.3.2002 (asunto-obligaatio, n. 9 miljardia mk) sekä 15.3.2004 (n. 15

¹ Alfred Berg Pankkiiriliike Oy, Pankkiiriliike Evli Oy, Goldman Sachs International, Merita Pankki Oy, Osuuspankkien Keskuspankki Oy, Postipankki Oy, Svenska Handelsbanken Helsingin sivukonttori, Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki ja Unibank A/S.

miljardia mk). Kaupankäynnissä käytettävät obligaatioterminit perustuvat käytännössä 15.6.1997 ja 15.3.2004 erääntyviin viitelainoihin. Vaikka obligaatiotermiinien arvonmääritys perustuu näihin lainoihin ja niillä käytävään kauppaan, ei kohde-etuuksia kuitenkaan määritellä nimenomaisesti Pankkiyhdistyksen yleisissä sopimusehdoissa.

Heliborkorkoterminin alkamispäivää nimitetään obligaatioterminisopimuksessa arvopäiväksi. Arvopäiviä ja maksupäiviä ovat maaliskuu-, kesä-, syys- ja joulukuun kolmannet keskiviikot. Kauppaa käydään käytännössä kulloinkin kahdella lähimpänä olevalla arvopäivällä ja seuraava termiini avataan välittömästi lyhimmän sulkeuduttua. Viides pankkipäivä ennen arvopäivää on sulkemispäivä, jonka korkotason mukaan määräytyy sulkemiskorko. Sulkemiskorko määritetään sulkemispäivänä kello 13.00 Suomen Pankin järjestämässä hinnan määrittämisessä. Vastaavasti kuin heliborkorkoterminissä, myös obligaatioterminissä suoritetaan sopimuskoron ja sulkemiskoron erotus sovitun nimellispääoman mukaan. Yleiset ehdot sisältävät kaavan sopimushinnan ja sulkemishinnan laskemiseen. Kauppojen luonteeseen ei kuulu varsinaisesti viitelaina-arvopapereiden toimitus.

Yhteisiä ehtoja. Kaikissa sopimustyypeissä määrätään osapuolten välisestä sopimusten *vahvistusmenettelystä*. Sopimukset syntyvät ja tulevat välittömästi voimaan, kun asiakas ja pankki ovat esimerkiksi puhelimesta sopineet johdannaisen vähimmäisehdoista, kuten nimellisarvosta ja hintatasosta. Yleisten ehtojen mukaan pankki vahvistaa tehdyn sopimuksen kirjallisesti asiakkaalle, jonka tehtävänä on varmentaa vahvistus allekirjoituksellaan ja palauttaa se pankille. Varmennettu vahvistus syrjäyttää sen kanssa ristiriitaiset puhelinkaupan ehdot ja yleisten sopimusehtojen lausekkeet. Kahdessa vanhimmassa sopimustyyppissä ei tosin määritellä varmennusmenettelyä yhtä tarkasti kuin uusimmissa ehdoissa.

Pankkipäivä määritellään päiväksi, 1) jona pankit ovat yleisesti auki ja 2) jona käydään kauppaa sopimuksen kannalta olennaisilla valuutoilla tai arvopapereilla. Korko- ja obligaatioterminisopimuksessa näiden edellytysten on täyttyvä ainoastaan Helsingissä. Valuuttatermiineissä pankkipäivänä pidetään puolestaan arkipäivää, jona pankit ovat sekä Suomessa että sopimuksen tarkoittamien valuuttojen kansainvälisissä markkinapaikoissa auki ja jona näissä valuutoissa käydään kauppaa. Koron- ja valuutanvaihtosopimuksessa määritellään erikseen valuuttakaupungit, joiden pankkien ja markkinoiden edellytetään olevan auki. Koronvaihtosopimuksessa pankkipäivä on yksinkertaisesti päivä, jona pankit ovat auki Suomessa. Pankkipäivän määritelmä vaikuttaa muiden muassa sopimuksen erääntymiseen, koronmäärittäisiin ja irtisanomisoikeuteen. Määritykset saattavat siten herkkäliikkeisillä markkinoilla osoittautua osapuolten maksuvelvollisuuksien kannalta merkittäviksi.

Sopimusehdot sisältävät melko yhdenmukaiset säännöt *irtisanomisesta, purkamisesta ja sopimuksen ennenaikaiseen päättymiseen liittyvistä maksuista*. Osapuolella on ensinnäkin oikeus irtisanoa yleissopimus ja valintansa mukaan kaikki sen tarkoittamat johdannaissopimukset tai vain viivästynyt johdannaissopimus, jos toinen osapuoli on laiminlyönyt maksuvelvollisuutensa eikä korjaa laiminlyöntiään kolmen pankkipäivän sisällä kirjallisesta huomautuksesta. Osapuoli voi toiseksi irtisanoa kaikki yleissopimuksen tarkoittamat johdannaissopimukset, jos toinen osapuoli laiminlyö maksaa vähintään sopimuksessa määriteltävän suuruuden, johdannaissopimuksesta tai velkasitoumuksesta johtuvan maksuvelvoitteen joko osapuolelle tai jollekin kolmannelle taholle. Tällöin edellytetään kuitenkin lisäksi, että myös laiminlyöty sopimus on irtisanottu tai purettu. Irtisanominen toimitetaan kirjallisesti, ja siinä on mainittava irtisanomisperuste, irtisanotut sopimukset sekä niiden voimassaolon päättymispäivä.

Sopimuksen purkamisoikeus on varattu tilanteisiin, joissa toinen osapuoli asetetaan selvitystilaan tai konkurssiin. Obligaatioterminissä purkuoikeus koskee myös toisen osapuolen velkasaneerausta.

Jos sopimus irtisanotaan tai puretaan edellä mainituilla perusteilla, on viivästyneen tai maksukyvyttömän osapuolen korvattava irtisanojalle irtisanomisesta johtuvat kulut. Valuuttatermiinissä, korko- ja valuuttaswapissa sekä koronvaihtosopimuksessa laaditaan lisäksi loppuselvitys ja jälkilaskelma, joka osoittaa lakkaamispäivän mukaan lasketun osapuolten nettovoiton tai -tappion ennakkaikaisesti päättyneistä sopimuksista. Kaksi viimeksimainittua sopimustyyppiä sisältää lisäksi ehdon, jonka mukaan viivästynyt tai maksukyvytön osapuoli korvaa laiminlyöntiin syyllistymättömälle osapuolelle tämän nettotappion. Syytön osapuoli saa myös pitää laskelman mukaisen voiton itsellään sopimussakkona.

Vuonna 1991 hyväksytyissä yleisissä ehdoissa määrätään vielä tilanteesta, jossa *muutokset laeissa tai viranomaisten määräyksissä* aiheuttavat sopimuksen ennakkaikaisen päättymisen. Tällaisessa tilanteessa osapuolet pyrkivät aikaansaamaan korvaavan järjestelyn.

Ylivoimainen este tai muu osapuolen toiminnan kohtuuton vaikeutuminen vapauttaa osapuolen vahingonkorvausvelvollisuudesta. Sopimuslausekkeet sisältävät melko tyypillisen luettelon tavallisista esteperusteista, joihin kuuluvat viranomastoimenpiteet, yhteiskunnalliset levottomuudet, tiedonvälityksen ja energiansaannin keskeytykset, onnettomuudet sekä työtaistelutoimet. Luettelo ei ole tyhjentävä.

Yleissopimukset *ovat voimassa* toistaiseksi, mutta kumpikin osapuolista voi kirjallisesti irtisanoa sopimuksen päättymään siten, että sopimusta sovelletaan yksittäisiin johdannaissopimuksiin niiden päättymispäivään saakka. Puitesopimusta tai sen tarkoittamia yksittäisiä johdannaissopimuksia *ei voida siirtää* ilman toisen osapuolen suostumusta. Pankki saa kuitenkin siirtää yksittäisen johdannaissopimuksen oikeudet ja velvollisuudet samaan konserniin kuuluvalla yhtiöllä. *Oikeuspaikaksi* määrätään sopimuksissa Helsingin käräjäoikeus, mutta sovellettavaa lakia ei erikseen määritellä.

Valuuttatermiinin, korko- ja valuuttaswapin sekä koronvaihtosopimuksen yleisiin ehtoihin kuuluu kansainvälisessä käytännössä yleinen *gross up*-lauseke *veroista ja muista julkisoikeudellisista maksuista*. Lausekkeen mukaan koronvaihtosopimuksesta johtuvat maksusuoritukset tulee aina tehdä täysimääräisinä, ja maksuihin kohdistuvat verot ja muut julkisoikeudelliset maksut tulee suorittaa erikseen. Swap-tyyppisiin sopimuksiin sisältyy lisäksi ehto, jonka mukaan pankille annetut yleisvakuudet ovat voimassa myös swap-sopimuksista johtuvien velvoitteiden täyttämisen varmistamiseksi.

2.1.3 Kansainväliset sopimusmallit

ISDA Master Agreement 1992. Kansainvälinen swap-välittäjien yhdistys eli *International Swap and Derivatives Association (ISDA)* perustettiin vuonna 1985 seuraamaan maailmanlaajuisesti kaupankäyntiä swap-sopimuksilla. Yhdistys laati vuonna 1987 vakioehtoisen pääsopimusmallin (*Master Agreement*) rajat ylittävälle OTC-swapsopimuksille (koro- ja valuutanvaihtosopimukset). Tätä sopimusmallia tarkennettiin ja korjattiin vuonna 1992. Tällä hetkellä sitä käytetään markkinaosapuolten keskuudessa laajasti. Myös suomalaiset osapuolet joutuvat yleensä tekemään pääsopimusmallien mukaisia sopimuksia ulkomaisten osapuolten kanssa.

Osapuolten välinen sopimussuhde muodostuu pääsopimuksesta, sen liitteestä (*Schedule*) sekä vahvistuskirjeistä (*Confirmation*), jotka koskevat yksittäisiä

johdannais sopimuksia. Vahvistuksia on noudatettava ennen liitettä ja liitettä puolestaan ennen pääsopimusta.

Pääsopimuksen liitteessä tarkennetaan pääsopimuksen eräitä luottohäiriöstä johtuvaan irtisanomiseen sekä verotukseen liittyviä määritelmiä ja sovitaan siitä, mitä pääsopimuksen lausekkeisiin sisältyvistä vaihtehtodoista sovelletaan. Osapuolet sopivat esimerkiksi sopimusrikkomuksen laukaisevan luottohäiriön määrän (*Threshold Amount*). Lisäksi liitteessä määritellään ne asiakirjat ja todistukset, joita osapuolten täytyy toimittaa toisilleen, sekä mm. sovellettava laki. Liitteessä on tarkoitus ottaa huomioon sopimuksen osapuolten erityiset olosuhteet.

Jokainen yksittäinen liiketoimi sitoo osapuolia, kun sen ehdoista on sovittu esimerkiksi puhelimesta. Osapuolet pyrkivät lähettämään toisilleen mahdollisimman nopeasti kaupan jälkeen vahvistuksen, jossa määritellään kaupan tarkka sisältö (kohde-etuus, nimellisarvo, kauppapäivä, toteutuspäivä, vaihdettavat korot, optio-oikeus ja siihen liittyvä preemio, laskutavat, johdannaisen selvitystavat sekä valuuttamääräykset). Lisäksi vahvistuksessa määritellään vakuus tai takaus (*Credit Support Document*), jonka emoyhtiö tai muu kolmas osapuoli mahdollisesti antaa johdannaisosapuolen puolesta. Osapuolet ilmoittavat sopimuskumppanilleen maksuliikenteessä käyttämänsä pankkitilit eri valuutoille sekä yhteyshenkilön. Toinen osapuolista lähettää vahvistuksen kirjeellä, telex-sanomana tai telefaxilla vastapuolelle, joka puolestaan allekirjoittaa vahvistuksen.

Se, syntyykö puhelinkeskustelun ja kauppadokumenttien perusteella sitova sopimus, määräytyy sopimussuhteeseen soveltuvan lain mukaan. Tarjouksen sitovuuden, sopimuksen muotomääräysten ja muiden sopimuksen syntymiseen liittyvien seikkojen oikeudelliset erot saattavat aiheuttaa riskejä asiantuntemattomille osapuolille. Jolleivät osapuolet tunne riittävästi valitsemansa oikeusjärjestyksen sopimusoikeutta, saattaa sopimus osoittautua ristiriitatilanteessa pätemättömäksi.

ISDA:n sopimusjärjestelmään kuuluu vielä laaja määritelmäasiakirja (*1991 ISDA Definitions*), joka sisältää tarkempia määritelmiä pääsopimuksessa käytetyistä termeistä. Määritelmäasiakirja tulee sopimuksen osaksi, jos pääsopimuksessa, sen liitteessä tai vahvistuksissa viitataan asiakirjaan. Määritelmäasiakirja kuvastaa kauppataapaa johdannaismarkkinoilla, joten sillä voi olla merkitystä sopimuksen tulkinnan kannalta myös silloin, kun siihen ei ole nimenomaisesti viitattu.

ISDA:n pääsopimus voi säännellä muitakin kuin koron- ja valuutanvaihtosopimuksia. Pääsopimuksen mukaan voidaan käsitellä korkoterminiinejä, hyödykevaihtosopimuksia, hyödykeoptioita, osakeswapeja ja -optioita, osakeindeksijohdannaisia, joukkovelkakirjaoptioita, korko-optioita, *cap*-, *floor*- ja *collar* -sopimuksia, valuuttaopitioita sekä näiden sopimusten yhdistelmiä tai muita liiketoimia, jotka osapuolet määrittelevät erikseen.

Pääsopimusmalli heijastelee anglo-amerikkalaista käytäntöä laajoine ja yksityiskohdaisine sopimusmääräyksineen. Monet lausekkeista tuntuvat Suomen oikeuden kannalta tarpeettomilta tai pahimmillaan jopa sekaannusta aiheuttavilta.

Pääsopimuksen 1. jakson tulkintasääntöjen (*Interpretation*) mukaan kaikkia sopimuksen määräysten mukaisia yksittäisiä johdannais sopimuksia on pidettävä yhtenä oikeustoimena pääsopimuksen kanssa. Tällä määräyksellä pyritään estämään se, että konkurssipesä voisi valita yhden sopimuspuolen konkurssissa yksittäisiä, pesälle edullisia sopimuksia, joita pesä vaatisi täytettäväksi. Sopimusmääräyksen heikkous on tietenkin se, että määräys tulee sovellettavaksi lähinnä toisen osapuolen maksukyvyttömyystilanteessa, johon sovelletaan osapuolen kotivaltion maksukyvyttömyyslainsäädäntöä. Osapuolet eivät voi sopimuksin sivuuttaa konkurssioikeuden normeja, joilla

pyritään yleensä takaamaan velkojen tasaveroinen kohtelu. Osapuolen kotivaltion lainsäädännössä ei siksi välttämättä tunnusteta kaikkien ISDA-sopimusmääräysten sitovuutta. Tämä heikkous koskee myös sopimuksen irtisanomista ja päättämistä koskevia sopimusmääräyksiä.

Sopimuksen 2. jaksossa määrätään osapuolten sopimusvelvoitteista (*Obligations*), jotka ovat lähinnä maksuvelvoitteita. Maksu on suoritettava likvideillä varoilla ja ajallaan. Jakso sisältää myös niin sanottuja *gross up* -lausekkeita, joiden mukaan maksut on aina suoritettava vähentämättöminä huolimatta veroista tai muista maksuista, joita ei ole otettu huomioon sopimusta tehtäessä. Sopimuksen laiminlyönnistä on maksettava viivästyskorkoa. Samaa yksittäistä liiketoimintaa koskevat, samana päivänä ja samassa valuutassa erääntyvät maksut toteutetaan yhdellä nettomääräisellä maksulla, joka toteuttaa kaikki alkuperäiset maksuvelvoitteet (*Netting*). Osapuolet voivat myös määrätä, että useista liiketoimista johtuvat maksut voidaan netottaa keskenään.

Kolmas jakso (*Representations*) sisältää anglo-amerikkalaisissa vakiosopimuksissa tyyppillisiä lausekkeita, joissa osapuolet vakuuttavat erikseen muun muassa, että:

- ne ovat oikeudellisesti ja pätevästi olemassa (*Status*),
- niillä on valtuudet ja oikeudellinen kyky täyttää sopimusvelvoitteensa (*Powers*),
- sopimuksen täyttäminen ja noudattaminen ei ole osapuolten tiedon mukaan lainvastaista (*No Violation or Conflict*),
- ne ovat hankkineet mahdolliset tarvittavat viranomaishyväksynnit ja -luvat ja että nämä hyväksynnit ovat voimassa (*Consents*),
- niiden sopimuksen mukaiset velvoitteet ovat oikeudellisesti päteviä ja täytäntöönpanokelpoisia (*Obligations Binding*),
- ne eivät ole joutuneet jo sopimuksen tekohetkellä tilanteeseen, jota voitaisiin pitää sopimusrikkomuksena (*Absence of Certain Events*),
- niitä vastaan ei ole vireillä kannetta tai oikeuskäsittelyä, joka saattaisi vaikuttaa sopimuksen pätevyyteen (*Absence of Litigation*),
- niiden toisilleen antamat tiedot ovat paikkaansa pitäviä, tarkkoja ja täydellisiä (*Accuracy of Specified Information*).

Vakuutusten sisältämät edellytykset määräytyvät kunkin sopimusosapuolen kotimaan lainsäädännön mukaan. Esimerkiksi Suomen oikeuden mukaan tällaisilla julistuksilla ei voida esimerkiksi perustaa sopimuksen tekemälle taholle oikeustoimikelpoisuutta, jos se lain mukaan puuttuu osapuolelta. Vakuutuksilla pyritäänkin ensi sijassa luomaan tehokas irtisanomisperuste. Erityiset lausumat saattavat lisäksi vahvistaa toisen osapuolen mahdollisuuksia näyttää, että hän on sopimuksen tekohetkellä ollut perustellusti vilpittömässä mielessä sellaisen seikan paikkaansa pitämättömyydestä, jonka toinen osapuoli on nimenomaisesti vakuuttanut. Samalla vakuutukset helpottavat näyttöä tahallisesta harhaanjohtamisesta. Viime kädessä lausekkeet saattavat siten vaikuttaa esimerkiksi petosrikoksen tunnusmerkistön täyttymiseen.

Osapuolet sopivat myös mm. seuraavista asioista (*Agreements*, 4. jakso):

- osapuolet toimittavat toisilleen sellaiset tiedot ja todistukset, joita toinen osapuoli tarvitsee esimerkiksi veroviranomaisia varten,
- osapuolet sitoutuvat kaikkiin kohtuullisin keinoin pitämään yllä kaikki viranomaisen myöntämät toimi- ja muut luvat, joita pääsopimuksen mukaisessa toiminnassa tarvitaan,

- osapuolet sitoutuvat noudattamaan kaikkia soveltuvia lakeja, viranomaismääräyksiä ja muita normeja, joiden laiminlyöminen saattaisi vaikeuttaa osapuolten mahdollisuuksia täyttää sopimus,
- osapuolet maksavat asianmukaisesti sopimuksesta määrättävät leima- tai vastaavat verot.

Sopimusrikkomuksia (*Events of Default*) ja irtisanomisperusteita (*Termination Events*) käsitellään pääsopimuksen 5. jaksossa. Sopimusrikkomuksiksi määritellään mm.:

- maksu- tai toimitusviivästys,
- muu laiminlyönti, jota osapuoli ei korjaa viimeistään kolmantenakymmenentenä päivänä laiminlyöntiä koskevan huomautuksen jälkeen,
- kyvyttömyys toimittaa vakuutta tai takausta,
- väärän tai harhaanjohtavan vakuutuksen antaminen,
- sopimusrikkomus yksittäisessä johdannaissopimuksessa,
- osapuolta koskevan maksukyvyttömyysmenettelyn aloittaminen (konkurssi, saneeraus, selvitystila, akordi ja erityishallinto),
- osapuolta koskeva fuusio, liiketoiminnan myynti tai muu vastaava tapahtuma, jossa vastaanottava osapuoli ei ota täysin vastattavakseen sopimuksista tai jossa osapuolen puolesta annettu vakuus tai takaus ei laajene koskemaan vastaanottavaa osapuolta.

Irtisanomisperusteiksi määritellään tilanteet, joissa

- lainsäädäntö muuttuu sopimuksen tekemisen jälkeen niin, että sopimuksen täyttäminen on lainvastaista (*Illegality*),
- verotuskäytäntö tai verolainsäädäntö muuttuu epäedullisesti (ml. fuusiotilanteiden verotus) (*Tax Event, Tax Event Upon Merger*),
- fuusiossa syntyneen kokonaisuuden luottokelpoisuus ei vastaa sopimuksen alkuperäisen osapuolen luottokelpoisuutta, vaikkakaan tilannetta ei muuten voitaisi pitää yllä tarkoitettuna sopimusrikkomuksena (*Credit Event Upon Merger*).

Jakso 6. sisältää määräyksiä sopimuksen ennenaikaisesta päättämisestä. Osapuolella on ensinnäkin oikeus määrätä kaikki voimassa olevat johdannaissopimukset päättämään viimeistään kahdentenakymmenentenä päivänä osapuolen ilmoituksesta, jos vastapuoli on rikkonut sopimusta 5. jakson tarkoittamalla tavalla.

Osapuolen ilmoitettava sopimuskumppanilleen 5. jakson mukaisen irtisanomisperusteen syntymisestä. Se, jota irtisanomisperuste koskee (*Affected Party*), on velvollinen yrittämään sopimusten siirtämistä sivukonttoreidensa tai tytäryhtiöidensä nimiin, jotta irtisanomisperuste lakkaisi vaikuttamasta. Osapuolella on kaksikymmentä päivää aikaa tällaiseen siirtoon. Tämän jälkeen voi toinen osapuoli koettaa samanlaista siirtoa enintään kolmenkymmenen päivän ajan. Jollei siirtoa voida toteuttaa, voidaan ne sopimukset, joita irtisanomisperuste koskee, irtisanoa päättämään viimeistään kahdenkymmenen päivän kuluttua irtisanomisesta.

Sopimuksen ennenaikainen päättyminen lakkauttaa sopimuksen mukaiset maksu- ja toimitusvelvollisuudet. Päättämisen jälkeen kumpikin osapuoli laskee omat saatavansa päätetyistä sopimuksista (*Calculations*) ja toimittaa laskelman vastapuolelle. Sopimusrikkomustilanteissa rikkonut osapuoli suorittaa sopimusten markkinahinnan perusteella laskettavan nettovelvoitteen (*Market Quotation*) syyttömälle osapuolelle tai korvaa tämän laskelman mukaiset tappiot (*Loss*) ennenaikaisesta päättämisestä. Markkinahinta määritellään siten, että syytön osapuoli hankkii neljältä

merkittävältä, samoilla markkinoilla toimivalta markkinaosapuolelta tarjouksen korvaavan johdannaissopimuksen tekemisestä. Kallein ja halvin näistä tarjouksista jätetään huomiotta, ja jäljelle jäävistä tarjouksista lasketaan keskiarvo. Osapuolet sopivat pääsopimuksen liitteessä, noudatetaanko korvausta määriteltäessä *Market Quotation* vai *Loss*-menetelmää. Jollei asiasta ole sovittu, noudatetaan ensin mainittua. Samoja korvausperusteita noudatetaan irtisanomistilanteissa.

Pääsopimuksen 7. jakson mukaan sopimusta ei voida siirtää eteenpäin toisen osapuolen luvatta muutoin kuin fuusiotilanteissa sekä perittäväksi. Tämän kiellon vastaiset siirrot ovat sopimuksen mukaan mitättömiä.

Kahdeksannessa jaksossa määritellään sopimusvaluuttaa koskevia periaatteita. Sopimusehdoissa korostetaan, että maksut on aina pyrittävä suorittamaan sovitussa valuutassa, jotta osapuoli voisi pätevästi vapautua suoritusvelvollisuudestaan. Tämä periaate poikkeaa velkakirjalain 7 §:n tahdonvaltaisesta tulkintasäännöstä, jonka mukaan velka voidaan suorittaa maksupaikalla käyvässä rahassa.

Pääsopimus sisältää myös erinäisiä määräyksiä koskevan 9. jakson. Sopimuksen todetaan sisältävän kaikki ne seikat, joista osapuolet ovat päässeet yhteisymmärrykseen. Siksi sopimus syrjäyttää suulliset ilmoitukset ja aikaisemmat kirjoitukset. Tämä määräys liittyy *common law* -järjestelmissä noudatettavaan vanhahtavaan *parole evidence* -sääntöön, jonka mukaan täydelliseksi kirjalliseksi sopimukseksi katsottavan asiakirjan riitauttamiseksi tai tarkentamiseksi ei voida esittää tuomioistuimessa pätevää muuta näyttöä, kuten todistajia suullisista välipuheista. Parole evidence -sääntöä on lievennetty uudemmassa oikeuskäytännössä useilla poikkeuksilla, ja säännön voidaan sanoa menettäneen merkityksensä suureksi osaksi.

Sopimusta voidaan muuttaa vain molempien osapuolten kirjallisella suostumuksella. Sopimuksen mukaiset velvoitteet pysyvät voimassa, vaikka yksittäinen johdannaissopimus jouduttaisiinkin irtisanomaan. Lisäksi määrätään, että sopimuksen mukaisen oikeuden myöhempää käyttöä ei estä se, että osapuoli ei käytä oikeuttaan välittömästi.

Kymmenes jakso koskee osapuolia joilla on useita konttoreita. Yhdennentoista jakson mukaan sopimusrikkomukseen syyllistyvän osapuolen on vaatimuksesta korvattava syyttömän osapuolen juoksevat kulut, mukaan lukien asianajopalkkiot, jotka johtuvat syyttömän osapuolen oikeuksien puolustamisesta. Jaksossa 12 määritellään osapuolten välisen yhteydenpidon ja tiedonvälityksen keinoja sekä päteviä ilmoittamistapoja ja ilmoitusten tiedoksisaamishetkiä.

Sovellettavaan lakiin ja oikeuspaikkaan liittyvät määräykset ovat pääsopimuksen 13. jaksossa. Sovellettava laki määritellään sopimuksen liitteessä. Myös oikeuspaikka voidaan määrätä erikseen. Pääsopimuksen selvä lähtökohta on kuitenkin se, että sopimukseen sovelletaan useimmiten joko Englannin tai New Yorkin osavaltion lakia. Myös oikeuspaikka on pääsääntöisesti Englannissa tai Manhattanilla New Yorkissa. Nämä oikeuspaikat valitaan tavallisimmin kansainvälisissä rahoitus sopimuksissa, koska niitä pidetään yleisesti tunnettuina ja niiden rahoitusmarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä korkealuokkaisena. Vaikka sopimus ei millään tavalla liittyisi Englantiin tai New Yorkin osavaltioon, saattavat osapuolet silti valita oikeuspaikan ja sovellettavan lain niiden mukaan. Tällaista menettelyä kutsutaan forumshoppailuksi. Lainvalinta- ja oikeuspaikkamääräykset saattavat muuttua erityisen merkittäviksi silloin, kun joudutaan arvioimaan Euroopan Talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa käyttöön otettavan yhteisen rahan vaikutusta voimassa oleviin johdannaissopimuksiin.

Pääsopimuksen 14. jaksossa luetellaan ja määritellään sopimuksessa käytettävät termit.

BBA:n Master Agreement. Englannin pankkiiriyhdistys (*British Bankers' Association*) on niin ikään julkaissut vakioehtoja muutamille johdannaissopimusten tyypeille. Näitä vakioehtoja käytetään yleisesti Lontoon markkinoilla. Pankkiiriyhdistys on jo 1980-luvun puolivälissä vahvistanut ehdot korkotermeineille (*Forward Rate Agreements, "FRABBA"-terms*). Yhdistys on laatinut vakioehdot myös koronvaihtosopimuksille (*British Bankers' Association Interest Rate Swap, "BBAIRS"*). Näissä vakioehdoissa käsitellään pitkälti samoja kysymyksiä kuin ISDA:n pääsopimuksessa.

2.2 Sopimusten oikeudelliset tyypit ja niiden erityispiirteet

2.2.1 Kohde-etuuden luovutukseen ja hinnaneron korvaukseen oikeuttavien sopimusten oikeudellinen ero

Johdannaissopimukset ovat kehittyneet sopimuksista jotka koskevat varallisuuden tulevaa luovutusta. Alun perin sopimukset tehtiin juuri sen varmistamiseksi, että kohde-etuutena oleva hyödyke-erä (viljalasti, metallierä tms.) olisi saatavissa halutulla hetkellä. Kun markkinat ovat kasvaneet, on myös esimerkiksi kateostojen teko helpottunut. Markkinoiden laajentuminen on samalla vähentänyt tarvetta kohde-etuuksien tosiasiallisiin toimituksiin. Näin on johdannaissopimuksissakin voitu siirtyä markkinakehityksen mukaan maksettaviin hinnanerokorvauksiin (nettoarvon tilityksiin). Kohde-etuuden luovutukseen oikeuttavilla johdannaissopimuksilla ja hinnaneron hyvitykseen oikeuttavilla johdannaissopimuksilla ei markkinoiden kannalta ole huomattavia eroja. Erot liittyvät lähinnä arvopaperien siirtojen ja vakuushallinnan tekniikkaan. Sen sijaan oikeudellisessa tarkastelussa nämä sopimustyytit on pidettävä erillään.

Johdannaiset, jotka toteutetaan ainoastaan rahamääräisillä maksuilla, eivät sisällä oikeutta vaatia kohde-etuutena olevan omaisuuden luovutusta. Tällaisen johdannaisten kohde-etuus voi olla yksittäisen arvopaperin hinta, mutta kohteeksi voidaan valita myös usean arvopaperilajin muodostaman korin hintakehitys, viitekorko, pörssi-indeksi tai muu hinnan muutoksia kuvaava tunnusluku. Indeksijohdannaisia ei voidakaan vaatia toteutettavaksi luontoissuorituksilla. Sopimuksen osapuolen saama hyvitys on aina rahamääräinen. Sopimuksen eräpäivänä toinen osapuoli on velkaa toiselle hinnanerotuksen osoittaman rahasumman. Tätä rahasaamista käsitellään samalla tavalla kuin muitakin velkasuhteita.

Kohde-etuuden toimituksen sisältävät johdannaiset puolestaan oikeuttavat toisen osapuolen saamaan ennalta määrätyn määrän arvopapereita tai muuta varallisuutta. Myös kohde-etuusvarallisuuden laatu määrätään sopimuksessa. Markkinoilla yleisesti käytettävät johdannaissopimukset koskevat yleensä laji- eli *genus*-esineiksi luokiteltavia hyödykkeitä. Johdannaissopimus synnyttää toiselle osapuolelle luontoissuoritusvelvollisuuden, joka täytetään oikean määräisellä ja oikean laatuaisella toimituksella. Toimituksen sisältäviä johdannaissopimuksia voidaan tarkastella irtaimen kauppaa koskevien normien avulla. Sopimuksen kohteena olevaan varallisuuserään soveltuvat lisäksi esineoikeudelliset säännöt sopimuskumppanin sivullissuojasta.

Kohde-etuuden luovutusvelvollisuutta saatetaan käsitellä esimerkiksi konkurssitilanteissa eri tavalla kuin rahamääräistä saamista. Osapuolten on siksi hyvä ottaa huomioon sopimustyyppien perusero, vaikka taloudellisen lopputuloksen kannalta ei olisikaan väliä, sisältääkö johdannaissopimus luovutuksen.

2.2.2 Termiinit

Optiokauppalain 1 luvun 2 §:n 2 kohdan mukaan termiini on kohde-etuutta koskeva kauppasopimus,

”jossa sovitaan hinnasta sekä määräpäivästä, jolloin suoritusta tai suorituksen korvaavaa hyvitystä on viimeistään vaadittava tai jolloin suoritus tai hyvitys ilman erillistä vaatimusta käy tehtäväksi, tai vastaavaa kohde-etuuden hinnan kehityksen nojalla laskettavaan suoritukseen molemminpuolisesti oikeuttavaa sopimusta (*indeksitermiini*).”

Vaikka lakimääritelmää ei sovelleta suoraan vakioehtoihin johdannaisopimuksiin, se kuvaa myös OTC-termiinien oikeudellista sisältöä. Termiinit ovat molemminpuolisesti velvoittavia, joten sopimuksen tekemisestä ei makseta erillistä preemio-korvausta. Termiineihin kuuluvat sekä futuurit että forward-sopimukset, jotka on tapana erotella kansainvälisessä keskustelussa.

Forward -tyyppisiä sopimuksia pidetään yksinkertaisimpina johdannaisopimuksina. Forward on sopimus varallisuuden ostamisesta ja myymisestä määrä hinnalla sopimuksessa määrättyä päättymishetkenä tai määrä hinnan ja päättymishetkellä vallitsevan hinnan erotuksen maksamisesta. Sopimuksen voimassaoloaikana toinen osapuoli odottaa saavansa sopimuksen kohteena olevat arvopaperit tai hintojen noususta tai korkojen laskusta johtuvan hinnanerokorvauksen (*long position*). Toinen osapuoli on puolestaan velvoittautunut luovuttamaan arvopaperit tai maksamaan hinnanerokorvauksen (*short position*). Jos hinnat kuitenkin laskevat tai korko nousee, on tämä osapuoli oikeutettu korvaukseen.

Silloin kun forward-sopimus sisältää varsinaisen luovutuksen, sitä voidaan pitää kauppasopimuksena, jonka mukainen toimitus on siirretty tiettyyn tulevaisuuden hetkeen. Yksinkertaistaen: myyjälle on määrätty toimituspäivä. Puhtaimmillaan forward- sopimus voidaan tulkita irtaimen kauppaa koskevaksi sopimukseksi. Sopimuksen toteuttamiseksi ei tehdä enää uusia oikeustoimia, joten sopimus ei ole pääsopimuksen tekemiseen velvoittava esisopimus. Toimituksen lukeminen osaksi sopimusta vastaa sopimusoikeuden uudempaa, niin sanottua prosessikäsitystä, jossa osapuolten oikeudet ja velvollisuudet kehittyvät asteittain. Vastuun ei myöskään edellytetä olevan symmetrinen, eikä ehtojen tarvitse olla molempia osapuolia samalla tavalla sitovia. Aikaisemman, ns. pistekäsityksen mukaan sopimusvastuun syntymiselle ja lakkaamiselle voitiin määritellä yksiselitteinen alku- ja päätöshetki, joiden välisenä aikana sopimusvastuu oli täysi ja muuttumaton sekä molemmille osapuolille yhtäläinen.

Forward-sopimukset toteutetaan päättymishetkellä, jolloin selviää lopullisesti myös sopimuksen tuottama voitto tai tappio. Tämä tappio ei aiheuta ongelmia sellaiselle osapuolelle, joka on jo alunperin halunnut ostaa tai myydä omaisuutta sopimuksessa määrättyyn hintaan ja suojannut tämän hinnan forward-sopimuksella. Tappio on tällöin lähinnä laskennallinen vaihtoehtoiskustannus. Oikeudellisesti päättymishetkeä voidaan siten pitää ennemminkin maksuvelvollisuuden kuin tappion määräytymishetkenä.

Sopimuksen arvon määrittämisessä avainmuuttuja on kohde-etuusvarallisuuden markkinahinta. Osapuolet eivät maksa termiinistä tekohetkellä korvausta toisilleen, koska sopimus on molempia osapuolia velvoittava. Forwardin arvo on sopimuksen tekohetkellä nolla (sopimushinta ja markkinahinta ovat yhtä suuret). Tämän jälkeen sopimus voi saada osapuolen kannalta joko positiivisia tai negatiivisia arvoja markkinaliikkeiden mukaan. Sopimuksen hinta määräytyy voimassaoloaikana kohde-etuuden oston rahoittamisen ja kohde-etuuden tuoton erotuksesta eli nettorahoitus-

kustannuksesta (*cost of carry*). Hinnat seuraavat käteismarkkinoiden hintoja siksi, että käteis- ja termiinimarkkinoiden väliset hinnanerot arbitroidaan tehokkailla markkinoilla pois.

Futuuri perustuu samaan oikeudelliseen rakenteeseen kuin forward-sopimus. Myös futuuri on määräaikana toteutettava kauppasopimus kohde-etuudesta tai hinnaneron korvauksesta. Forward-sopimuksesta futuuri eroaa siinä, että futuurin voimassaoloaikana osapuolet joutuvat suorittamaan päivittäin (tai jopa useammin) sopimushinnan ja kulloisenkin markkinahinnan välisen erotuksen ja asettavat selvityksestä marginaalivakuuksia. Futuurin voitto ja tappio erääntyvät siten päivittäin. Tämä menettely vähentää huomattavasti luottoriskiä. Tästä syystä on ymmärrettävää, että futuurit ovat kansainvälisesti erityisesti johdannaispörssiissä kaupattavia ja selvityskesköksissä selvitettäviä tuotteita. Päivittäinen maksuliikenne edellyttää nimittäin järjestäytyntä selvitystoimintaa ja vakiintunutta maksumenettelyä, joita selvitystalot hoitavat tehokkaasti. Futuureille ominaisena piirteenä pidetään monesti sitä, että sopimuksen ehdot kohde-etuuden määrästä ja laadusta, toimituksen ajankohdasta ja paikasta sekä maksutavasta on täysin vakioitu. Hinta on sopimuksen ainoa muuttuja. Siksi samaan aikaan erääntyvät futuurit korvaavat toisensa kokonaan. Sopimukset voidaan tehdä johdannaisia selvittävän yhteisön kanssa siten, että selvitysyhteisö vastaa molemmille osapuolille kaupan täyttämistä (kuten optiokauppalain mukaisessa järjestelmässä). Tällöin kaupankäynti voidaan myös järjestää anonyymiksi. Keskitetty selvitys helpottaa osapuolen mahdollisuuksia purkaa johdannaisista johtuvia riskiasemia. Futuurit toteutetaan harvoin kohde-etuuden toimituksella (esim. Yhdysvalloissa alle 2 % futuureista), kun sitä vastoin forwardit sisältävät usein toimitusvelvollisuuden.

Erityisesti kansainvälisessä, hyödykejohdannaisiin liittyvässä kaupankäynnissä erotetaan futuurit forwardissa myös eräänymisen perusteella. Futuurissa määritellään vain päättymiskuukausi, ja pörssi määrittelee tarkemmin ajanjakson, jonka kuluessa sopimus on täytettävä. Hyödykejohdannaisissa tämä ajanjakso saattaa olla koko kuukauden pituinen. Toimitusvelvollisella osapuolella on oikeus valita tarkka toimitushetki.

Ulkomaisissa esityksissä forward-sopimusten tunnusmerkkinä pidetään usein sitä, että sopimuksia tehdään erityisesti OTC-markkinoilla. Suomen Pankkiyhdistyksen hyväksymien yleisten sopimusehtojen mukaan OTC-markkinoiden vakioehtoiset korko-, obligaatio- ja valuuttatermiinit ovat forward-tyyppisiä johdannaisia. SOM:n ja SOP:n tuotekuvauksien mukaiset termiinit sisältävät piirteitä sekä futuurista että forwardista. Sopimukset toteutetaan lopullisesti forwardin tavoin vasta eräpäivänä. Futuuria niissä muistuttaa kuitenkin päivittäin laskettava vakuusvaatimus. Tätä vakuutta ei siirretä vastapuolen käytettävissä olevalle tilille. Termiinin voimassaoloaikana asiakkaalle ei myöskään makseta vakuusvaatimuksen ylittävää termiinioittoa, jos termiini on muuttunut hyvin edulliseksi. Jos asiakas sulkee tiliasemansa, joutuu hän odottamaan termiinin voimassaolon päättymistä. Näillä forwardia muistuttavilla ominaisuuksilla suomalaiset optioyhteisöt ovat voineet vähentää maksutapahtumien määrää. Käytäntö mahdollistaa myös sen, että termiinin vakuudeksi voidaan hyväksyä muutakin kuin rahaa.

Termiinejä ei juuri mainita lainsäädännössä muussa kuin optiokauppalain tarkoittamassa merkityksessä. OTC-termiineitä lienee kuitenkin tarkoitettu valtiovarainministeriön päätöksessä eräiden tilastotietojen salassa pitämisestä ennen niiden julkistamista (86/94), jonka 1 §:n mukaan julkistamatonta tilastotietoa, jonka ilmaiseminen tai hyväksikäyttäminen ennen tiedon julkistamista on kielletty, ovat muun muassa tilastotiedot Suomen Pankin termiiniasemasta.

2.2.3 Swap-sopimukset

Swap-sopimukset eli koron-, valuutan- tai muun kohde-etuuden vaihtosopimukset velvoittavat sopimuksen kummankin osapuolen vaihtamaan erilaisia kassavirtoja sopimuksessa määrätyin väliajoin erikseen sovitun laskentatavan mukaisesti. Esimerkiksi toinen osapuolista voi olla velvollinen maksamaan kiinteän koron mukaista kassavirtaa, kun toisen osapuolen maksama kassavirta on sidottu johonkin vaihtuvaan korkoon tai hintaan. Kassavirta lasketaan kertomalla sopimuksen kohde-etuudeksi valittava nimellinen pääomamäärä sopimuksen mukaisilla korkoprosenteilla tai muilla hinnoilla. Kunakin eräpäivänä suoritukset netotetaan yleensä osapuolten välillä niin, että vain suoritusten erotus siirretään maksavalta osapuolelta toiselle. Kansainvälisesti swapit voivat koskea valuuttojen ja korkojen lisäksi myös osakkeita tai hyödykkeitä. Sopimuksia käytetään useimmiten kansainvälisissä oikeussuhteissa ja ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien välillä. Sopimukset voidaan räätälöidä osapuolten riskienhallinnan tarpeisiin sopiviksi.

Swap-markkinat kehittyivät 1980-luvun alussa, kun amerikkalaiset velallisyrietykset ryhtyivät käyttämään hyväkseen kiinteän ja vaihtuvan koron markkinoiden hinnoittelueroja, jotka liittyivät luottokelpoisuusarvioihin (*“credit arbitrage”*). Luottokelpoisuudeltaan eroavat yritykset saattoivat hyödyntää swapien avulla suhteellista kilpailuetuaan eri luottomarkkinoilla. Swapit vähensivät luottosuhteiden muuttamiseen liittyviä asiakirjahallinnon ongelmia ja muutosten oikeudellisia riskejä.

Osapuolen tarve tehdä swap-sopimus perustuu useimmiten muuhun oikeussuhteeseen, johon osapuoli on velvoittautunut. Swap-sopimuksella voidaan suojata yksittäistä taloudellista toimenpidettä (*micro-hedging purpose*). Tarve voi liittyä myös useampiin oikeussuhteisiin, jotka yhdessä muodostavat osapuolen kannalta epämieluisan riskiaseman. Esimerkki tästä on luottosalkku, joka sisältää luottoja markkinoilla epävakaa käyneessä valuutassa. Swapilla voidaan muuttaa vallitsevaa omaisuuseristä, velvoitteista ja taseen ulkopuolisista eristä muodostuvaa nettopositiota samassa valuutassa tai korkotyypissä (*macro-transaction*). Kolmanneksi swapilla voidaan pyrkiä hyötymään odotetuista koron tai valuuttakurssin muutoksista. Swapit siis mahdollistavat myös spekuloinnin (*speculative swaps*). Johdannaisia välittävät pankit voivat tarjota asiakkailleen palvelua, jossa pankki tekee vastakkaissuuntaiset sopimukset sellaisten asiakkaiden kanssa, jotka eivät halua jostain syystä tehdä sopimusta suoraan keskenään (*offsetting swaps*). Swapilla pyritään siten joko muuttamaan aikaisemmista sopimuksista ja toimenpiteistä seuraavaa riskiasemaa tai luomaan kokonaan uusi asema esimerkiksi voitonhavittelutarkoituksessa. Swap-sopimusta onkin nimitetty positiosopimukseksi (*position contract*). Tekohetkellä molemmat osapuolet voivat odottaa sopimuksen tuottavan päättymishetkellä voittoa.

Edellisen mukaisesti swap voidaan määritellä kahden osapuolen väliseksi sopimukseksi, joka muotoaa tai luo rahoitusasemaa ja sisältää määriteltävissä olevan edun tai riskin siirron. Sopimus perustuu sovittujen ja keskenään erilaisten maksuvirtojen väliaikaiseen tai tietyin väliajoin toistuvaan vaihtamiseen. Nämä kassavirrat kuvastavat osapuolten taloudellisia odotuksia, jotka kohdistuvat erilaisten taloudellisten muuttujien arvojen vaihteluihin.

Swapin kassavirta voidaan muodostaa myös yksinkertaisemmista forward-sopimuksista. Korkoswapin kassavirtaa voidaan jäljitellä esimerkiksi tekemällä kunakin swapin maksupäivänä korkotermiini, joka erääntyy swapin viimeisenä eräpäivänä. Näin eripituisten termiinien paketti muodostaa yhdessä swapin. Siksi johdannaisopimusten hinnat riippuvat markkinoilla toisistaan. Poikkeamat hin-

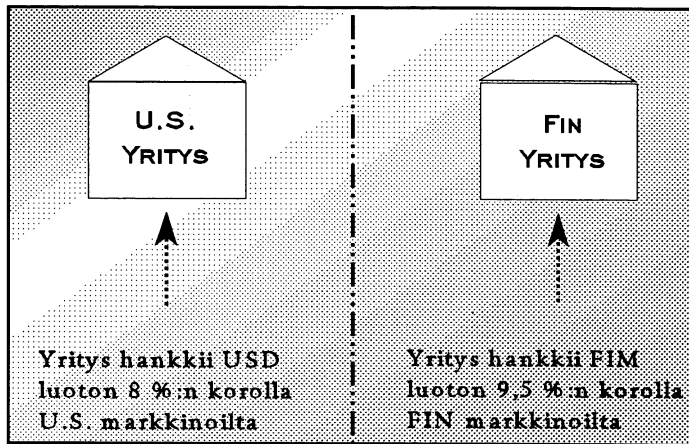
noittelussa antavat mahdollisuuden riskittömän voiton tekemiseen eli arbitrointiin, joka puolestaan palauttaa automaattisesti hintojen keskinäisen riippuvuuden.

Swapia on etenkin mannereurooppalaisessa kirjallisuudessa pyritty määrittelemään myös oikeudellisesti. Sopimustyyppiä on pidetty lähinnä samaan sopimukseen sisältyvänä kaksoisluottona, vaihtokauppasopimuksena tai osto- ja myyntisopimuksena. Suomessa swapia voitaisiin tarkastella myös kahtena ajallisesti erotettuna ja vastakkaissuuntaisena vaihtokauppana. Sopimuksen erilaisten ilmenemismuotojen ja erityisen luonteen takia näille määritelmille ei tule antaa suurta painoarvoa sopimuksen oikeusvaikutusten arvioinnissa. Vaihdeettavat määrät tai laadut eivät swapissa ole niin olennaisia kuin vaihdettavien määrien erotus. Tiukat oikeudelliset määritelmät saattavat sitä paitsi helposti johtaa käsitteistä päättelyyn. Swapit eivät yleensä niinkään perustu valmiisiin lainsäädännöksiin kuin osapuolten sopimusvapauden puitteissa luomiin sopimusrakennelmiin.

Vaikka koron- tai valuutanvaihtosopimus tehdään usein jonkin toisen sopimuksen tai kokonaisriskiaseman takia, on swap aina itsenäinen sopimuskokonaisuus, johon eivät vaikuta muutokset sen taustalla olevissa oikeussuhteissa. Toisaalta swap ei myöskään vaikuta osapuolten velvollisuuksiin tai oikeuksiin muissa oikeussuhteissa. Koronvaihtosopimus on siten oikeudellisessa arvioinnissa erotettava esimerkiksi velkakirjaan perustuvan tuotto-oikeuden tai joukkovelkakirjan korkokupongin myynnistä, jossa velallinen on asianmukaisen ilmoituksen saatuaan velvollinen maksamaan korkosuoritukset tuotto-oikeuden ostajalle tai korkokupongin esittäjälle. Swapia ei voida oikeudellisesti pitää myöskään takauksen tavoin liitännäisenä sopimuksena. Swaposapuolen konkurssissa velkojat eivät voi osoittaa vaatimuksia swapin toiselle osapuolelle, vaikka koronvaihtosopimus saattaakin taloudellisesti merkitä velan kustannusten siirtämistä swapin toiselle osapuolelle.

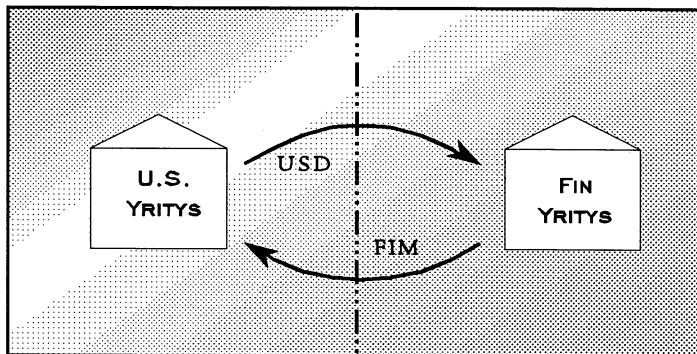
Valuutan- ja koronvaihtosopimuksen sisältämiä oikeussuhteita voidaan selventää esimerkeillä. Valuutanvaihtosopimuksesta voidaan esimerkiksi ottaa tilanne, jossa suomalaisella yrityksellä on toimintaa Yhdysvalloissa, ja amerikkalaisella yrityksellä on Suomessa valvottavia etuja. Oletetaan, että kummatkin yritykset tarvitsevat rahoitusta vieraassa valuutassa toiseen maahan sijoitetun tytäryhtiönsä rahoituksen järjestämiseksi. Luoton ottaminen vierailta markkinoilta olisi kuitenkin kalliimpaa (oletetaan, että kummallekin yritykselle vähintään 10 % vuodessa) ja vaikeampaa kuin kotimarkkinoilta. Korko- ja valuuttaswapin avulla yritykset voivat käyttää hyväkseen suhteellista kustannusetuaan kotimaansa rahoitusmarkkinoilla ja silti saada tarvitsemaansa valuuttarahoitusta. Esimerkissä luotot oletetaan kertalyhenteisiksi.

1.



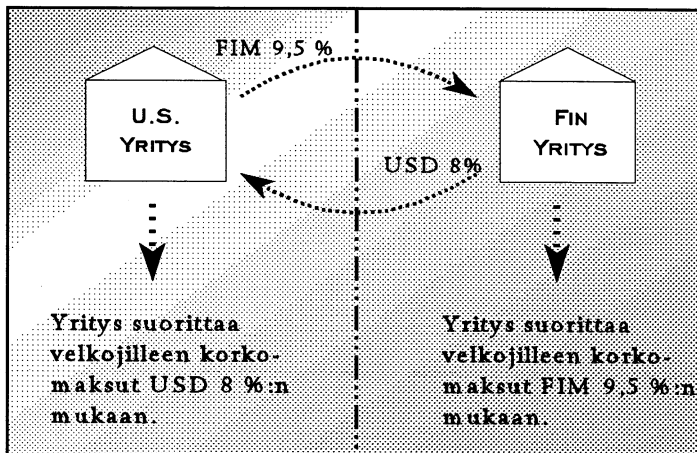
Kumpikin yritys ottaa luoton omassa valuutassaan omalta markkinaltaan.

2.



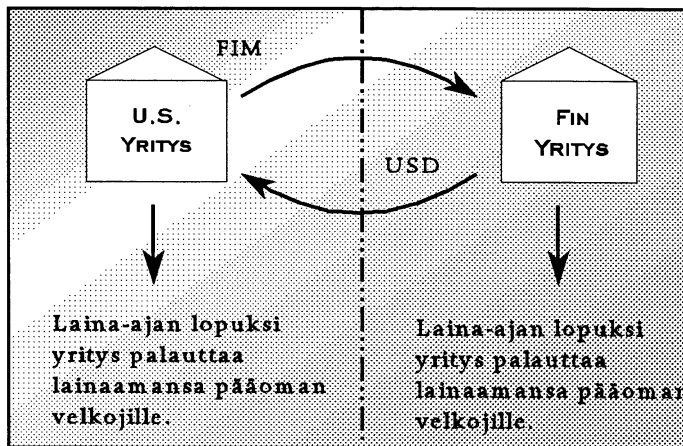
Lainatut valuuttamäärät vaihdetaan

3.



Swapin voimassaoloaikana yritykset toimittavat toisilleen varat vastapuolen luoton korkomaksuihin.

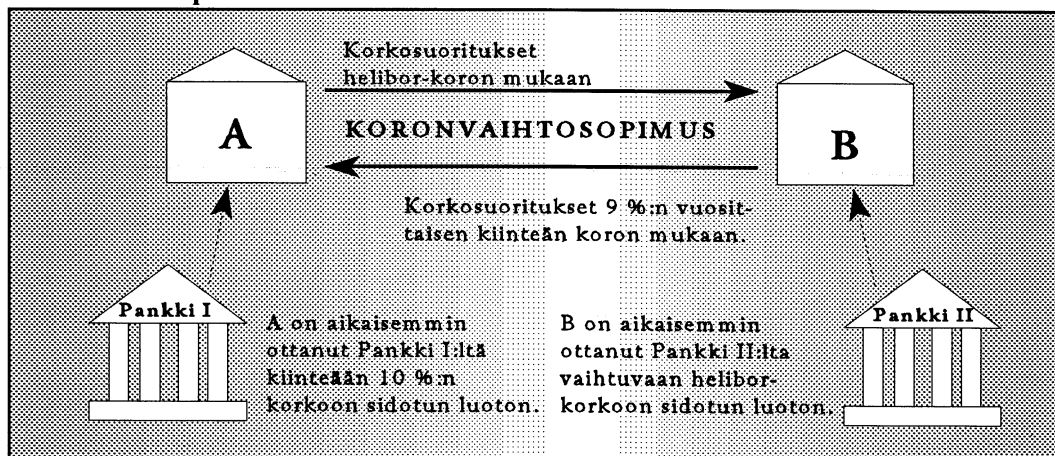
4.



Sopimuksen päätteeksi osapuolet palauttavat alun perin vaihdetut valuuttamäärät toisilleen.

Koronvaihtosopimusta voidaan puolestaan kuvata esimerkillä, jossa kahden suomalaisen yrityksen korkonäkemykset eroavat toisistaan. Yritys A on ottanut aikaisemmin Pankki I:ltä markkamääräisen luoton kiinteällä 10 %:n vuotuisella korolla, mutta markkinakorot ovat laskeneet 9 %:iin samana päivänä erääntyvälle luotolle. A odottaa korkojen laskevan edelleen. Yritys B on puolestaan ottanut Pankki II:ltä vaihtuvaan helibor-korkoon sidotun markkamääräisen luoton. B uskoo korkojen nousevan tulevaisuudessa. Luoton ennakaiseen irtisanomiseen liittyvien kustannusten takia yritykset eivät voi vetäytyä pankkien kanssa aiemmin tekemistään luottosopimuksista. Koronvaihtosopimuksella yritykset voivat kuitenkin muuttaa taloudellisen asemansa sellaiseksi, että se vastaa vanhojen luottosopimusten irtisanomista ja uusien luottosopimusten solmimista. Kumpikin yritys suorittaa yksinkertaisesti sopimuskumppanilleen tämän luoton hoitoon tarvittavat varat. Koska kiinteäkorkoisen luoton pituisista luotoista pyydettävät korot ovat markkinoilla laskeneet, suorittaa B vain vallitsevan markkinakoron mukaisen kiinteän koron A:lle. Oikeudellisesti koronvaihtosopimus ei tietenkään vaikuta pankkien ja yritysten välisiin luottosopimuksiin.

Koronvaihtosopimus



2.2.4 Optiot

Optiokauppalaissa optiolla tarkoitetaan

“sopimusta, jossa toinen osapuoli (*optionsaaja*) saa toiselta osapuolelta (*optionasettaja*) vastiketta (*premio*) vastaan oikeuden sovitusta lunastushinnasta tulevaisuudessa ostaa (*osto-optio*) tai myydä (*myyntioptio*) tietyn määrän arvopapereita tai hyödykkeitä tai muuta varallisuutta (*kohde-etuus*) taikka oikeuden saada kohde-etuuden hinnan kehitystä kuvaavan tunnusluvun muutoksen perusteella laskettavan suorituksen (*indeksioptio*).” (optiokauppalain 1 luvun 2 §:n 1 kohta)

Tämä määritelmäkohta kuvaa riittävästi myös OTC-optioita, vaikka se onkin hieman vaikeasti luettava ja sisältää monia päällekkäisiä määritelmiä. Lainkohdan perustelujen mukaan option olemukseen kuuluu se, että sopimus velvoittaa ainoastaan optionasettajan, kun sitä vastoin optionsaajalle optio antaa vain oikeuden muttei velvollisuutta. Optionasettaja ei tietenkään suostu sitoutumaan yksipuoliseen vastuuseen ilman korvausta, jota johdannaismarkkinoilla kutsutaan preemioksi. Markkinakielessä optionasettajalla sanotaan olevan lyhyt asema tai näkemys (*short position*) ja optionsaajalla pitkä näkemys (*long position*).

Rahoitusmarkkinoilla optioita tehdään kahdessa muodossa. Osto-optio (*call option*) antaa haltijalleen oikeuden vastaanottaa kohde-etuus sopimuksen eräpäivänä sovitusta eli toteutushinnasta (*strike price*). Toteutushintaa kutsutaan myös lunastushinnaksi. Myyntioption (*put option*) ehtojen mukaan haltija saa puolestaan myydä kohde-etuuden sovitulla hinnalla toiselle osapuolelle eräpäivänä.

Option markkinahinta (sama kuin *premio*) muodostuu kahdesta tekijästä. Option perusarvo (*intrinsic value*) on kohde-etuuden kulloisenkin markkinahinnan ja option toteutushinnan välinen erotus, joka voidaan määritellä helposti, jos kohde-etuudelle määrätään hinta markkinoilla. Option aika-arvo (*time premium*) on puolestaan se perusarvon ylittävä osa option markkinahinnasta. Optionsaaja odottaa, että kohde-etuuden hinta muuttuu ennen option toteutuspäivää siten, että option sisältämien oikeuksien arvo kasvaa. Tästä odotuksesta saaja on valmis maksamaan aika-arvon verran enemmän kuin option perusarvo edellyttäisi. Aika-arvoon vaikuttavat tekijät heijastavat epävarmuutta tulevaisuuden tapahtumista. Aika-arvo pienenee sitä mukaa, kun option toteutuspäivä lähenee, koska option arvo toteutuspäivänä voidaan arvioida tarkemmin ja todennäköisemmin. Option hintaan vaikuttavat siten useat eri tekijät: 1) kohde-etuuden vallitseva markkinahinta, 2) option toteutushinta, 3) option jäljellä oleva voimassaoloaika, 4) kohde-etuuden oletettu hinnanmuutosherkkyys, 5) lyhytaikaisten velkasitoumusten riskitön korko option voimassaoloajalle sekä 6) kohde-etuuden tuotto.

Merkittävä periaatteellinen sopimustyyppiero tehdään eurooppalaisten ja amerikkalaisten optioiden välillä. Eurooppalaisessa optiossa sopimus voidaan täyttää vain eräpäivänä. Amerikkalaisen option ostaja voi sitä vastoin toteuttaa oikeutensa milloin tahansa sopimuksen voimassaoloaikana.

Optionsaajan oikeus on aina valinnainen. Eräpäivänä oikeus voidaan jättää myös käyttämättä, jolloin optiosopimus ja siihen liittyvät oikeudet ja velvoitteet raukeavat. Esimerkiksi joukkovelkakirjaa koskevan osto-option ostajan kannattaa jättää oikeutensa käyttämättä, jos option toteutushinta on eräpäivänä suurempi kuin joukkovelkakirjalainan markkinahinta. Liikkeessä olevien joukkovelkakirjalainojen hinta laskee tyypillisesti silloin, kun markkinakorot nousevat.

Kun termiinissä kaupan hinta lukitaan molempia osapuolia sitovasti, niin optiossa sijoittaja voi suojautumisesta huolimatta säilyttää mahdollisuuden hyötyä kohde-etuuden edullisista hinnanmuutoksista. Vaikka optionsaaja saa hyväkseen edullisten markkinaliikkeiden tuoman voiton, hän ei silti altistu epäedullisten markkinaliikkeiden aiheuttamille tappioille. Optionsaajan vastuu ja riski rajoittuvat maksettuaan preemioon. Option asettajan suurin voitto-odotus on preemion suuruinen, mutta sopimuksen aiheuttamat tappiot voivat periaatteessa olla rajoittamattomia. Toisin kuin termiineissä, optioissa riskin ja tuoton välinen jakauma on epäsymmetrinen. Tämä oikeudellinen perusominaisuus erottaa optiot termiineistä.

Kansainvälisesti kahdenvälisiä optioita tehdään etupäässä joukkolainoista, osakkeista, hyödykkeistä ja muista johdannaisista. Kohde-etuusvalikoimaan kuuluvat myös korot, hinnat ja indeksit. Suomessa OTC-optioista ei ole laadittu vastaavia markkinoilla yleisesti noudatettavia sopimusehtoja kuin termiineistä ja swap-sopimuksista.

Osakeyhtiölain (734/78) 5 luku sisältää säännöksiä yhtiön mahdollisuudesta ottaa optiolaina, jonka ehtojen mukaan lainan antajalla on oikeus merkitä yhtiössä maksullisia uusia osakkeita. Velkakirjalainaan liitetty osakkeiden merkintäoptio on siten tunnettu jo pitkään ennen optiokauppalaain voimaantuloa. Optioita ei tehdä ainoastaan tai edes tyypillisesti rahoitusmarkkinoilla. Optiosopimuksia tai -ehtoja on jo vanhastaan liitetty erilaisiin tilaus-, hankinta- ja valmistussopimuksiin. Velvoiteoikeudellisessa kirjallisuudessa optioista esitetäänkin usein esimerkkinä kirjankustannussopimukset, joissa kustantaja saa oikeuden ottaa julkaistavakseen kirjailijan myöhemmät teokset. Myös erilaisten suurehkojen laitekokonaisuuksien tilaussopimuksiin liitetään monesti ehtoja, joiden mukaan tilaajalla on oikeus jo tilattujen laitteiden lisäksi tilata lisää samoja laitteita entisellä hinnalla. Liike-elämässä käytetyt optiosopimukset ovat yleensä määräaikaista ja niihin liitetään tavallisesti toteutumisehtoja. Tämän tyyppiin optiosopimukseen liittyvät myös optioita koskevat maininnat muussa lainsäädännössä kuin optiokauppalaisissa. Valtion hankinnoista annetun asetuksen (1416/93) ja hankinnoista, joihin ei sovelleta lakia julkisista hankinnoista annetun asetuksen (342/94) mukaan tarjouskilpailua ei tarvitse järjestää sellaisesta viranomaisen hankinnasta, joka perustuu sopimukseen sisältyvään lisähankintaoikeuteen eli option. Optio mainitaan vastaavassa yhteydessä myös kynnysarvot ylittävistä tavara- ja palveluhankinnoista sekä rakennusurakoista annetussa asetuksessa (243/95) sekä Euroopan talousalueesta tehdyssä sopimuksessa tarkoitetuista vesi- ja energiahuollon, liikenteen ja teletoiminnan alalla toimivien yksiköiden hankinnoista annetussa asetuksessa (567/94).

Option yksipuolinen sitovuus vastaa pitkälti Suomen oikeuden mukaista tarjouksen tekijän sidonnaisuutta. Tarjouksen vastaanottaja voi aikaansaada sitovan sopimuksen vain ilmoittamalla hyväksyvänsä hänelle tehdyn tarjouksen. Jos vastaanottaja hyväksyy tarjouksen, syntyy sopimus tarjouksen mukaisena. Optiosta maksettavaa preemiota voidaan myös verrata tarjouksen voimassa pitämisestä maksettavaan korvaukseen. Selvyyden vuoksi optiosopimukset on kuitenkin erotettava tarjouksesta. Tarjouksen vastaanottaja voi ainoastaan hyväksyä tai hylätä tarjouksen, jonka sisällön on päättänyt tarjoaja. Jos vastaanottaja hyväksyy tarjouksen, mutta liittyy hyväksyntään uusia ehtoja, rajoituksia tai muita lisäyksiä, pidetään vastausta hylkäävänä, uuden tarjouksen sisältävänä tahdonilmaisuna. Sitä vastoin optiosopimuksissa optionsaaja osallistuu aktiivisesti sopimuksen muotoilemiseen. Optio-oikeuden sisällöstä neuvotellaan ennen optiosopimuksen tekemistä. Optiosopimuksen osapuolet ovat siten saavuttaneet yksimielisyyden oikeussuhteen sisällöstä jo siinä vaiheessa, kun optiosopimus tehdään.

Optio-oikeuden käyttö saa tämän oikeussuhteen voimaan. Kun oikeussuhteen sisältö lyödään lukkoon lopullisesti jo optiosopimuksessa, on optiosopimusta laadittaessa noudatettava lain pakottavia muotomääräyksiä. Ankaria muotomääräyksiä on viime vuosikymmeninä karsittu lainsäädännöstä. Yksi merkittävimmistä edelleen voimassa olevista muotomääräyksistä on vastikään uudistetun maakaaren (540/95) 2 luvun 1 §:n säännös kiinteistön kaupan muodosta.

Optiosopimusta ei myöskään ole pidettävä esisopimuksena, vaikka optio saattaa perustua samantyyppiseen käytännön tilanteeseen kuin esisopimus: osapuolet eivät ole halunneet tai voineet säännellä oikeussuhdettaan lopullisesti. Esisopimus kuitenkin velvoittaa osapuolet tekemään tulevaisuudessa uuden erillisen sopimuksen eli pääsopimuksen. Optiosopimuksessa optionsaaja ei ole velvollinen tekemään uusia sopimuksia tai antamaan minkäänlaisia tahdonilmaisuja. Optionasettajan asema on puolestaan määritelty sitovasti ja lopullisesti. Optionasettajalta ei vaadita lisätahdonilmaisuja niin kuin esisopimuksessa.

Suomen OTC-johdannaismarkkinoilla optiot eivät ole pankkien kannalta merkittävä rahoitustuote. Kohde-etuuden nimellisarvon ja sopimustyyppin mukaan määritelty pankkien sopimusjakauma osoittaa, että optioiden osuus on vähemmän kuin kymmenen prosenttia. Todennäköisesti suurin osa tästäkin määrästä on vakioituja, osakkeisiin kohdistuvia pörssijohdannaissopimuksia. Kansainvälisissä yhteyksissä suomalaiset osapuolet käyttävät optioita, jotka saattavat liittyä muihin johdannaisopimuksiin.

2.2.5 "Eksoottiset" johdannaiset

Vakioitujen ja vakioehtoisten johdannaisopimusten ehdot ovat pelkistettyjä. Näiden sopimusten markkina-arvo voidaan määrittää markkinoilla yleisesti tunnetuilla menetelmillä, kuten Black & Scholes -mallilla ja eri markkinoiden välisistä arbitraasisuhteista johdettavilla malleilla (hintapariteetit, box spread, cost-of-carry). Tällaisia johdannaisopimuksia voidaan pitää markkinoiden perustuotteina, perusjohdannaisina (*"plain vanilla" derivatives*).

Rahoituspalveluja tarjoavat yritykset, etupäässä kansainvälisesti toimivat pankit, tekevät kuitenkin asiakkaidensa kanssa myös ehdoiltaan ja etenkin tuotonmäärityksiltään monimutkaisempia sopimuksia. Ne räätälöidään tyypillisesti asiakkaan tarpeisiin, ja siksi ne ovat melkein poikkeuksetta kahdenvälisiä ja jälkimarkkinakelvottomia. Usein johdannaisiin liitetään myös tavallista suurempia vipuvaikutuksia. Tällaisia johdannaissopimuksia tavataan kutsua eksoottisiksi johdannaisopimuksiksi. Osa edellä kuvatuista tappioista on johtunut eksoottisista ja arvonmääritykseltään monimutkaisista johdannaisista. Lisäksi monet kansainväliset välittäjäpankit ovat markkinoineet eksoottisia johdannaisopimuksia erittäin aggressiivisesti. Näiden ylilyöntien takia johdannaiset ovat saaneet markkinoilla huonon maineen.

Eksoottiset johdannaiset muodostetaan yhdistelemällä optioita ja termiineitä eri tavoin. Rahoituspalvelujen tarjoajat tapaavat suunnitella tällaiset paketit siten, että niiden kustannus sijoitushetkellä on nolla. Yksi tämän tyyppisistä sopimuksista on *range forward*, joka koostuu ostetusta termiinistä, ostetusta myyntioptiosta ja myydystä osto-optiosta samaan kohde-etuuteen. Optioiden toteutushinta valitaan niin, että niiden arvot sijoitushetkellä vastaavat toisiaan. Yhdistelmässä sekä tappiolla että voitolla on raja-arvo. Tästä johdannaisesta käytetään myös nimiä *zero-cost collar*, *flexible forward*, *cylinder option*, *option fence*, *min-max* ja *forward band*.

Kansainvälisillä markkinoilla ovat yleisiä optioiden yhdistelmät, kuten *cap*-, *floor*- ja *collar-optiot*. *Capissa* ostaja maksaa sopimuksen tekohetkellä preemion, ja myyjä sitoutuu maksamaan jokaisena tulevaisuuden maksupäivänä markkinahinnan ja

sopimushinnan välisen, positiivisen erotuksen. Sopimus suojaa siten esimerkiksi vaihtuvakorkoisen luoton velallista korkojen nousulta. *Floor*-sopimuksessa myyjä sitä vastoin maksaa ostajalle vain negatiivisen erotuksen. Tämä sopimus suojaa vaihtuvakorkoiseen luottosopimukseen sijoittanutta tahoa korkojen laskulta. Ostetussa *collar*-eli kaulussopimuksessa on yhdistetty ostettu *cap* ja myyty *floor*. Sopimuksen ostaja suojautuu siten koron nousua vastaan ja on valmis ottamaan riskin koron laskusta. Riskinotosta saatava preemio kattaa ainakin osan suojautumiskustannuksista.

Amerikkalaista optiota, joka voidaan toteuttaa vain tiettyinä päivinä sen voimassaoloaikana, kutsutaan *Bermudan optioksi*. *Forward start optioita* ovat puolestaan optiot, joiden preemio suoritetaan tekohetkellä, mutta joiden voimassaoloaika alkaa vasta määrättyä tulevaisuuden hetkenä. Tällaisia sopimuksia käytetään usein esimerkiksi yritysjohtoon kannustinjärjestelyissä. Yhdistelmäoptio (*compound option*) on optioon kohdistuva optio. Johdannaisen kohde-etuus on siten toinen johdannainen. Yhdistelmäoptio voidaan tehdä neljässä eri muodossa: osto-optio osto-optioon, myyntioptio osto-optioon, myyntioptio myyntioption sekä osto-optio myyntioption. Tällaisilla optioilla on kaksi toteutushintaa ja toteutuspäivää.

"*As You Like It*"-*option* luonteeseen kuuluu se erityispiirre, että option haltija voi määrätyn ajan kuluttua valita, onko optio osto- vai myyntioptio. *Barrier -optioissa* maksuvelvollisuuden syntyminen riippuu siitä, saavuttaako kohde-etuuden hinta sovittuna aikana etukäteen määritellyn tason. Maksuvelvollisuus syntyy, jos hinta nousee yli rajahinnan (*knock-in barrier option*), muuten optio raukeaa ilman maksuja. Optio voidaan tehdä myös toisin päin: osapuolella on maksuvelvollisuus, jollei kohde-etuuden hinta saavuta raja-arvoa (*knock-out barrier option*). *Lookback -optioiden* tuotto määräytyy kohde-etuuden toteutushetken markkinahinnan lisäksi myös option voimassaoloaikana esiintyneen alimman tai korkeimman hinnan mukaan. Näillä optioilla voidaan ottaa riskiä kohde-etuuden hinnan volatiliiteetista.

Binäärioptioissa maksuvelvollisuus on epäyhtenäinen. Optio saatetaan esimerkiksi sopia niin, että sen arvo on nolla, jos kohde-etuuden osakekurssi päättyy alle toteutushinnan. Jos kurssi sitä vastoin ylittää toteutushinnan, optiosta maksetaan kiinteä rahasumma (*cash or nothing call*). *Aasialaisissa optioissa* tuotto puolestaan perustuu tiettyä hetkenä vallitsevan hinnan sijasta kohde-etuuden keskimääräiseen hintaan option voimassaoloaikana.

Kansainvälisesti suosittuja korkojohdannaisia ovat *swaptiot* eli swap-sopimukseen kohdistuvat optiot. Tällaisen sopimuksen haltijalla on oikeus tehdä etukäteen määriteltä koronvaihtosopimus tiettyä aikana tulevaisuudessa. Ostaja voi suojautua swaptiolla esimerkiksi yleistä korkotason nousua vastaan, ja siksi kansainväliset yritykset käyttävät tätä sopimustyyppiä mielellään velanhoidossa.

Eksoottisten johdannaissopimusten arvonmääritys ja sitä kautta myös riskien arviointi saattaa olla hankalaa. Vaikka sopimukset voidaan periaatteessa jakaa hinnanmääritykseltään helpompiin perusosiin, saattaa arvoon vaikuttavien muuttujien lukumäärä olla niin suuri ja yhteisvaikutus niin vaikeasti arvioitava, ettei asiakas välttämättä pysty itse tarkistamaan sopimuksen laatineen pankin laskelmia. Eksoottiset johdannaissopimukset eivät kuitenkaan oikeudelliselta kannalta eroa merkittävästi perusjohdannaisista. Eksoottiseksi johdannaisen tekee yleensä se, että osapuolen maksuvelvollisuudelle asetaan erityisehtoja ja että maksuvelvollisuus saattaa moninkertaistua kohde-etuuden hinnanmuutosten takia. Sopimuksen oikeudelliseen rakenteeseen nämä muunnelmat eivät silti vaikuta. Merkittävää on ainoastaan se, että osapuolten oikeudet ja velvollisuudet on määriteltävä sopimuksessa selvästi ja yksiselitteisesti.

2.2.6 Arviointia

Johdannaisten sopimustyyppien joukko ei ole yhtenäinen. Tästä syystä johdannais-sopimuksille ei myöskään voida laatia yhtenäisiä tulkintaohjeita. Niinikään analogian mahdollisuudet eroavat sopimustyyppin mukaan.

OTC-johdannaiset eivät periaatteessa ole velvoiteoikeudellisesti kovinkaan monimutkaisia sopimuksia. Kun niissä on usein vain kaksi osapuolta, ei oikeussuhteiden pitäisi aiheuttaa vaikeita tulkintaongelmia. Sopimusten tärkeimmät määräykset liittyvät maksuvelvollisuuden määrittämiseen eri tilanteissa. Jos nämä määräykset ovat riittävän yksiselitteisiä, ei maksuvelvollisuudesta synny epäselvyyksiä. Maksuvelvollisuus osoitetaan johdannaissopimuksessa usein matemaattisella laskukaavalla.

Johdannaissopimusten ja etenkin eksoottisten johdannaisten pelätty mutkikkuus johtuu siitä, että sopimusten arvo ja riskit riippuvat useista muuttujista, jotka saattavat vaihdella odottamattomasti. Sopimuksen arvo saatetaan esimerkiksi johtaa vaikeasti laskettavalla tavalla korkokehityksestä, johon puolestaan vaikuttavat monet arvaamattomat tekijät. Sopimusten päivittäinen arvonmääritys ja maksuvelvollisuuden suuruuden ennakointi voi joskus osoittautua lähes mahdottomaksi. Lisäksi eksoottiset johdannaissopimukset eivät ole vakioehtoisia tuotteita, joten osapuoli välttämättä pääsee eroon sopimuksesta halutessaan. Eksoottisten johdannaisten likviditeettiriski on siten suurempi kuin vakioehtoisten johdannaisten. Tällaista taloudellista monimutkaisuutta ei kuitenkaan pidä sekoittaa oikeudellisten suhteiden, vastuuperusteiden, sopimukseen perustuvien oikeuksien tai muiden velvoiteoikeudellisten tekijöiden mutkikkuuteen.

2.3 Sopimusoikeuden kehityksestä

2.3.1 OTC-johdannaiset ja velvoiteoikeus

Suomen velvoiteoikeuden normit eivät yleensä ole pakottavia, vaan täydentäviä ja toissijaisia. Ne helpottavat oikeustoimen tulkintaa silloin, kun oikeustoimen osapuolten ei voida osoittaa sopineen tulkittavasta kysymyksestä toisin.

Lainsäädännössä on määritelty joukko oikeustoimityyppejä, joiden oikeusvaikutukset johtuvat ainakin osaksi suoraan laista. Tavallisesti osapuolet eivät kuitenkaan ole näihin tyyppeihin sidottuja, vaan sopimusten sisältö voidaan muotoilla sopimusvapauden turvin juuri sellaiseksi kuin osapuolet yhteisesti haluavat.

Käytännön oikeuselämässä sopimusvapauden piiriin kuuluvat sopimukset tapaavat muodostua oikeustoimityypeiksi, joilla pyritään yhdenmukaisiin oikeusvaikutuksiin. Oikeustoimityypeistä ei kuitenkaan voida tulkintatilanteessa suoraan päätellä yksittäisen sopimuksen sisältöä. Sopimuksen nimi ei siten määrää tulkintaa. Tulkinnassa on noudatettava vanhaa oikeusperiaatetta, jonka mukaan osapuolten tarkoitus on ratkaiseva, vaikka oikeustoimessa olisi käytetty virheellisiä ilmaisuja. Nykyaikainen oikeustiede vieroksuu käsitteistä päättelystä.

Velvoiteoikeuden periaatteet soveltuvat myös johdannaissopimusten arviointiin. Johdannaismarkkinoilla on optiokauppalain sääntelemä lohko, jossa sopimusvapautta on rajoitettu. Vakioitujen johdannaissopimusten sisältö ja oikeusvaikutukset määräytyvät suoraan laista ja optioyhteisön säännöistä. Laintasoisia normeja on tarvittu etenkin johdannaismarkkinoille ominaisen, optioyhteisön vastuuseen perustuvan selvitystavan tehokkuuden varmistamiseksi.

Optiokauppalaki on erityislaki, jonka sisältämiä, sopimuksen muotoa, sisältöä ja tekotapaa rajoittavia normeja ei voi tulkita laajentavasti tai analogisesti. Edellisen kuvauksen mukaan OTC-johdannaiset ovat vapaamuotoisia velvoiteoikeudellisia sopimuksia, joiden taloudellinen sisältö voidaan periaatteessa rakentaa tavanomaisista sopimuselementeistä: arvopaperikaupoista ja velaksiannosta. Vakioimattomien johdannaisopimusten markkinoilla velvoiteoikeuden tulkintaperiaatteet soveltuvat siten täysimääräisesti. Tällaisten sopimusten arvioinnissa on varottava tekemästä liioiteltuja johtopäätöksiä taloudellisen sisällön mukaan johdetuista tyypittelyistä. Tulkinnan lähtökohta on aina yksittäinen tulkittava sopimus.

2.3.2 Modernin sopimusoikeuden kehityspiirteitä ja kritiikkiä

Ankaraa ja ehdotonta sopimusvapauden periaatetta rajoittavat yleisen sopimusoikeuden järjestelmään sijoitetut rakenteet, joilla pyritään estämään sopimusvapauden väärinkäyttöä. Tällaisiin normirakenteisiin voidaan lukea esimerkiksi oikeustoimilain 28 - 33 §.

Moderni sopimusoikeus on lieventänyt lainsäätäjän perinteistä, jyrkän torjuvaa asennetta muodollisen sopimusvapauden kaventamiseen. Hyvinvointivaltio puuttuu monessa tapauksissa pakottavilla lainsäädännöksillä sopimusosapuolten väliseen suhteeseen. Valtion väliintulo ilmenee erityisesti kuluttajaoikeudessa. Viime aikoina lainsäädännössä on kiinnitetty huomiota myös elinkeinonharjoittajien välisiin oikeussuhteisiin. Esimerkki tästä kehityksestä on vuoden 1994 alusta voimaan tullut laki elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä (1062/93), jonka nojalla elinkeinonharjoittajaa voidaan kieltää käyttämästä kohtuuttomia sopimusehtoja toisia elinkeinonharjoittajia kohtaan. Sopimusvapauden kaventumisen onkin sanottu olevan yksi modernin, sosiaaliseksi kutsutun sopimusoikeuden keskeisimmistä piirteistä. Sen periaatteisiin sisältyvät solidaarisuus, altruismi ja kuluttaja-hyvinvointivaltiolisuus.

Niin ulkomaisessa kuin kotimaisessakin oikeuskirjallisuudessa on pikku hiljaa ryhdytty arvostelemaan sosiaalisen sopimusoikeuden keinovalikoimaa. Kun valtio puuttuu sopimussuhteisiin heikkoja sopimusosapuolia suojatakseen, aiheuttaa virallissääntely kustannuksia, jotka vyörytetään hintoihin. Elinkeinonharjoittajat joutuvat hinnoittelemaan esimerkiksi sopimusten sovittelumahdollisuudesta johtuvan riskin. Lisäksi erilaisista sopimuksen tekemiseen liitetyistä velvoitteista syntyy transaktiokustannuksia. Hyvinvointivaltion tuottaman, sosiaalisen oikeudenmukaisuuden käsitykseen perustuvan sääntelyn aiheuttamat tehokkuustappiot nousevat pintaan syvässä taantumassa. Oikeudenmukaisuuspyrkimyksistä syntyvä tehottomuus vaikuttaa markkinoihin, ja tehokkuustappioita onkin ryhdytty arvottamaan.

2.3.3 Oikeustaloustieteellinen lähestymistapa

Oikeustaloustieteellinen tutkimus on pyrkinyt teroittamaan ajatusta siitä, että lainsäädännöllisen puuttumisen kustannuksia olisi punnittava toimenpiteestä saatavien hyötyjen rinnalla. Tarkoitus ei ole torjua kaikkea uutta lainsäädäntöä, koska sen hyödyt voivat olla kustannuksia suuremmat. Hyvä esimerkki tällaisesta sääntelystä ovat tiedonantovelvollisuutta lisäävät säännökset, joilla poistetaan epäsymmetrisen informaation ongelmasta johtuvia markkinoiden epätäydellisyyksiä ja tehdään mahdolliseksi järkevä ja taloudellisesta tehokkuutta tuottava markkinakäyttäytyminen. Uudessa säätelyssä olisi kuitenkin aina otettava huomiioon sääntelyn kustannukset. Sääntelyä voidaan teorian mukaan lisätä siihen pisteeseen, jossa normittamisesta

aiheutuvat kustannukset ovat tasapainossa hyötyjen kanssa. Joillakin markkinoilla tämä tasapainopiste on varmasti jo ylitetty, toisilla sitä ei puolestaan ole lähellekään saavutettu. Eri tyyppiset sääntelytavat aiheuttavat myös erisuuruisia tehokkuustappioita. Markkinoiden toiminnan kannalta ovat erityisen vahingollisia hintoihin ja hinnanmuodostukseen kohdistuvat rajoitukset ja määräykset.

2.3.4 Sopimusvapauteen puuttumisen vaiheet ja vaihtoehdot

Sopimussuhteisiin vaikuttavan virallissääntelyn laatiminen alkaa usein siitä, että sääntelyvaltaa käyttävät poliittiset elimet tai viranomaiset pitävät jotakin markkinoilla esiintyvää käytäntöä kohtuuttomana. Elinkeinoelämälle saatetaan antaa aikaa käytännön muuttamiseen omaehtoisesti, mutta kun sääntelijän sietoraja on ylittynyt, puututaan käytäntöön pakottavin normein. Esimerkki tällaisesta tapauksesta ovat edellä kuvatut optiokauppalaain säätämisaikavaiheet. Elinkeinoelämän omaan kykyyn karsia kohtuuttomia käytäntöjä ei useinkaan luoteta, eikä elinkeinoelämä myöskään ole kovin aktiivisesti pyrkinyt harjoittamaan itsekontrollia.

Itsesääntelyn asema on perinteisesti ollut merkittävä lähinnä vain arvopapereiden pörssikaupankäynnissä. Kauppatapojen ja itsekurin parantaminen voisi kuitenkin ratkaista useita ongelmia, joita virallissääntelystä syntyy. Itsesääntelyjärjestelmien etuihin kuuluvat joustavuus, nopea sopeutuminen, mahdollisuus vaatimustason korottamiseen ja laaja seuraamusvalikoima. Itsesääntelyn vähäisyys saattaa siksi aiheuttaa tehokkuustappioita sääntelyjärjestelmässä. Tästä syystä arvopaperi- ja johdannaismarkkinoilla tulee löytää järkevä kompromissi itsesääntelyn ja virallissääntelyn välillä.

2.4 Yleinen lainsäädäntö

2.4.1 Soveltuva normipohja

OTC-johdannais sopimukset eivät ole optiokauppalaain tarkoittamia vakioituja johdannais sopimuksia. Näin lain velvoiteoikeudelliset erityissäännökset eivät sovellu OTC-johdannaisiin. Vakioehtoiset johdannais sopimukset eivät myöskään sisälly arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n 1 momentin arvopaperimääritelmiin. Siksi OTC-johdannais sopimusten markkinoilla ei pääsäännön mukaan sovelleta arvopaperimarkkinalakia eikä sen mukaisia sääntöjä hyvästä tavasta, sijoittajansuojasta tai kaupan käynnin tasapuolisuudesta.

Nimenomaisen erityislainsäädännön puuttuminen ei tietenkään tarkoita sitä, ettei vakioehtoisin johdannais sopimuksiin soveltuisi mikään kirjoitetun lainsäädännön normi.

Pankkiyhdistyksen sopimusmalleihin ei sisälly lainvalintasääntöä, vaikka oikeuspäätöksinä onkin määritellyt Helsingin käräjäoikeus. Myös ISDA:n mallisopimukset jättävät osapuolten neuvoteltavaksi sopimussuhteeseen sovellettavan lain. Suomessa voimassa olevien kansainvälisen yksityisoikeuden normien mukaan suomalaisen pankin ja sen kotimaisen asiakkaan välisessä suhteessa noudatetaan Suomen lakia, jollei pankin ja asiakkaan välillä ole erityisesti muuta sovittu. Näin voidaan olettaa, että vakioehtoisin johdannais sopimuksissa noudatetaan useimmiten Suomen lakia. Sen sijaan on ilmeistä, että suomalaisten pankkien ja ulkomaisten osapuolten välisissä sopimuksissa sovellettava laki ja oikeuspaikka ovat säännönmukaisesti ulkomaisia.

Osa vakioehtoisista johdannaissopimuksista koskee arvopaperimarkkinalain tarkoittamia arvopapereita, kuten rahamarkkinavelkakirjoja tai joukkovelkakirjoja. Joukkovelkakirjat on lisäksi yleensä otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinalain mukaisesti. Jos johdannaissopimus sisältää myös kohde-etuuden toimituksen, se voidaan tulkita kohde-etuuden hankkimista koskevaksi sopimukseksi. Tällaisiin sopimuksiin voitaisiin siten soveltaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n säännöstä hyvästä tavasta ja 5 luvun 1 §:n säännöstä sisäpiirin tiedon väärinkäytön kiellosta sekä näihin lainkohtiin liittyviä rangaistusnormeja lain 8 luvussa. Valtiovarainministeriön markkinapaikkatyöryhmä katsoi vuonna 1992, että sisäpiirikaupan kieltä on noudatettava sellaisissa OTC-johdannaisissa, joiden kohde-etuuksilla käydään kauppaa julkisesti.

Velvoiteoikeudellisia sopimuksia säännellään varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetussa laissa (jäljempänä oikeustoimilaki, 228/29).

Osapuolten oikeustoimikelpoisuus ratkeaa kutakin henkilötyyppiä koskevien lakien mukaan. Erityisesti oikeushenkilöiden velvoittautumiskykyä säädellään yksityis- ja julkisoikeudellisista yhteisöistä annetuissa erityislaeissa.

Konkurssilainsäädäntö vaikuttaa eräiden johdannaismarkkinoilla yleisten järjestelyjen, kuten netotussopimusten pätevyteen sivullissuhteissa.

Kauppakaarissa harvoista voimassa olevista säännöksistä voivat vakioehtoiisiin johdannaissopimuksiin soveltua lähinnä 10 luvun säännökset pantista ja takauksesta ja 18 luvun säännökset asiamiehen toiminnasta.

Sopimusten tulkinnassa voidaan lisäksi hakea analogiatukea velkakirjalaista (622/47) ja irtaimen kauppaa koskevasta kauppalaista (355/87). Näitä lakeja säädettäessä on kiinnitetty nimenomaista huomiota niiden käyttöarvoon varsinaisen soveltamisalan ulkopuolella.

Väärinkäytöstapauksissa voivat punnittaviksi tulla rikoslain säännökset elinkeino- ja petosrikoksista. OTC-johdannaisten markkinoiden sääntöjen tehosteisiin kuuluu siten sekä rikosoikeudellisia että yksityisoikeudellisia (pätemättömyys, vahingonkorvaus sopimussuhteessa) seuraamuksia.

2.4.2 Oikeushenkilöiden velvoittautumiskyvystä

Yksityishenkilön oikeustoimikelpoisuus ja sen arviointi ei aiheuta johdannaismarkkinoilla sen suurempia erityisongelmia kuin muillakaan oikeuselämän lohkoilla. Kansainvälisessä keskustelussa on sitä vastoin kiinnitetty kasvavaa huomiota oikeushenkilöiden ja erityisesti julkisyhteisöjen kykyyn tehdä pätevästi johdannaissopimuksia. Tämän kyvyn puute mainitaan useimmissa kansainvälisissä selvityksissä ja suosituksissa yhtenä oikeudellisen riskin osana.

Kansainvälinen huoli perustuu ennen muuta Englannissa vuoden 1991 alussa ratkaistuun oikeustapaukseen *Hammersmith & Fulham Council*¹, jossa parlamentin ylähuone sovelsi niin sanottua *ultra vires* -oppia ja vapautti Lontoon Hammersmithin ja Fulhamin kaupunginosan (vastaa lähinnä suomalaista kuntaa) raskaasti tappiollisiin swap-sopimuksiin liittyvästä vastuusta. *Ultra vires* -opin mukaan julkisen tai yksityisen organisaation puolesta tehty sopimus voidaan julistaa toimivallan ylityksen takia mitättömäksi, vaikka toinen osapuoli olisi vilpittömässä mielessä. Kunnallishallinnossa oppia sovelletaan kunnallisveroa maksavien kansalaisten suojaamiseksi paikallisviranomaisten mielivallalta. Englannin korkein tuomioistuin katsoi, että kaupungin-

¹Tapaukseen viralliset viittaustiedot ovat: *Hazell v. Hammersmith L.B.C. (H.L.(E.))*, W.L.R., 8 February 1991

osan paikallisviranomaiset olivat ylittäneet toimivaltansa osallistumalla koronvaihtosopimusten markkinoille.

Sijoitusneuvojen kehotuksesta viranomaiset olivat tehneet swap-sopimuksia jo 1980-luvun alusta lähtien vähentääkseen kaupunginosan velanoton herkkyyttä korkomuutoksille. Ajan mittaan sopimukset olivat monimutkaistuneet ja riskit kasvaneet. Vaikka kaupunginosan puolesta tehtiin yhteensä 550 johdannaissopimusta, ei sopimusten aiheuttamien riskien hallitsemiseksi järjestetty riittävää valvontaa. Tilintarkastajien vaatimuksesta paikallisneuvosto siirtyi varovaiseen swapstrategiaan. Kun korot lopulta muuttuivat kaupunginosan tekemiä sopimuksia vastaan, aiheutti kaupunginosan riskiasema valtavia tappioita. Kaupunginosan tilintarkastajat vaativat tuomioistuinta julistamaan swapsopimukset mitättömiksi sillä perusteella, että tällaiset sopimukset eivät kuulu paikallisviranomaisten lailla määriteltyyn toimivaltaan.

Ylähuone vahvisti tilintarkastajien kannan alempien oikeusasteiden ratkaisujen vastaisesti. Tuomion mukaan sekä spekulatio- että suojaustarkoituksessa tehdyt johdannaissopimukset olivat jo alun perin ja itsestään mitättömiä. Tuomioistuimen jäsenten mielestä koronvaihtosopimukset muistuttivat enemmän uhkapeliä kuin vakuutusta. Ylähuoneen ratkaisu aiheutti sopimusten vastapuolina oleville pankeille noin 600 miljoonan punnan tappiot. Tapauksen jälkeen pankkien oli pakko ryhtyä arvioimaan johdannaissopimuksiin liittyviä oikeudellisia riskejä, joihin ei aiemmin ollut kiinnitetty paljoakaan huomiota.

Suomessa jokainen oikeuskelpoinen oikeushenkilö eli oikeushenkilö, joka on itsenäinen oikeussubjekti, kykenee periaatteessa tekemään päteviä oikeustoimia. Oikeushenkilöissä oikeuskelpoisuus ja oikeustoimikelpoisuus liittyvät siten yhteen.

Yksityisten oikeushenkilöiden, kuten osakeyhtiöiden, osuuskuntien, yhdistysten ja säätiöiden ylimmät päättävät elimet (yhtiökokous, osuuskunnan kokous jne.) asettavat yhteisön lakimääräiseksi edustajaksi hallituksen tai vastaavan toimielimen. Hallitus edustaa yhteisöä kolmansiin osapuoliin päin ja sitoo yhteisön pätevästi sopimusvastuuseen. Hallitus vastaa toiminnastaan nimittävälle elimelle. Sitomis- eli arkisemmin yhteisön nimenkirjoitusoikeus annetaan usein käytännön helpottamiseksi myös yksittäisille toimihenkilöille. Valtuus ilmoitetaan julkiseen kaupparekisteriin, josta sen voi periaatteessa jokainen tarkistaa. Yksityisten oikeushenkilöiden kyvyssä sitoutua johdannaissopimuksiin tai sitoutumismenettelyssä ei ole sellaisia erityisongelmia, jotka edellyttäisivät sopimuskumppanilta tavanomaisesta poikkeavia varotoimenpiteitä. Valtuutusta ja edustusta käsitellään tarkemmin jäljempänä.

Verotulojen romahdus ja talouden alijäämäisyys ovat pakottaneet valtion ja kunnat rahoittamaan toimintaansa velkarahalla, jotta lakisääteisiä julkisia palveluja ja tulonsiirtoja voitaisiin jatkaa. Suuri osa velasta on jouduttu ottamaan valuuttakurssimuutoksille alttiilla valuuttaluotoilla. Järkevä velanhoito vaatii tällaisessa tilanteessa suojautumista valuutta- ja korkovaihteluilta. Siksi myös julkisyhteisöt osallistuvat johdannaismarkkinoille. Tällöin etenkin ulkomaiset markkinaosapuolet pyrkivät selvittämään, ovatko julkisyhteisöjen kanssa tehdyt johdannaissopimukset Suomen oikeuden mukaan päteviä.

Perinteisiä julkisoikeudellisia oikeushenkilöitä ovat esimerkiksi valtio, kunta ja Suomen Pankki. Periaatteessa nämä julkisyhteisöt ovat myös oikeustoimen osapuolia silloin, kun oikeustoimen on tehnyt niiden alainen hallintoviranomainen. Yksittäistä hallintoviranomaista ei perinteisesti ole pidetty itsenäisenä oikeussubjektina, mutta viranomaisten on oikeuskäytännössä katsottu voivan toimia asianosaisina ja jopa toisensa vastapuolina oikeudenkäynneissä. Lisäksi käytännössä on jo pitkään hyväksytty se, että yksittäinen viranomainen voi pätevästi velvoittautua sopimuksen osapuoleksi.

Nykyaikaisessa oikeustieteessä pidetään lähtökohtana periaatetta, jonka mukaan viranomainen voi yleensä toteuttaa sille lainsäädännössä määrättyjä tehtäviä myös sopimuksia tekemällä. Tämä on todettu nimenomaisesti vuoden 1995 heinäkuun alusta voimaan tulleen kuntalain (365/95) 2 §:n 3 momentissa, jonka mukaan kunta voi hankkia tehtäviensä hoidon edellyttämiä palveluja myös muilta palvelujen tuottajilta.

Johdannaissopimukset ovat puhtaasti yksityisoikeudellisia sopimuksia, joihin ei sinänsä liity julkisen vallan käyttöä. Tällaisen sopimuksen osapuolena olevaa viranomaista arvioidaan samoista lähtökohdista kuin yksityisiä osapuolia, vaikka viranomainen käyttää muussa toiminnassaan sitovaa julkista valtaa. Julkisyhteisöllä ei periaatteessa ole erityisasemaa, vaan yhteisöön sovelletaan samaa sopimusehtojen ja sopimusmenettelyn sääntelyä kuin yksityisoikeudellisiin osapuoliin. Sopimuksen tekeminen ei ole hallintoasia, eikä sitä koske esimerkiksi hallintomenettelylaki (598/82). Sen sijaan sopimuksen solmimiseen liittyvään viranomaisen päätöksentekoon sovelletaan hallintomenettelylain yleisiä säännöksiä. Viranomaisasema saattaa myös tuoda sopimusmenettelyyn julkisoikeudellisia lisäpiirteitä etenkin viranomaisen toimivaltaperusteiden ja -rajojen erityismäärittelyjen takia.

Siihen, sitooko johdannaissopimus tai muu yksityisoikeudellinen suoritussopimus viranomaista, vaikuttaa viranomaisen lakisääteinen toimivalta. Jos viranomaisella on toimivalta tehdä sopimus, on viranomainen myös sopimuksen mukaan velvollinen täyttämään velvollisuutensa luontoissuorituksella. Jos toimivalta sitä vastoin puuttuu, ei sopimus velvoita hallintopäätöksen tekijää. Sitomattomuuden katsotaan kuitenkin kohdistuvan vain sellaisiin sopimuksen ehtoihin, jotka vaikuttavat hallinnollisen päätösvallan käyttämistapaan ja erityisesti sen sisältöön. Johdannaissopimukset eivät yleensä sisällä hallintovallan käyttöön liittyviä ehtoja, joten velvoittamattomuus ei tule sopimuksissa arvioitavaksi. Vaikka luontoissuoritusvelvollisuutta ei toteutettaisikaan, sitoo sopimus viranomaista siinä mielessä, että sopimusrikkomus aiheuttaa vahingonkorvausvelvollisuuden.

Viranomaisen toimivalta riippuu sopimustoimivallan perustavista säännöksistä ja sopimuksen sisällöstä. Viranomaisen muodollinen toimivalta ja hallintosopimuksen sitovuus on kuitenkin erotettava toisistaan. Vaikka toimivalta tiukan muodollisesti puuttuisikin, voi vilpittömässä mielessä oleva sopimuskumppani vedota sopimuksen sitovuuteen. Julkisyhteisö ei esimerkiksi voi kieltäytyä maksamasta sitovaan sopimukseen perustuvaa velkaansa vetoamalla siihen, ettei velkasummaa ole otettu huomioon budjetissa. Tätä periaatetta kuvaa hallitusmuodon 70 §:n 4 momentti, jonka mukaan valtion "talousarviosta riippumatta jokaisella on oikeus saada valtiolta se, mikä hänelle laillisesti kuuluu".

Sitovuuden arvioinnissa lähdetään olettamuksesta, jonka mukaan viranomaisella on toimivalta sitoutua sopimukseen, jollei lainsäädännössä nimenomaisesti ole kielletty toimivaltaa. Yksityiseltä sopimuskumppanilta ei oikeuskirjallisuuden mukaan voida yleensä edellyttää sellaisen toimivallanjaon tuntemista, joka perustuu ainoastaan hallinnonsisäisiin päätöksiin. Tietämättömyys laista vahingoittaa -periaatetta ei siten voida soveltaa viranomaisen ja yksityisen osapuolen välillä viranomaisen eduksi. Varallisuus oikeuksia koskevia sopimuksia on oikeuskirjallisuudessa pidetty viranomaista vahvasti sitovina oikeustoimina. Siten johdannaissopimukset ovat yleensä viranomaista sitovia, vaikka muodollinen ja tiukka toimivaltajako ei sopimuksia oikeuttaisikaan.

Kun johdannaissopimuksilla pyritään suojautumaan epäedullisilta markkinakehityksiltä, voidaan sopimusten tekemistä usein perustella viranomaisen tehtävien tarkoituksenmukaisella hoidolla. Viranomaistoimivaltaa on taloudellisesti merkittävässä kysy-

myksissä määritelty erikseen lainsäädännöksillä. Valtion lainanotto ja takaustoiminta edellyttävät hallitusmuodon 64 §:n mukaan eduskunnan päätöstä. Valtioneuvostosta annetun lain (78/22) ja valtioneuvoston ohjesäännön (995/43) mukaan valtiovarainministeriön tehtäviin kuuluu käsitellä asiat, jotka koskevat valtiontalouden hoidon johtoa, talousarviota, valtion maksuvalmiutta sekä valtion lainanottoa, velkaa ja takausta. Ministeriön rahoitusyksikkö puolestaan valmistelee asiat, jotka koskevat valtion lainanottoa ja velanhoitoa.

Uusi kuntalaki sisältää perusteet kunnan taloushoidolle. Kunnan toiminnasta ja taloushoidosta vastaa kunnanvaltuusto, joka päättää talouden ja rahoituksen perusteista. Valtuusto voi siirtää toimivaltaansa kunnan muille toimielimille ja viranhaltijoille. Kunnan hallinnon järjestämiseksi valtuuston on hyväksyttävä tarpeelliset johto- ja hallintosäännöt. Kunnan taloudenhoitoa ohjataan vuosittaisessa talousarviossa, jossa on osoitettava, miten rahoitustarve katetaan.

Kunnan johtosäännössä saatetaan valtuuttaa kunnan talousjohtaja huolehtimaan kunnan velanotosta kunnanvaltuuston määrittämässä rajoissa. Valtuutetun viranhaltijan tekemät luottosopimukset velvoittavat kuntaa ilman muuta. Vastapuolen selontotovelvollisuus voi rajoittua korkeintaan valtuutuksen voimassaoloon. Toimivaltaisuus vertautuu siten yksityisoikeudelliseen toimivallan ja kelpoisuuden jakoon. Myös velan järkevään hoitoon liittyvien johdannaissopimusten tekeminen kuuluu kunnan tehtäväpiiriin, joten kunnan toimielin tai viranhaltija voidaan asianmukaisesti valtuuttaa tekemään johdannaissopimuksia.

Kunnan kannalta voi olla merkittävää, katsotaanko sopimusten kuuluvan kuntalain 2 §:n tarkoittamiin kunnan tehtäviin. Aikaisemmasta laista syntyneessä oikeuskäytännössä on piirretty rajaa toimialaan kuuluvan ja kuulumattoman elinkeinotoiminnan välille. Osakkuuden hankkiminen yksityisissä yhtiöissä (esim. KHO 1950 II 270, 1956 II 606 ja 1974 II 30) tai takauksen (esim. KHO 1967 II 19) ja luoton (KHO 1972 II 54) antaminen yksityisille elinkeinonharjoittajille kuuluu kunnan toimialaan, jos oikeustoimi liittyy kunnan tehtävien hoitamiseen. Kunnan tehtäviin on luettu muun muassa työllisyyden ylläpitäminen. Kuntalakia koskevassa hallituksen esityksessä (HE 182/1994 vp.) ehdotettiin yksityisen yhteisön tai säätiön puolesta annettavien takausten rajoittamista kunnan tehtäviä hoitaviin yhteisöihin. Lakiin tällaista nimenomaista rajoitusta ei kuitenkaan kirjattu.

Kuten jäljempänä käy ilmi, Suomen siviilioikeudessa suojataan yleensä sopimuksen pysyvyyttä ja osapuolen vilpittömyyttä. Vaikka sopimus katsottaisiinkin kunnan toimialaan kuulumattomaksi, sitoo sopimus velvoiteoikeudellisesti kuntaa. Näin kunta on velvollinen maksamaan sopimuksen tarkoittaman velkansa osapuolelle, joka on perustellusti vilpittömässä mielessä. Suomen oikeudessa kannalta *ultra vires* -periaate ei siten näytä aiheuttavan ongelmia.

Kuntalain 11 luvussa säädetään kunnan toimielinten ja viranomaisten päätöksiin soveltuvista oikeussuojakeinoista, joita on kuntalaissa kaksi: oikaisuvaatimus päätöksen tehneelle viranomaiselle ja kunnallisvalitus lääninoikeuteen. Valitusta ei periaatteessa saa tehdä, ellei ole ensin tehnyt oikaisuvaatimusta. Valtuuston päätöksissä valitus on kuitenkin ensisijainen oikeuskeino. Valitus voidaan tehdä laillisuusperusteilla, joihin kuuluvat toimivallan ylitys ja päätöksen lainvastaisuus. Oikaisuvaatimuksen ja valituksen voi tehdä asianosainen tai kuka tahansa kunnan jäsen. Valitusmenettely voisi periaatteessa vaarantaa sopimusten toteuttamiskelpoisuuden. Kuntalain 98 §:n mukaan valituksen kohteena oleva päätös voidaan kuitenkin panna täytäntöön ennen kuin se on saanut lainvoiman, jollei valitus tästä syystä tule hyödyttömäksi. Näin johdannaissopimuksen tapainen velvoiteoikeudellinen sopimus

voidaan täyttää, vaikka sopimuksen tekemisestä olisikin valitettu. Toimivallan ylitykset käsitellään kunnan sisäisesti kurinpito- ja vahingonkorvausasioina. Kunnan sopimusvastuuseen ylitys ei vaikuta, jos vastapuoli on ollut perustellusti vilpittömässä mielessä.

Kysymys sopimuksen sitomattomuudesta saa sitä enemmän painoarvoa, mitä etäisemmin sopimus liittyy viranomaistoimintaan ja mitä alempana hallintohierarkiassa on se taho, joka solmii sopimuksen viranomaisen puolesta. Samalla kasvaa myös epäily yksityisen sopimuskumppanin vilpittömästä mielestä. Jos viranomainen sitoutuu monimutkaisiin ja eksoottisiin vipujohdannaisiin vain keinottelutarkoituksessa, vähenevät myös sopimuskumppanin mahdollisuudet osoittaa, ettei hän tiennyt viranomaisen toimivallan puutteesta. Sama pätee tilanteeseen, jossa sopimuksen on tehnyt hallintohierarkiassa alhaisella tasolla oleva henkilö tai henkilö, jonka virka-asemaan ei lainkaan kuulu rahoitukseen liittyvien asioiden käsittely.

2.4.3 Konkurssin ja saneerauksen vaikutus sopimussuhteeseen

Netotuksesta. OTC-johdannaisten markkinoilla on tavallista, että samojen osapuolten välillä on samanaikaisesti voimassa useita johdannaissopimuksia. Vastapuoleen liittyvien riskien ja tarpeettoman rahaliikenteen vähentämiseksi sovitaan yleensä, että vastakkaiset rahasaamiset ja -velvoitteet vähennetään päivittäin toisistaan, ja vain niiden erotus suoritetaan osapuolten välillä. Kirjallisuudessa tätä menettelyä kutsutaan nettoutukseksi tai netotukseksi (engl. *netting*, ruots. *nettning*, *avräkning*).

Suomen Pankkiyhdistyksen korko- ja obligaatiotermiineitä koskevissa yleisissä sopimusehdoissa määrätään netotuksesta seuraavasti:

“Mikäli sopijapuolilla on samana maksupäivänä vastakkaisia [...]termiinisopimuksiin perustuvia maksuvelvoitteita, maksujen välillä suoritetaan netotus siten, että se sopijapuoli, joka on velkaa toiselle, maksaa vain nettovelan.”

Netotus on kansainvälisessä käytännössä yleinen ja hyväksytty keino vähentää riskejä ja edestakaisia suorituksia. Useissa viranomaisten sekä markkinaosapuolten yhteistyöelimien julkaisemissa raporteissa ja suosituksissa on kuitenkin varoitettu, ettei netotuksen sitovuutta ole varmistettu kaikissa oikeusjärjestelmissä. Tämä puolestaan saattaa johtaa nettolaskelmien purkautumiseen ja oikeudellisen riskin toteutumiseen.

Netotuksen sitovuus joutuu kyseenalaiseksi ennen kaikkea silloin, kun netotuksen osapuoli joutuu konkurssiin tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn, ja konkurssipesä vaatii netotukseen sisältyvien yksittäisten saatavien toteuttamista. Yleisen periaatteen mukaan osapuolet eivät voi etukätein sopimuksin heikentää konkurssipesän ja konkurssivelkojien oikeusasemaa. Pesä pyrkii luonnollisesti “poimimaan pullasta vain rusinat” eli vaatii vain itselleen edullisten sopimusten täyttämistä bruttomääräisinä (ns. *cherry picking*-ilmiö). Muut sopimukset käsitellään konkurssin yhteydessä, jossa velkojat menettävät järjestään vakuudettomat saatavansa ainakin osittain. Näin netotukseen luottavat osapuolet voivat joutua kärsimään merkittäviä tappioita.

Suomen oikeudessa velkojalla on laaja kuittausoikeus konkurssipesää vastaan. Konkurssisäännön 33 §:n mukaan velkoja ei ole velvollinen valvomaan saatavaansa, jota hän käyttää kuittaukseen. Pykälän kuittauskiellot eivät yleensä sovellu kahdenväliseen netotukseen. Kiellettyä on nimittäin kuitata saatavaa, joka on hankittu kolmannelta juuri ennen konkurssin alkamista tai joka on hankittu ainoastaan kuittaus tilanteen järjestämiseksi maksukyvyttömyyden velallista vastaan. Kuitattavien saatavien edellytetään olevan vastakkain ennen konkurssin alkua. Samoin edellytetään,

että kuitattava konkurssivelallisen pääsaatava kuittaajalta on maksettavaksi erääntynyt. Kuittaus estyy, jos konkurssiin joutuneen osapuolen saatava ei vielä ole erääntynyt tai eräännyttävissä. Tämä saattaa johtaa siihen, että konkurssipesälle avautuu mahdollisuus poimia sopimuksista vain edulliset. Konkurssisäännön 34 §:n mukaan velkojan vastasaatavan ei sen sijaan tarvitse olla erääntynyt. Laaja kuittausmahdollisuus lieventää siten netotuksen purkautumisen vaikutuksia Suomen oikeudessa.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että ennen konkurssin alkua toteutettu maksuselvitys (ja netotus) sitoo konkurssivelkojia. Konkurssipesää sitovat lähtökohdaisesti samat velvoitteet kuin konkurssivelallista. Sopimuspuolet voivat siten sopia sitovasti keskinäisten saataviensa erääntymisestä. Sen sijaan sopimusehdot, joiden mukaan netotus toteutetaan vain toisen osapuolen maksukyvyttömyystilanteissa (ns. *close out* -ehdot), voivat osoittautua sitomattomiksi. Ehdot voidaan nimittäin tulkita erääntymisvaatimuksen kiertämiseksi ja siten velkojen yhdenvertaisuutta loukkaaviksi. Esimerkiksi tästä syystä on Ruotsin rahoitusvälineiden ja valuuttojen kauppaa koskevassa laissa vastikään säädetty nimenomaisesti netotussopimusten sitovuudesta (SFS 1995:318).¹

Kirjallisuudessa on lisäksi varsin yksiselitteisesti todettu, että selvitys ja netotus, jossa kahden osapuolen väliset velvoitteet muunnetaan osapuolten ja erityisen selvitysyhteisön väliseksi velvoitteiksi vaatii tuekseen nimenomaista lainsäädäntöä. Muussa tapauksessa tällaista netotusta uhkaa purkautuminen konkurssissa saatavien siirtoa ja kuittauskieltoja koskevien säännösten takia.

Uuden riskitekijän netotussopimusten sitovuuden kannalta muodostaa yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/93) mukaisen saneerausmenettelyn aloittaminen. Aloittamista seuraa lain 19 §:n mukainen perintäkielto, jonka aikana velalliselta ei muun muassa saa periä saatavia kuittaamalla (1 momentin 3 kohta). Kiellon vastainen toimi on lain nojalla tehoton. Perintäkielto jatkuu saneerausohjelman vahvistamiseen tai menettelyn lakkaamiseen saakka. Kuittauskiellon on oikeudellisissa kannanotoissa katsottu estävän netotuksen saneerausmenettelyn aikana. Kielto ei tosin vaikuta ennen menettelyn alkamista toteutettuun netotukseen.

Netotuksen purkautuminen uhkaa sellaisia saatavia, jotka perustuvat ennen yrityssaneerausta tehtyihin kauppoihin tai muihin oikeusperusteisiin, mutta jotka tulevat netotuksen piiriin vasta saneerauksen alettua. Kun saneerauksessa pyritään tervehdyttämään velallisen taloudellinen asema, joutuvat myös netotusvelat yrityssaneerailain 44 §:n mukaisten velkajärjestelykeinojen, kuten maksuaikataulun muuttamisen, koronalennuksen ja pääoman leikkauksen kohteiksi. Näin saneerausvelallisen sopimuskumppani voi joutua kärsimään vahinkoja netotussopimuksesta huolimatta. Saneeraus vaikeuttaa myös sopimuksen irtisanomista tai purkamista. Pääsäännön mukaan velallinen voi torjua tällaiset velkojan toimenpiteet, vaikka ne perustuisivatkin nimenomaiseen sopimusehtoon. Saneerausmenettelyn aloittamista ei nimittäin pidetä ennakoituna sopimusrikkomuksena samalla tavalla kuin konkurssia.

¹Lag om handel med finansiella instrument (1991:980) 5 kap. 1 §: "Har två parter, vid handel med finansiella instrument, med andra liknande rättigheter eller åtaganden eller med valuta, träffat ett avtal om att de förpliktelser som uppkommer vid handeln dem emellan skall avräknas mot varandra, och innehåller avtalet ett villkor som innebär att en slutavräkning skall ske av samtliga utestående förpliktelser för det fall en av parterna försätts i konkurs, gäller villkoret mot konkursboet och mot borgenärerna i konkursen.

Innehåller ett avtal enligt första stycket ett villkor som innebär att en slutavräkning skall ske av samtliga utestående förpliktelser för det fall förhandling om offentligt ackord beslutas för en av parterna, gäller villkoret mot de borgenärer vars fordringar skulle omfattas av det offentliga ackordet."

Yrityssaneerauslakia ei sovelleta luottolaitoksiin, joiden uudelleenjärjestelystä on säädetty erikseen pankkilaeissa. Kun pankki joutuu vaikeuksiin, voi valtiovarainministeriö keskeyttää pankin toiminnan enintään neljäksi kuukaudeksi (liikepankkilain (1269/90) 28 §:n 2 momentti). Keskeytyksen aikana pankilta ei saa periä velkoja eikä hakea pankin omaisuutta koskevaa pakkotäytäntöönpanoa. Keskeytys ei sen sijaan aiheuta kuittauskieltoa niin kuin yrityssaneeraus. OTC-johdannaissopimusten välittäjäpankkien velkojen asema on siten voimassa olevan lain mukaan hieman turvatumpi kuin yrityssaneerauksen kohteena olevan yhtiön velkojan asema.

Maksukyvyyttömyyslainsäädäntö ei tällä hetkellä näytä takaavan markkinoiden toiminnan kannalta riittävän yksiselitteistä ja riidatonta suojaa kahdenkeskisille netotusmenettelyille etenkin yrityksen saneerauksessa. Suomen oikeudessa kokonaan erillisen ongelmaryhmän muodostavat järjestelmät, joissa erillinen selvitysyhteisö huolehtii osapuolten lukuun selvityksestä ja netottaa monenkeskisesti järjestelmän osapuolten saamia toisiltaan. Tällaisen järjestelmän luotettavuus voidaan taata ainoastaan optiokauppalain 3 luvun 4 §:n 1 momentin ja 5 luvun 1 §:n 1 momentin tapaisilla nimenomaisilla säännöksillä¹.

Netotukseen on kiinnitetty huomiota myös EU:ssa. EU:n ministerineuvosto hyväksyi vastikään neuvoston ja komission yhteisen kannan ehdotuksesta *Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivin 89/647/ETY muuttamiseksi siltä osin kuin se koskee sopimukseen perustuvan nettoutuksen viranomaishyväksyntää* (8355/2/95 Rev 2). Ehdotetulla direktiivillä täydennettäisiin luottolaitosten vakavaraisuussuhteesta annetun direktiivin liitettä II, joka koskee korko- ja valuuttakurssisidonnaisten taseen ulkopuolisten erien käsittelyä vakavaraisuuslaskennassa. Liitteen soveltamisalan ulkopuolelle on jätetty sellaiset korko- ja valuuttakurssisopimukset, joilla käydään kauppaa virallisella pörssilistalla, koska niissä osapuolille on asetettu päivittäiset katevaatimukset.

Ehdotus sisältää kaksi keskeistä muutosta. Ensinnäkin laajennettaisiin valvovan viranomaisen mahdollisuuksia hyväksyä erilaisia netotusjärjestelmiä vakavaraisuusvaatimuksia vähentäviksi. Toiseksi asetettaisiin oikeudellisia ennakoedellytyksiä netotusjärjestelmien tunnustamiselle sekä vahvistettaisiin jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten yhteistyötä. Ehdotuksen mukaan valvontaviranomaiset voisivat ottaa luottolaitosten, sijoituspalveluyritysten ja näiden vastapuolten välisen kahdenkeskisen netotusmenettelyn huomioon siten, että netotuksen riskejä vähentävä vaikutus vähentäisi myös netotukseen osallistuvilla luottolaitoksilla ja sijoituspalveluyrityksillä asetettavia pääomavaatimuksia. Jotta pääomavaatimusta voitaisiin alentaa, olisi luottolaitoksen kuitenkin näytettävä, että netotusjärjestely on oikeudellisesti pätevä ja sitova kaikissa netotusjärjestelmän kannalta olennaisissa kansallisissa oikeusjärjestelmissä. Sitovuus näytettäisiin lainopillisilla asiantuntijalausunnoilla. Ehdotusta perustellaan ennen kaikkea suurten, kansainvälisesti toimivien eurooppalaispankkien kilpailukyvyyn turvaamisella. Näiden pankkien kilpailijat EU:n ulkopuolella, erityisesti Yhdysvalloissa, saanevat lähitulevaisuudessa oikeuden käyttää netotusta hyväkseen vakavaraisuuslaskennassa.

¹Lainkohdat kuuluvat seuraavasti: "Optiokaupan osapuolelle ja häntä edustavalle välittäjälle ei optiokaupasta seuraa suhteessa kaupan toiseen osapuoleen tai tämän välittäjään muuta velvoitetta kuin velvollisuus antaa kauppa selvitettyäksi optioyhteisön säännöissä määrättyllä tavalla. Kun optiokauppa on selvitetty ja siihen perustuva optio tai termiini on kirjattu asianomaiselle johdannaistilille, vastaa optioyhteisö tilinhaltijalle tämän option tai termiiniin perustuvista oikeuksista." (3:4.1)

"Johdannaistilille kirjattua optiota ja termiiniä ei voida luovuttaa. Omistusoikeus johdannaistilille kirjattuihin optioihin ja termiineihin voidaan kuitenkin ulosmitata." (5:1.1)

Edellä mainittujen epäselvyyksien vuoksi saattaa direktiiviehdotuksen tarkoittamien lausuntojen hankkiminen osoittautua Suomessa hankalaksi. Ilmeisesti tästä syystä pankkisektori on jo ehittänyt tehdä aloitteen maksukyvyttömyyslainsäädännön muuttamisesta Ruotsin tapaan netotuksen sitovuutta tukevaksi.

EU:n komissio tuonee lisäksi piakkoin jäsenmaiden arvioitavaksi direktiiviehdotuksen, joka vahvistaisi jäsenmaiden keskinäisissä ja maan sisäisissä maksujärjestelmissä harjoitettavan netotuksen sitovuutta. Ehdotusta on käsitelty komission asiantuntijatyöryhmässä, jossa on luonnosteltu maksujärjestelmien selvityksen lopullisuutta koskevia periaatteita (*Principles governing certain legal aspects of settlement finality in payment systems*).

Konkurssi ja luontoissuoritus. Johdannaissopimuksen osapuolen konkurssi merkitsee toisen osapuolen kannalta luottoriskin toteutumista. Konkursista johtuvat tappiot jäävät kuitenkin pieniksi, jos maksukykyänsä säilyttänyt osapuoli voi saada johdannaissopimuksen kohde-etuutena olevat arvopaperit tai muun varallisuuden haltuunsa. Tämä mahdollisuus koskee sellaisia johdannaisia, jotka toteutetaan kohde-etuuden fyysisellä luovutuksella. Jos sopimuksen ehtojen mukaan maksetaan vain markkinahinnan ja sopimuksen mukaisen hinnan välisen erotuksen perusteella laskettava korvaus, joutuu johdannaissopimuksen osapuoli velkomaan korvausta konkurssipesältä. Tämä saatava on etuoikeudeton, jollei osapuoli ole saanut sen turvaksi vakuutta.

Kohde-etuuden toimituksen sisältävät optio- tai termiinisopimukset saattavat tarjota sopimuksen (eli kohde-etuuden osto-oikeuden) ostaneelle osapuolelle mahdollisuuden saada sopimuksen mukainen suoritus toimitusvelvollisen osapuolen konkurssista huolimatta. Konkurssisäännön 54 §:n mukaan velallisen pesästä on luovutettava sellainen muun henkilön omaisuus, joka voidaan erottaa velallisen omaisuudesta. Jos tällainen omaisuus ei kuitenkaan enää ole tallella pesässä tai jollei omaisuutta voida erottaa velallisen omaisuudesta, joutuu omaisuuden omistaja valvomaan saatavansa etuoikeudettomana.

Johdannaissopimuksen osapuolen kannalta on siten ratkaisevaa, katsotaanko hänellä olevan oikeus johdannaissopimuksen kohde-etuutena olevaan omaisuuteen ja voidaanko tämä omaisuus erottaa konkurssivelallisen pesästä, jos omaisuus on jäänyt velallisen haltuun. Merkittävimmät edellä mainittuja pykälä koskevat ratkaisut koskevat tilanteita, joissa myyjät ovat toimittaneet rakennusurakoitsijan haltuun rakennustarvikkeita omistuspäätösehdoin (esim. KKO 1971 II 65). Viimeaikaisesta käytännöstä on huomattava KKO 1991:9, jossa korkein oikeus katsoi, ettei ostajalla ollut konkurssipesää parempaa oikeutta konkurssiin asetetun myyjän varastoon jääneisiin rakennuselementteihin. Ostaja ei pystynyt näyttämään yksilöimistä muuten kuin sillä konkurssipesän myöntämällä seikalla, että ostajan edustaja oli tarkastanut elementtejä myyjän varastossa. Tapausselostuksesta ei käy ilmi, oliko elementtejä eroteltu fyysisesti tai merkitty erikseen toimitusta varten tai olivatko elementit enemmän laji- kuin erityisesineen tyyppisiä tuotteita. Korkeimman oikeuden mukaan tapauksessa ei täytynyt omistajan oikeutta suojaava pääsääntö, jonka mukaan ostajalla on parempi oikeus kuin konkurssivelkojilla kaupan kohteena olevaan omaisuuteen, jos omaisuus on konkurssin alkamishetkellä sovitulla tavalla muutoin kaupan täyttämiseen kuuluvalla tavalla erotettu ostajaa varten. Tämän tapauksen lisäksi on nostettava esille KKO 1993:132, jossa todettiin, että pankkitilille suoritettavat varat voivat olla riittävästi yksilöitävissä. Tapauksessa yritys oli maksanut velkansa erehdyksessä toisen, sittemmin konkurssiin menneen yrityksen velkasaldoa osoittavalle sekkitalille. Kun tilille ei tullut muita varoja, katsoi korkein oikeus, että maksetut varat

voitiin yksilöidä riittävästi velallisen muista varoista. Maksajayritys ei tosin saanut rahojaan takaisin, koska pankki oli ehtinyt kuitata varat velallisen tililtä.

Luovutuksen sisältävää termiinisopimusta on edellä pidetty kauppasopimuksena, jonka toimitus on siirretty tulevaisuuteen. Tällainen sopimus perustaa ostajalle oikeuden vaatia luontoissuoritusta. Sama voidaan todeta optiosopimuksesta. Jos konkurssivelallinen on ennen konkurssia myynyt osto-option, on hän samalla sitoutunut luovuttamaan sopimuksen tarkoittaman varallisuuden option ostajalle. Asiaan ei vaikuta se, että ostajan kannalta sopimuksen toteutus riippuu hänen tahdostaan. Optio ei siten ole esisopimus vaan sellaisenaan luontoissuoritukseen oikeuttava tai velvoittava oikeustoimi. Kaiken kaikkiaan maksukykyensä säilyttäneen johdannaissopimuksen osapuolen oikeus näyttää riippuvan kohde-etuusvarallisuuden erottelusta.

Pörssikaupankäynnissä toimituksen sisältävien vakioitujen johdannaissopimusten vakuudeksi pyydetään yleensä toimitettava määrä arvopapereita. Näin optioyhteisö voi taata option tai termiinin ostajalle luontoissuorituksen. Vakuuksia voidaan käyttää myös vakioehtoisten johdannaissopimusten kaupassa, mutta käytännössä tämä on harvinaista.

Kohde-etuusvarallisuuden erottaminen velallisen omaisuudesta (julkivarmistus) voi tapahtua usealla tavalla, jotka määräytyvät osittain kohde-etuuden laadun mukaan. Fyysisinä asiakirjoina liikkeessä olevat arvopaperit voidaan esimerkiksi luovuttaa kolmannen haltuun tai erotella muuten fyysisesti velallisen varallisuudesta. Kohde-etuuksina olevat arvo-osuudet voidaan erottaa omalle tililleen, johon voidaan tehdä johdannaissopimuksen toisen osapuolen oikeutta koskeva merkintä. Erottamiseen soveltuvat käytännössä vakiintuneet esineoikeudelliset säännöt staattisesta ja dynaamisesta sivullissuojasta.

2.4.4 Oikeustoimilaki

Oikeustoimilaki on velvoiteoikeudellisiin sopimuksiin sovellettava yleislaki, jota vastaavat lait on aikanaan säädetty myös Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa. Oikeustoimilaki sääntelee sopimuksen syntymistä, valtuutusta ja oikeustoimen pätemättömyyttä, mutta sääntely ei ole tyhjentävää tai kattavaa. Oikeustoimilaki sisältää sekä pakottavia säännöksiä että valinnanvaraisia ja tulkintaa ohjaavia normeja. Osapuolet voivat sivuuttaa viimeksimainitut normit sopimalla toisin. Lisäksi vakiintunut kauppa- tai muu tapa saattaa syrjäyttää valinnanvaraiset säännökset. Oikeustoimilain pakottavien säännösten rikkomisen seuraamukset ovat yksityisoikeudellisia. Lainvastainen sopimus voidaan tuomioistuimessa todeta pätemättömäksi tai sen sisältöä voidaan muuttaa kohtuullistamalla. Pakottava normisto sitoo sopimuksen osapuolia siitä riippumatta, ovatko ne julkisyhteisöjä tai yksityisiä yrityksiä.

Oikeustoimilain 1 luvun säännöksillä sopimuksen synnystä, tarjouksesta ja vastauksesta ei ole paljoakaan käyttöä vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoilla. Suomen Pankkiyhdistyksen mallisopimuksissa ja alan käytännössä on omaksuttu oikeustoimilaista poikkeava sopimuskäytäntö. OTC-johdannaissopimukset syntyvät puhelimesta annettujen sitovien tarjousten ja vastausten perusteella. Tarjoukset eivät ole voimassa enää puhenlinyhteyden katkettua. Pankkiyhdistyksen puitesopimusten mukaan osapuolet lähettävät puhelinkeskustelun jälkeen toisilleen vahvistuksen, joka auttaa sopimuksen sisällön todistelussa.

Suomen Pankin laatimien tukkumarkkinoiden pelisääntöjen mukaan yhden puhelun aikana markkinaosapuoli on toisen osapuolen pyynnöstä velvollinen antamaan kaksi kaksipuolista hintatarjousta (siis osto- ja myyntihinnasta) peruskauppaerälle. Lisäksi

valtion lainojen ja obligaatiotermiineiden markkinoilla vaaditaan, että markkinatakaajat antavat asiakkaille pyydettyä viipymättä peruskauppaerää koskevan tarjouksen. Obligaatioterministä tämä tarjous annetaan vain, jos asiakkaalle on myönnetty kaupankäyntilimiitti tai jos asiakas kykenee antamaan kaupan toteuttamiseksi vakuuden. Kaupan syntyessä osapuolet ovat velvollisia merkitsemään muistiin kaupan tekoajan sekä vastapuolen edustajan nimen. Tukkumarkkinasääntöjen mukaan kaupat tarkistetaan puhelimitse vielä saman kaupankäyntipäivän aikana, ja kaupoista lähetetään kirjalliset vahvistukset. Johdannaissopimus syntyy kuitenkin pätevästi jo puhelinkeskustelussa. Kauppoihin liittyvät epäselvyydet pyritään ratkaisemaan välittömästi vahinkojen välttämiseksi. Näyttötaakka on pelisäännöissä asetettu sille osapuolelle, joka väittää kaupan syntyneen.

Todistelun helpottamiseksi pankkien kaupankäyntihuoneiden puhelinkeskustelut nauhoitetaan. Kauppavahvistusten, muistiinpanojen ja nauhoitusten tarpeellisuutta korostaa korkeimman oikeuden ratkaisu 1991:172, jossa pankin toimihenkilön todistajanlausuntoa ei pidetty riittävänä näyttönä väitetystä arvopaperien myyntitoimeksiannosta. Jutun ratkaisu riippui todistajan kertomuksen todistusarvosta, kun toimihenkilö ei ollut tehnyt muistiinpanoja tai muutoin varmistanut toimeksiantoa ja kun toimeksiannon väitetty tekijä ei voinut esittää vastanäyttöä. Korkein oikeus korosti sitä, että väärinkäsitysten mahdollisuus on puhelinkeskustelussa ilmeinen. Todistajan kertomus ei riittänyt, vaikka se oli sinänsä johdonmukainen ja seikkaperäinen.

Oikeustoimilain 2 luvun säännökset valtuutuksesta sekä valtuutetun kelpoisuudesta ja toimivallasta soveltuvat yleissääntöinä vakioehtoisten johdannaissopimusten kauppaan. Valtuutuksessa on erotettava kaksi oikeussuhdetta. Valtuutetun ja valtuuttajan välisessä oikeussuhteessa määritellään valtuutetun oikeus toimia valtuuttajan puolesta ja sitoa valtuuttajaa oikeustoimiin (valtuutetun sisäinen toimivalta). Tämä oikeussuhde on tavalla tai toisella tiedotettava kolmansille osapuolille, jotta valtuutetun kanssa tekemisiin joutuvat henkilöt tietäisivät, kenen nimissä ja lukuun valtuutettu toimii. Valtuuttajan ja valtuutetun välisestä oikeussuhteesta ulospäin ilmenevä kelpoisuus osoittaa valtuutetun kanssa toimivalle henkilölle, minkälaisia oikeustoimia valtuutettu voi valtuuttajaa sitovasti tehdä. Toimivalta ja kelpoisuus eivät välttämättä peitä toisiaan kokonaan, ja riitaisuuksia syntyykin erityisesti silloin, kun valtuutettu on toiminut kelpoisuutensa puitteissa, mutta toimivaltansa ylittäen.

Kaupankäynnin kannalta merkityksellinen oikeustoimilain säännös on 10 §, jonka mukaan valtuuttaja tulee sidotuksi valtuutetun tekemän sopimuksen perusteella, jos sopimus on tehty valtuuttajan nimissä ja valtuutus-suhteesta ulospäin ilmenevän kelpoisuuden rajoissa. Lisäksi pykälässä säädetään asemavaltuutuksesta, joka OTC-johdannaissopimusten markkinoilla liittyy kauppaa käyvien henkilöiden toimeen markkinoille osallistuvassa pankissa tai arvopaperinvälitysliikkeessä. Muut valtuutustavat ovat pankkien ja arvopaperinvälitysliikkeiden välisessä markkinakäytännössä vieraita. Pankin nimenkirjoitusoikeus käy ilmi kaupparekisteristä. Sen sijaan asiakasyritysten puolesta toimeksiantoja tekevien henkilöiden valtuudet selvitetään yleensä nimenomaisissa tiedonannoissa toimeksiantoja vastaanottaville pankeille. Valtuutus ilmenee pankin ylläpitämältä asiakastililtä. Arvopaperimarkkinalain ja optiokauppalain tarkoittamilla säännellyillä markkinoilla asemavaltuus on laissa erikseen määritellyllä henkilöryhmällä eli meklareilla (AML 1:4.4, optiokauppalain 1:4.3). Meklarit saavat oikeuden arvopaperi- tai optiopörssiltä, joka edellyttää meklariksi pyrkivältä henkilöltä erityisen tutkinnon suorittamista.

Toinen huomionarvoinen säännös on oikeustoimilain 11 §:n 1 momentti, jonka mukaan valtuutetun vastoin valtuuttajan ohjeita tekemä oikeustoimi sitoo valtuuttajaa, jollei oikeustoimen toinen osapuoli tiennyt eikä hänen pitänytään tietää toimivallan ylityksestä. Johdannaismarkkinoille osallistuvan yhteisön ja sen puolesta kauppaa käyvän henkilöstön välillä on säännöksen tarkoittama valtuutussuhde. Perusteltu vilpityn mieli suojaa OTC-johdannaissopimuksen osapuolta toisen osapuolen pätemättömyysväitteiltä. Riitojen vaara syntyy jännitteestä, joka sisältyy yhtäältä kiivaaseen kaupankäyntitapaan ja eri yhteisöissä kaupankäyntiin osallistuville henkilöille maksettaviin henkilökohtaisiin palkkioihin sekä toisaalta eri yhteisöissä asetettujen riskinotto-rajotusten noudattamiseen. Kaupankäynnin kohteena olevaan sopimukseen, kaupan vastapuoleen tai kaupan tekevään toimihenkilöön liittyvät riskirajotukset rikkoen tehty kauppa ei sido toimihenkilön työnantajaa, jos vastapuoli tietää, että toimihenkilö ylittää limiitin. Jos osapuoli ei sitä vastoin tiedä ylityksestä, sitoo sopimus periaatteessa työnantajaa. Markkinakäytännössä limiittien asettaminen on kuitenkin niin yleistä, että osapuolen on vaikea väittää olevansa vilpittömässä mielessä toimivallan ylityksestä, jos liiketoimen koko on poikkeuksellisen suuri tai liiketoimi on poikkeaa muutoin huomattavasti osapuolten välisestä käytännöstä. Vaikka Suomen kaltaisessa pienessä maassa syntyy harvoin epäselvyyksiä kaupankäyntiin osallistuvien henkilöiden asemasta ja toimivaltuuksista, ei ristiriitatilanteiden mahdollisuutta voida kokonaan poissulkea. Erityisesti monimutkaisten ja eksoottisten johdannaissopimusten tekeminen tai valtuuttajayhteisön kokoon nähden suuren riskiaseman ottaminen saattaa johtaa siihen, ettei vastapuoli voi olla perustellusti vilpittömässä mielessä, ellei valtuuksia ole tarkistettu. Vastaava tilanne ratkaistiin korkeimman oikeuden päätöksessä 1965 II 63 siten, että luottoon sovellettiin velanantajan yleisiä lainaehjoja, kun velanantajan toimitilin oli poikennut lainaehdoista ja näin ylittänyt toimivaltansa. Luotonsaajan edustajien olisi korkeimman oikeuden mielestä pitänyt ymmärtää, että toimitilin ylittää valtuutensa.

Markkinaosapuolen palveluksessa oleva toimihenkilö voi oikeustoimilain 25 §:n nojalla joutua korvaamaan vastapuolen vahinkoja sopimuksista, joita hän on tehnyt kelpoisuutensa ylittäen. Toimihenkilön työnantajan korvausvastuuta eli isännänvastuuta kolmatta osapuolta kohtaan säännellään vahingonkorvauslain (412/74) 3 luvussa. Toimihenkilön korvausvastuuta omaa työnantajaansa ja sopimuskumppania kohtaan koskevat saman lain 4 luvun säännökset. Jos toimihenkilö on ryhtynyt sellaiseen pankille vahinkoa aiheuttavaan toimenpiteeseen, johon hänellä ei olisi ollut oikeutta, voidaan häntä lisäksi syyttää rikoslain 36 luvun 5 §:n mukaisesta luottamusaseman väärinkäytöstä.

Valtuutusta koskevat säännökset liittyvät lähinnä näyttötaakan jakoon, eivätkä ne sinänsä ole pakottavia tai valinnanvaraisia. Niihin sisältyvien oikeusohjeiden avulla voidaan ratkaista valtuutussuhteesta johtuvia kiistoja vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoilla, joilla ei toistaiseksi ole erikseen säädetty edustuksesta.

Oikeustoimilain 3 lukuun sisältyy pakottavia, oikeudenmukaisuuden ja kohtuuden käsitykseen perustuvia säännöksiä oikeustointen pätemättömyydestä ja sovittelusta. Säännösten taustalla vaikuttaa sopimuslojaliteetin periaate, jonka mukaan sopimuksen osapuolen on tietyillä tavoilla ja tietyssä määrin otettava omassa toiminnassaan huomioon myös sopimuskumppanin etu. Sopimus on osapuolten yhteinen yritys, jossa osapuolet ovat yhteistyökumppaneita. Sopimuslojaliteettia puolestaan voidaan verrata Saksan siviilioikeudessa keskeiseen *Treu und Glauben* -periaatteeseen (BGB 242 §). Sen mukaan oikeussuhteen osapuolten on meneteltävä toisiaan kohtaan niin kuin kunniallisen ja rehellisen henkilön yleisesti edellytetään käyttäytyvän.

Vaikka oikeustoimilain 3 luvun säännösten perinteinen käyttöala on tavarakaupan ja luottosuhteiden vähittäismarkkinoilla, sovelletaan niitä myös OTC-johdannaissopimusten markkinoilla, jotka toimivat tukkumarkkinoiden periaatteiden mukaan. Oikeustoimilain 3 luvussa säädetään nimittäin yleisesti saman tyyppisistä kysymyksistä kuin arvopaperimarkkinalain hyvää tapaa ja kaupankäynnin tasapuolisuutta koskevista normeista.

Oikeustoimi voidaan todeta pätemättömäksi, jos se ei ole syntynyt todellisesta tahdosta. Oikeuskirjallisuudessa puhutaan tahtovirheistä, jotka jaotellaan tahdonmuodostukseen, tahdon ilmaisemiseen tai tahdonilmaisun välitykseen liittyviksi virheiksi. Kahdessa viimeksi mainitussa virhemuodossa tahdonilmaisun, kuten tarjouksen, antaja ei tiedä, että ilmaisu ei vastaa hänen tahtoaan esimerkiksi kirjoitusvirheen takia (oikeustoimilain 32 §). Erehdys liittyy yleensä tiedonvälityksen tekniikkaan. Nämä virheet eivät ole OTC-johdannaismarkkinoiden kannalta yhtä mielenkiintoisia kuin tahdonmuodostukseen liittyvät virheet ja niiden käsittely oikeustoimilaissa.

OTC-johdannaisten yleismaailmallinen suosion kasvu on lisännyt huolta myös sijoittajan suojasta, jota ei ole perinteisesti korostettu tukkumarkkinoilla. Etenkin Yhdysvalloissa suurten välittäjäpankkien palveluksessa olevat huippuasiantuntijat kehittelevät asiakkaiden tarpeisiin uusia monimutkaisia johdannaistuotteita, joita vain asiantuntijat itse pystyvät hinnoittelemaan. Kun erityisehtoisille johdannaissopimuksille ei ole jälkimarkkinoita, kasvaa jopa suurten tukkumarkkina-asiakkaiden riippuvuus välittäjäpankeista. Tämä puolestaan altistaa asiakkaat oikeudellisille ja operationaalisille riskeille. Välittäjäpankkien palkkiorakenne kannustaa tarjoamaan asiakkaille aina vain monimutkaisempia johdannaisia, joihin saatetaan liittää voimakkaita vipurakenteita. Suurilla markkinoilla, kuten New Yorkissa ja Lontoossa, onkin voimassa yksityiskohtaisia tukkumarkkinoiden menettelytapasääntöjä¹.

Johdannaissopimuksia voidaan muunnella lähes loputtomasti. Sopimuksiin liittyvien palvelujen tarjoaja tietää yleensä huomattavasti enemmän sopimuksista kuin palvelujen ostaja. Tämä epätasaisen tiedon ongelma voi syntyä myös tukkumarkkinaosapuolten välillä. Asiakkaan puutteellinen tieto ja harhaiset mielikuvat antavat mahdollisuuden petolliseen hyväksikäyttöön. Myös tukkumarkkinoilla on kuitenkin kiellettyä hankkia ansaitsemattomia etuja sopimuskumppania harhaanjohtamalla.

Oikeustoimilain 30 §:n mukaan oikeustoimi, johon toinen osapuoli on vietetty petollisesti, ei sido vietettyä. Petollisena viettelynä pidetään lainkohdassa väärin tietojen esittämistä tai muunlaista todellisen asiointilan vääristelyä sekä sopimuksen tekemisen kannalta olennaisten seikkojen salaamista toiselta osapuolelta. Sopimus voidaan tällaisessa tilanteessa julistaa pätemättömäksi siitä syystä, että oikeustoimen toisen osapuolen informaatio sopimuksen merkityksellisistä osasista on virheellistä. Pätemättömyydellä on myös taloudellinen perustelu: virheelliseen tietoon nojaava sopimus ei tuota kokonaistalouden kannalta tehokkainta lopputulosta, koska osapuolen sitoutuminen ei perustu taloudelliseen rationaalisuuteen. Rikoslain 36 luvun tarkoittamista petosrikoksista petollinen viettely eroaa siinä, ettei petollisessa viettelyssä edellytetä näyttöä viettelijän tarkoituksesta hankkia laitonta aineellista etua tai aiheuttaa viettelylle osapuolelle vahinkoa. Johdannaismarkkinoilla petollisen viettelyn tilanteet voivat liittyä esimerkiksi monimutkaisten ja eksoottisten vipujohdan-

¹Bank of England: The London Code of Conduct For principals and broking firms in the wholesale markets, July 1995

Federal Bank of New York: Wholesale Transaction Code of Conduct, January 1995

naisten kauppaan, joissa sopimuksen myynyt pankki ei ole selvittänyt asiakkaalleen riittävästi johdannaissopimuksen sisältöä.

Kiskomisesta säädetään oikeustoimilain 31 §:ssä. Jos sopimuksen osapuoli käyttää hyväkseen toisen osapuolen pulaa, ymmärtämättömyyttä, kevytmielisyyttä tai riippuvaista asemaa siten, että osapuolten suoritusten arvot poikkeavat huomattavasti toisistaan, pidetään menettelyä kiskomisena. Myös toisen osapuolen tietoisuus kolmannen henkilön harjoittamasta kiskonnasta aiheuttaa sopimuksen pätemättömyyden. Kiskonta on lisäksi kriminalisoitu rikoslain 36 luvun 6 ja 7 §:ssä. Pulaa, ymmärtämättömyyttä, kevytmielisyyttä ja riippuvaista asemaa on oikeuskäytännössä arvioitu lähinnä yksityishenkilöiden välisissä henkilösuhteissa. Tilannemääritelmiä voidaan kuitenkin periaatteessa soveltaa myös elinkeinonharjoittajien välisiin suhteisiin, joskin OTC-johdannaissopimusten tukkumarkkinoilla kynnys soveltaa kiskomissäännöstä lienee korkea. Pelkästään se, että sijoitus on osoittautunut tappiolliseksi, ei voi aiheuttaa suoritusten epäsuhtaa.

Oikeustoimilain 33 § sisältää joustavan yleislausekkeen osapuolille asetetusta luottamuksen ja kunniallisuuden vaatimuksesta. Jos oikeustoimi on tehty sellaisissa olosuhteissa, että niistä tietoisena olisi kunnianvastaista ja arvotonta vedota oikeustoimeen ja jos oikeustoimen osapuoli on tietoinen näistä olosuhteista, voidaan oikeustoimi julistaa pätemättömäksi. Säännöksellä on tarkoitettu kahta tilanneryhmää. Ensimmäinen, markkinoiden kannalta vähemmän tärkeä ryhmä koostuu tilanteista, joissa oikeustoimen osapuoli ei ole kyennyt arvioimaan oikeustoimen sisältöä ja seurauksia psyykkisten tekijöiden, kuten juopumuksen, mielisairauden tai vanhuudenheikkouden takia.

Toinen ryhmä muodostuu tapauksista, joissa oikeustoimen osapuoli käyttää asiattomasti hyväkseen sopimuskumppaninsa tietämättömyyttä todellisista olosuhteista. Ennen arvopaperimarkkinalain voimaantuloa annetussa korkeimman oikeuden ratkaisussa osakekauppa tuomittiin pätemättömäksi, kun myyjä ei ollut tiennyt, että yhtiön osake-enemmistön myymisestä oli käyty neuvotteluja. Osakkeen hinta oli näissä neuvotteluissa noussut yli kuusi kertaa korkeammaksi kuin millä myyjä oli suostunut osakkeet myymään. Ostaja oli sitä vastoin tietoinen neuvotteluista. Lisäksi ostajan oli korkeimman oikeuden ratkaisun mukaan täytynyt ymmärtää, että myyjän tietämättömyys vaikutti myyntipäätökseen (KKO 1985 II 58).

Myös vaikeneminen saattaa johtaa sopimuksen pätemättömyyteen, jos osapuoli huomaa toisen erehtyneen sopimuksen kannalta olennaisessa seikassa eikä korjaa virhettä. Kunnianvastaisen ja arvottoman menettelyn kieltoon voidaan vedota silloinkin, kun kiskomissääntöä ei voida soveltaa sen takia, että suoritukset eivät ole epäsuhteessa keskenään. Säännöksellä voi olla erityinen soveltamisala monimutkaisten OTC-johdannaissopimusten markkinoilla, joilla on tyypillistä, että sopimuksen tarjoava pankki tietää sopimuksen hinnoittelusta ja sisällöstä huomattavasti enemmän kuin sopimuksen ostava asiakas.

Kunnianvastaisen ja arvottoman menettelyn kieltä on sukua muun muassa niille kansainvälisesti laadittujen menettelytapasääntöjen asiakkaansuojanormeille, jotka koskevat sopimusten soveltuvuusarviointia (*suitability rules*). Näissä normeissa asetetaan sopimuksen tekeväälle ammattimaiselle markkinaosapuolelle velvollisuus arvioida sopimuksen soveltuvuutta vastapuolen käyttöön. Markkinaosapuoli saa tehdä sopimuksen vain, jos arvioi sopimuksen soveltuvan toisen osapuolen tavoitteisiin, toimintatapoihin ja olosuhteisiin. Esimerkiksi Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoita valvova SEC on edellyttänyt *broker-dealer* osapuolilta lupausa reilusta kaupankäynnistä. Kaksi SEC:n alaista itsesääntelyorganisaatiota (*self-regulatory organizations*) on

sisällyttänyt sääntöihinsä nimenomaiset soveltuvuusnormit. Myös pankkeja valvova Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve Board, Fed, on vuonna 1993 asettanut OTC-johdannaissopimuksiin sitoutuville pankeille velvollisuuden huolehtia vastapuolen tiedonsaannista. Niin ikään Englannin arvopaperimarkkinoilla noudatettaviin sääntöihin kuuluu *suitability*-normeja, jotka mm. velvoittavat ilmoittamaan johdannaissopimusten erityisriskeistä asiakkaalle. *The London Code of Conduct* -tukkumarkkinasäännösten mukaan keskeisten markkinaosapuolten on tunnettava asiakkaansa. Hyvien tapojen mukaisesti markkinaosapuolten on varoitettava vastapuoliaan (asiakkaitaan) tietämistään oikeudellisista tai veroepäselvyyksistä, jotka liittyvät kaupattaviin tuotteisiin. OTC-johdannaissopimuksia tarjoavien pankkien ja muiden arvopaperinvälittäjien on tarkoin harkittava, ennen kuin ne ryhtyvät tekemisiin piensijoittajien kanssa.

Muilla oikeustoimilain 3 luvun pykälillä ei käytännössä liene suurta käyttöarvoa OTC-johdannaissopimusten markkinoilla. Oikeustoimilain 36 §:n oikeustoimen kohtuullistamista koskevan säännöksen esitöissä on tosin viitattu siihen, että kansainvälisissä sopimuksissa vahvempi osapuoli vaatii varsin usein itselleen liian edullisia ehtoja. Oikeudellisissa arvioissa onkin esitetty, että esimerkiksi ISDA:n vanhaan, vuonna 1987 julkaistuun swap-mallisopimukseen sisältyvää saamisen menettämisehtoa soviteltaisiin todennäköisesti Suomen oikeuden mukaan. Sopimuksen kohtuullistamisen kynnys on kuitenkin ollut korkea suomalaisessa oikeuskäytännössä. Siksi lienee turvallista olettaa, ettei OTC-johdannaissopimuksia tulla kohtuullistamaan kovin helposti.

Sopimuslojaliteetista johtuvia velvollisuuksia on pyritty ottamaan huomioon esimerkiksi Suomen Pankkiyhdistyksen laatimissa hyvän pankkitavan säännöissä (20.10.1992). Hyvään pankkitapaan kuuluu se, että pankki kertoo asiakkaan tarpeisiin soveltuvista vaihtoehtoisista palveluista, vaikka asiakas voi valita pankin valikoimasta haluamansa palvelut. Pankkien tulee liiketoiminnassaan ottaa huomioon myös asiakkaan etu, ja asiakassuhde perustuu molemminpuoliseen rehellisyyteen ja luottamukseen. Pankit toimivat yleisesti hyväksytyjen markkinoinnin ja mainonnan periaatteiden mukaisesti. Palveluiden mainonnan tulee olla totuudenmukaista ja antaa oikea kuva palveluiden ehdoista ja kustannuksista. Euroopan yhteisön pankkiyhdistysten liitto (Pankkifederaatio) on myös antanut hyvän pankkitavan yleiset periaatteet. Niiden mukaan

“pankit noudattavat liiketoiminnassaan rehellisyyttä ja kohtuullisia menettelytapoja. Pankkien ja asiakkaiden välisissä sopimuksissa käytetään asiakkaille kohtuullisia sopimusehtoja. Pankit eivät käytä sopimuksissaan sellaisia vakioehtoja, joissa on merkittävä tasapainottomuus sopimusosapuolten oikeuksissa ja velvollisuuksissa asiakkaan vahingoksi.”

OTC-johdannaissopimuksia tai tukkuasiakkaita ei ole suljettu hyvän pankkitavan periaatteiden noudattamisen ulkopuolelle.

2.4.5 Kauppalaki

Kauppalaki perustuu Yhdistyneiden kansakuntien yleissopimukseen, joka hyväksyttiin vuonna 1980. Laki koskee irtainten esineiden, arvopaperien, saatavien ja muiden oikeuksien kauppaa ja vaihtoa. Laki on tahdonvaltainen, joten sitä noudatetaan vain, jos sopimuspuolet eivät ole sopineet toisin. Laki syrjäytyy myös, jos sopimuspuolten välillä noudatetaan sellaista käytäntöä, vallitsevaa yleistä kauppatapaa tai muuta tapaa, jonka takia on perusteltua poiketa tahdonvaltaisesta oikeudesta. Lain

perustelujen mukaan arvopaperien ja oikeuksien kaupassa otetaan huomioon kaupan kohteiden erityisluonne. Kauppalakia voidaan soveltaa siitä huolimatta, että toinen osapuoli on julkisyhteisö. Tällöin julkisyhteisö rinnastetaan sopimuspuolena elinkeinonharjoittajaan.

Sellaisia johdannaissopimuksia, jotka oikeuttavat osapuolen saamaan kohde-etuutena olevat arvopaperit tai hyödykkeet, voidaan pitää irtainten esineiden kauppaa koskevinä sopimuksina. Hinnanerokorvauksella toteutettavissa johdannaissopimuksissa myydään ja ostetaan oikeuksia. Siksi OTC-johdannaissopimuksia voidaan tarkastella kauppalaan valossa.

Kauppalaisissa säännellään kaupan kohteen luovuttamista, vaaranvastuun siirtymistä, kohteen laatua, ostajan ja myyjän velvollisuuksia sekä suorituksissa tapahtuvia virheitä. Lisäksi laissa säädetään kauppaan liittyvistä vahingonkorvauksista. Muutamilla lain säännöksistä on erityinen soveltamisala johdannaismarkkinoilla.

Lain 2 luku (7 - 11 §) koskee kaupan kohteen luovutusta, ja useimmat sen säännöksistä viittaavat tavarakuljetuksiin ja kuljetusoikeuteen. Johdannaissopimusten kohteena olevat arvopaperit luovutetaan osapuolten välillä käytännössä vakiintuneiden selvityseriaatteiden mukaan ja suuri osa luovutuksista voidaan toteuttaa arvo-osuusjärjestelmässä. Näihin toimituksiin eivät suoraan sovellu kuljetusoikeuden periaatteet. Sen sijaan johdannaissopimuksen osapuolten välillä voidaan noudattaa lain 10 §:n 1 momenttia, jonka mukaan myyjä voi pidättäytyä kaupan kohteen luovutuksesta, jollei ostaja maksa kauppahintaa. Periaate on yleinen kansainvälisessä käytännössä. Saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa sääntöä kuvataan sanonnalla "*Zug um Zug*". Vastaavaa normia suositellaan useissa selvitysjärjestelmiä koskevissa kansainvälisissä raporteissa ja selvityksissä. Näiden mukaan niin sanotun *delivery versus payment*- eli toimitus maksua vastaan -periaatteen noudattaminen vähentää huomattavasti järjestelmäriskiä. Johdannaissopimuksen osapuoli on säännön mukaan velvollinen luovuttamaan arvopaperit tai muun kohde-etuusvarallisuuden vain, jos vastapuoli täyttää oman maksu- tai muun velvollisuutensa.

Arvopaperien luovutuksissa ja arvo-osuustilien välisissä siirroissa arvo-osuusjärjestelmässä tapahtuu äärimmäisen harvoin kohteiden vahingoittumisia tai tuhoutumisia. Arvopaperien selvitysjärjestelmissä pyritään varmistamaan se, etteivät arvopaperitoimitukset vaarannu fyysisesti. Muunlaisten hyödyke-erien toimitukset puolestaan voivat vaikeutua käytännön esteiden ja tapaturmien takia. Siksi kauppalaan vaaranvastuun siirtymistä koskeva 3 luku (12 - 16 §) saattaa soveltua myös johdannaissopimuksen tarkoituksiin kohde-etuuksien luovutuksiin. Lain 13 §:n pääsäännön mukaan vaaranvastuu siirtyy luovutuksensaajalle luovutushetkellä.

Kauppalain 4 luku (17 - 21 §) sisältää muutamia perussäännöksiä kaupan kohteen ominaisuuksista ja virheistä. Niiden mukaan tavaralla on vastattava sopimusta. Jollei muuta ole sovittu, tavaralla on muun muassa sovellettava siihen tarkoitukseen, johon sitä yleensä käytetään tai siihen myyjän tietämään erityiseen tarkoitukseen, johon ostaja on tavaraa aikonut käyttää. Viimeksi mainitulla säännöllä on tarkoitettu erityisesti sellaisia tilanteita, joissa ostaja ei pysty täsmentämään ostamansa tuotteen ominaisuuksia muuten kuin ilmoittamalla sen käyttötarkoituksen. Tällaisissa tilanteissa myyjällä on usein vaadittava asiantuntemus aiottuun käyttötarkoitukseen soveltuvan tuotteen, mukaan lukien johdannaissopimuksen valitsemiseksi ostajalle. Myyjän tietoisuus sopimusta tehtäessä on ratkaiseva. Kaupan kohteen on edelleen vastattava niitä tietoja, jotka myyjä on kohteesta antanut, jos tietojen voidaan olettaa vaikuttaneen kauppaan.

Kauppalain 4 luvun säännöt täyttävät samaa tehtävää kuin anglosaksissa järjestelmissä noudatettavat *suitability*-normit. Myös arvopaperimarkkinalain 4 luvun 4 §:n 2 momentti sisältää arvopaperinvälittäjiä koskevan, vastapuolen tarkoituksen huomioon ottamiseen velvoittavan säännön. Sijoituspalveludirektiiviin liittyvässä lainsäädännössä momentin soveltamisalaa suunnitellaan laajennettavaksi sellaisiin vakioehtoihin johdannaisiin, joiden kaupankäynti tapahtuu säännellyissä puitteissa.

Kauppalain 5 ja 6 luvuissa (22 - 40 §) käsitellään kaupan kohteen luovutuksen viivästymistä ja viivästymisen seurauksia sekä tavaran virheen seurauksia. OTC-johdannaissopimuksissa osapuolen viivästyksistä otetaan säännönmukaisesti määräykset sopimukseen. Siten lain säännöksillä voi olla vain toissijainen käyttöarvo.

Suomen Pankin laatimien tukkumarkkinasääntöjen mukaan arvopaperien toimituksen viivästyessä osapuolten on huolehdittava kaupan täyttämisestä kolmen päivän sisällä alkuperäisestä toimituspäivästä. Viivästyksen aiheuttanut myyjä on velvollinen korvaamaan viivästymisestä aiheutuneet kulut. Suomen Pankkiyhdistyksen hyväksymien yleisten ehtojen mukaan viivästyminen antaa oikeuden irtisanoa osapuolten välillä kaikki samantyyppiset johdannaissopimukset, kun viivästys on kestänyt kolme pankkipäivää. Sama oikeus kuuluu osapuolelle silloin, kun toinen osapuoli on viivästynyt jossain muussa maksuvelvollisuudessaan, joka ylittää yleisissä ehdoissa erikseen määriteltävän markkamäärän. Laiminlyöntiin syyllistynyt osapuoli on velvollinen korvaamaan sopimuksen päättämisestä johtuvat kulut toiselle osapuolelle. Kansainvälisillä markkinoilla käytettävissä sopimuksissa viivästyksen seuraamukset on määritelty tarkemmin ja ankarammin.

Myös kauppalaan 7 luvun tarkoittama oikeudellinen virhe ratkeaa OTC-johdannaisissa tavallisimmin muilla perusteilla kuin kauppalaan säännöksillä. Kun kohdeetuutena ovat arvopaperit, sovelletaan niihin erityisiä, vilpittömässä mielessä olevaa luovutuksen saajaa suojaavia säännöksiä, kuten velkakirjalain 14 ja 22 §:ää sekä arvosuustileistä annetun lain (827/91) 27 §:ää. Tällaisen luovutuksen saajan ei tarvitse välittää luovutuksen jälkeen paljastuvasta oikeudellisesta virheestä.

Lain 8, 9 ja 10 luvuissa (42 - 60§) säädetään muun muassa ostajan maksusta pidättäytymisoikeudesta, ostajan yleisistä velvollisuuksista (kauppahinnan maksu, myötävaikutusvelvollisuus) sekä ostajan sopimusrikkomuksen seuraamuksista. Näillä säännöksillä lienee vain vähän käyttöä vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoilla. Kauppahinnan maksusta ja maksuviivästyksistä sovitaan yleensä erikseen, ja maksuihin soveltuu se, mitä edellä on sanottu myyjän viivästyksistä. Sen sijaan ennakoitua sopimusrikkomusta koskevan 11 luvun (61 - 63 §) säännöksillä saattaa olla merkitystä myös OTC-johdannaisten osapuolille. Kauppalaan 61 §:ssä oikeutetaan sopimuksen osapuoli keskeyttämään oman osuutensa täyttäminen, jos toinen osapuoli näyttää ajautuvan tilanteeseen, jossa sopimuksen toteuttaminen vaarantuu. Lainkohdassa on pidetty silmällä erityisesti sellaisia seikkoja, jotka osoittavat osapuolen maksukyvyyn olevan heikko. Pysäyttämisoikeutta käyttävän osapuolen on ilmoitettava sopimuskumppanilleen suorituksen keskeytyksestä. Osapuoli voi myös purkaa sopimuksen ennen eräpäivää, jos on selvää, että toinen osapuoli tulee rikkomaan sopimuksen (62 §). Purkuoikeus on vain silloin, kun ennakoitu sopimusrikkomus on niin olennainen, että se oikeuttaisi toteutuessaan purkamaan sopimuksen. Sopimusrikkomukseen ajautuva osapuoli voi kuitenkin jatkaa sopimuksen toteuttamista ja estää purkamisen asettamalla suorituksestaan hyväksyttävän vakuuden.

Kun toisen osapuolen omaisuus luovutetaan konkurssiin ennen kuin sopimus on täytetty, on vastapuolen tiedusteltava, haluaako konkurssipesä sitoutua kauppaan (63 §). Jos pesä asettaa hyväksyttävän vakuuden, kauppa ei saa purkaa. Oikeuskirjalli-

suudessa tämän säännöksen on katsottu antavan konkurssipesälle sitovan valintaoikeuden, jota konkurssivelallinen ei voi poistaa ennen konkurssia tekemillään sopimuksilla. Konkurssipesällä katsotaan olevan yleinen sijaantulo-oikeus sellaisiin konkurssivelallisen sopimussuhteisiin, joista ei laissa ole muuta säädetty. Ruotsalaisessa kirjallisuudessa luottosopimuksia ei kuitenkaan lähtökohtaisesti ole pidetty sijaantuloon oikeuttavina sopimuksina. Kun johdannaissopimukset koskevat perimmältään rahoitusta ja kun ne edellyttävät nopeaa reagointia, on esimerkiksi ISDA:n swap-mallisopimusten purkulausekkeita pidetty Suomessa pätevinä. Suomen Pankkiyhdistyksen yleiset sopimusehdot sisältävät lausekkeen, jonka mukaan toisen osapuolen selvitystila, saneeraus ja konkurssi oikeuttavat toisen osapuolen purkamaan kaikki osapuolten väliset johdannaissopimukset.

Kauppalain 12 luvussa (64 - 66 §) säädetään kaupan purun ja uuden toimituksen vaikutuksista. Purkaminen lakkauttaa osapuolten kaupasta johtuvat velvoitteet ja velvoittaa osapuolet palauttamaan sen, mitä ne ovat kaupasta vastaanottaneet. Purkamiseen syytön osapuoli voi kuitenkin pidättyä palautuksesta varmistaakseen sen, että vastapuoli maksaa purkamisesta aiheutuvat korvaukset. Vaikka esimerkiksi Pankkiyhdistyksen yleisissä ehdoissa määrätäänkin johdannaissopimuksen purkuperusteista ja purkamiseen liittyvistä korvauksista, voidaan kauppalaan 12 luvun säännöksistä saada tukea purkamisen muihin oikeusvaikutuksiin.

Sopimusrikkomuksesta aiheutuvan vahingonkorvauksen määrää säädellään kauppalaan 13 luvussa (67 - 70 §). Korvaus on 67 §:n mukaan suoritettava sekä välittömästi että välillisestä vahingosta, kuten kuluista, hinnaneroista ja saamatta jääneestä voitosta. Välillinen vahinko määritellään pykälässä erikseen ja kaikkia muita vahinkoja pidetään välittöminä vahinkoina. Osa sopimusrikkomuksista ei lain mukaan oikeuta korvaukseen välillisistä vahingoista. Esimerkiksi lain 27 §:n 3 momentin ja 40 §:n 2 momentin mukaan myyjän viivästys tai tavaran virhe ei oikeuta korvaukseen välillisistä vahingoista. Välillisten vahinkojen korvaamisesta on siten sovittava nimenomaisesti. Lain 67 §:ssä puolestaan määritellään välilliset vahingot, joita ovat muun muassa saamatta jäänyt voitto ja liikevaihdon vähentyminen tai keskeytyminen. Hinnaneroa lukuunottamatta johdannaissopimusten rikkomisesta johtuvat vahingot ovat usein luonteeltaan juuri välillisiä. Siksi näiden vahinkojen korvaaminen jää johdannaissopimuksen määräysten ja tulkinnan varaan. Suomen Pankin laatimien tukkumarkkinoiden pelisääntöjen mukaan "myyjän tulee korvata ostajalle toimituksen viivästymisestä aiheutuneet kulut". Suomen Pankkiyhdistyksen yleisten ehtojen nojalla korvaukseen oikeutetulle on korvattava "irtisanomisesta aiheutuneet tai aiheutuvat kulut". Hinnaneroa pidetään kauppalaan 68 ja 69 §:n mukaan sopimuksen mukaisen hinnan ja tehdyssä kateostossa maksetun hinnan tai vastaavasti purkuajankohtana vallitsevan käyvän hinnan erotusta. Sopimuksen osapuoli voi siten hankkia tarvitsemansa tuotteen muualta (tai myydä tuotteensa muualle) ja vaatia tästä kaupasta kärsimänsä tappion rikkomukseen syyllistyneeltä osapuolelta. Vakioehtoisen johdannaissopimuksen osapuoli voi pyrkiä tekemään sopimuksen rikkoneen osapuolen kustannuksella uuden johdannaissopimuksen rikutun sopimuksen jäljellä olevaksi ajaksi. Itse asiassa johdannaissopimusten aiheuttamaa riskiä mitataan luottovastavarvolla, joka perustuu johdannaissopimusten jälleenhankintakustannuksiin, johon lisätään hintariskiä kuvaava preemio. Käyvän hinnan mukainen korvaus voidaan laskea sellaisista vakioehtoisista johdannaissopimuksista, joita vastaavia sopimuksia kaupataan OTC-markkinoilla. Räätelöidyt ehdot vaikeuttavat käyvän hinnan määrittämistä.

Kauppalain 14 luvun ainoan 71 §:n mukaan viivästyneille maksuille on maksettava korkolain (633/82) mukaista viivästyskorkoa. Vastikään muutettujen korkolain säännösten mukaan viivästyskorko vaihtelee Suomen Pankin vahvistaman kolmen kuukauden markkinakoron vuosikeskiarvon mukaan. Silloin, kun velasta ei ole sovittu maksettavaksi korkoa, on maksun viivästyessä kuitenkin suoritettava viivästyskorkoa seitsemän prosenttia yli Suomen Pankin vahvistaman viitekoron. Suomen Pankkiyhdistyksen hyväksymien yleisten valuuttatermiiniehtojen sekä valuutta- ja korkoswapehtojen mukaan maksuissaan viivästynyt pankki tai asiakas on velvollinen suorittamaan viivästyneelle määrälle kummassakin sopimuksessa erikseen määrätyn viivästyskoron. Nämä sopimusehdot syrjäyttävät korkolain säännökset, jotka ovat tahdonvaltaisia elinkeinonharjoittajien välisissä suhteissa.

Kaupan kohteena olevan tavarahan huolenpitoa koskeva 15 luvussa (72 - 78 §) ei ole OTC-johdannaisten kannalta merkittäviä säännöksiä. Toimituksen sisältäviin johdannaissopimuksiin voidaan sen sijaan soveltaa lain 16 lukua (79 - 81 §), joka koskee kaupan kohteen tuoton jakautumista. Lain osakkeita koskevan oletuksen (legaalipresumtio) mukaan kauppahetkellä erääntymätön osinko tai merkintäoikeus kuuluu kauppaan eli ostajalle. Vastaavasti luovutushetkellä kertynyt, mutta erääntymätön korko sisältyy saatavan kauppaan. Ostajan on kuitenkin maksettava tällaista korkoa vastaava suoritus myyjälle kauppahinnan lisäksi, jollei saatavaa ole pidetty kaupassa epävarmana. Tuoton jakautumisesta voidaan tietenkin sopia osapuolten välillä myös toisin. Erääntymätön tuotto otetaan yleensä huomioon johdannaissopimusten hinnoittelussa erillisillä sopimusmääräyksillä.

2.4.6 Elinkeinonharjoittajien välisiä suhteita koskevat lait

Kilpailunrajoituksista annetussa lailla (480/92) pyritään turvaamaan tervettä ja toimivaa kilpailua vahingollisilta kilpailunrajoituksilta. Tällaisia, laissa kiellettyjä rajoituksia ovat

- 1) määrähintajärjestelmä eli seuraavan myyntiportaan hintojen määrittäminen (vertikaalinen hintasidonta),
- 2) tarjouskartelli ja muut kilpailua vääristävät, elinkeinonharjoittajien väliset horisontaaliset menettelyt,
- 3) määräävän markkina-aseman väärinkäyttö.

Kilpailunrajoituslakia sovelletaan luottolaitostoiminnasta annetun lain 11 luvun mukaan myös pankkitoimintaan, ja lain noudattamista valvovat sekä kilpailuvirasto että rahoitustarkastus. Kiellettyjen kilpailunrajoitusten poistamiseksi elinkeinonharjoittajaa voidaan kieltää soveltamasta rajoitusta tai velvoittaa elinkeinonharjoittaja toimittamaan hyödyke toiselle elinkeinonharjoittajalle vastaavanlaisilla ehdoilla kuin muille vastaavassa asemassa oleville elinkeinonharjoittajille. Kieltoa tai velvoitetta voidaan tehostaa uhkasakolla. Päätökset näissä kysymyksissä kuuluvat kilpailuneuvostolle.

OTC-johdannaissopimusten markkinat ovat keskittyneet muun muassa pankkikriisin aiheuttamien rakennemuutosten takia. Tämä muutos on tuonut mukanaan mahdollisuuden arvioida merkittävimpien johdannaissopimusten asemaa kilpailunrajoituslain valossa. Keskittyneillä markkinoilla markkinaosapuolten välisessä yhteistoiminnassa saattaa helposti ylittyä horisontaalisia kilpailunrajoituksia koskevien sääntöjen soveltamiskynnys. Esimerkiksi johdannaissopimusten jakaminen lainvastaisilla perusteilla saattaa johtaa kilpailunrajoituslain mukaisiin seuraamuksiin. Määräävän

markkina-aseman¹ väärinkäyttö lieene johdannaismarkkinoilla epätodennäköistä. Ennen kuin määrävää markkina-asemaa koskevat säännökset tulevat sovellettavaksi, on tässä asemassa olevan yrityksen voitava yksin määritellä hintoja tai palvelun laatua siten, ettei palvelua käytävillä ole todellista vaihtoehtoa. Pääomamarkkinoiden avautuminen on tuonut Suomen markkinoille ulkomaisia osapuolia, jotka ovat vallanneet merkittäviä osuuksia johdannaismarkkinoista. Vaikka markkinat ovatkin keskittyneet, ei yksikään pankki hallitse tällä hetkellä sellaista markkinaosuutta, jota voitaisiin yksiselitteisesti pitää määrävänä. Viime aikoina kasvaneen ulkomaisen kilpailun paine vähentää mahdollisuuksia kilpailunvääristymiin.

Korko- ja valuuttakurssiriskien hallintaan käytettävillä johdannaissopimuksilla on usein sellainen kansainvälinen liittymä, että Rooman sopimuksen kilpailusäännöt voivat tulla sovellettaviksi. Rooman sopimuksen 85 artikla koskee kilpailijoiden välisiä sopimuksia tai muita järjestelyjä, jotka estävät, rajoittavat tai vääristävät kilpailua. Tällaiset sopimukset ovat artiklan mukaan mitättömiä. Rooman sopimuksen 86 artiklaa puolestaan sovelletaan määrävän markkina-aseman väärinkäyttöön. Molemmissa artikloissa tarkoitetaan menettelyjä, joiden katsotaan vaikuttavan Euroopan yhteisöjen jäsenmaiden väliseen kauppaan. Kilpailusääntöjä valvovan komission käytännössä tätä rajoitusta on tulkittu supistavasti. Esimerkiksi pelkästään maan sisäistä kartellijärjestelyä on pidetty jäsenvaltioiden väliseen kauppaan vaikuttavana, kun kartelli on koskenut 60 %:a jäsenmaan markkinoista. Lisäksi komissio on katsonut, että pankkien väliset korkosopimukset voivat rajoittaa kilpailua samalla tavalla kuin hinnan asettamista koskevat sopimukset. Kilpailusäännöksiä sovelletaan siten myös interbank-markkinoilla. Komissio voi myöntää poikkeuksia 85 artiklassa säädetystä kiellosta, mutta määrävän markkina-aseman väärinkäyttöä koskevasta 86 artiklasta ei voida poiketa. Sääntöjen rikkojalle voidaan määrätä liikevaihdon mukaan laskettava sakko. Rooman sopimuksen kilpailusääntöjä vastaavia normeja sovelletaan ETA-alueella.

Välittäjäpankkien on keskenään ja suhteessaan asiakkaisiin noudatettava sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annettua lakia (1061/78), jonka mukaan elinkeinotoiminnassa ei saa käyttää hyvän liiketavan vastaista tai muutoin toisen elinkeinonharjoittajan kannalta sopimatonta menettelyä. Kiellettyä on myös käyttää totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa ilmaisua, joka koskee omaa tai toisen elinkeinotoimintaa ja on omiaan vaikuttamaan hyödykkeen kysyntään tai tarjontaan taikka vahingoittamaan toisen elinkeinotoimintaa. Elinkeinotoiminnassa ei myöskään saa käyttää asiaan kuulumattomia seikkoja sisältävää eikä esitystavaltaan tai muodoltaan sopimatonta ilmaisua, joka on omiaan vahingoittamaan toisen elinkeinotoimintaa. Lain mukaan elinkeinonharjoittajaa voidaan kieltää jatkamasta näiden sääntöjen vastaista menettelyä, ja kieltä voidaan tehostaa uhkasakolla. Törkeät rikkomukset on kriminalisoitu rikoslaissa. Laki voidaan lukea johdannaismarkkinoita koskeviin menettelytapanormistoihin.

Laki elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä kieltää kohtuuttomien ehtojen käytön elinkeinonharjoittajan välisissä sopimuksissa. Markkinatuomioistuimien voi päättää ehdon käytön kiellosta, ja päätöstä voidaan tehostaa uhkasakolla. Tukkumarkkinaosapuolten välillä voidaan kohtuuttomuuteen vedota vain äärimmäis-

¹Määrävä markkina-asema katsotaan olevan elinkeinonharjoittajalla tai elinkeinonharjoittajien yhteenliittymällä, jolla on koko maassa tai tietyllä alueella yksinoikeus tai muu sellainen määrävä asema tietyillä hyödykemarkkinoilla, että se merkittävästi ohjaa hyödykkeen hintatasoa tai toimitusehtoja taikka vastaavalla muulla tavalla vaikuttaa kilpailuolosuhteisiin tietyllä tuotanto- tai jakeluportaalla. (kilpailunrajoituslain 3 §)

sä tapauksissa, koska tukkumarkkina-asiakas on aniharvoin lain edellyttämällä tavalla suojan tarpeessa. Syistä, joita on esitetty oikeustoimilain 36 §:n yhteydessä, ei myöskään elinkeinonharjoittajien välisten sopimusten kohtuullisuutta koskevan lain soveltamista voida kokonaan poissulkea OTC-johdannaissopimusten markkinoilla.

2.4.7 Kauppakaari

Vakioitujen johdannaissopimusten kaupankäynti omissa nimissä toisen lukuun on toimiluvan varaista arvopaperinvälitystä. Sen sijaan OTC-johdannaissopimusten välitystä ei toistaiseksi pidetä arvopaperinvälityksenä. Tällaiseen toimintaan ei siten myöskään sovelleta arvopaperinvälitysliikkeistä annettua lakia (499/89) tai arvopaperinvälittäjiä koskevaa arvopaperimarkkinalain 4 lukua. Asiakkaan ja välittäjäpankin luottamussuhdetta koskevat kuitenkin - jälleen - yleiset siviilioikeudelliset normit.

Asiamiehen ja päämiehen välistä suhteesta on säädetty kauppakaaren osittain voimassa olevassa 18 luvussa, jonka säännökset sisältyivät jo vuoden 1734 lakiin. Asiamiehen tärkein velvollisuus on täyttää päämiehen toimeksianto. Yleisesti on lisäksi katsottu, että toimeksisaaja on velvollinen toimimaan toimeksiantajan lukuun täsmällisesti, huolellisesti ja lojaalisti. Asiamiehen on myös noudatettava päämiehen antamia toimiohjeita ja tehtävä asianmukainen tilitys toimeksiannon hoitamisen jälkeen (KK 18:1). Toimeksisaajan tulee jatkuvasti tiedottaa toimeksiantajalleen olennaisista toimeksiantoon liittyvistä seikoista. Asiamiehen lojaalisuusvelvollisuutta voidaan verrata kansainvälisessä käytännössä esiintyviin yrityksiin ratkaista päämiehen ja agentin välisiä eturistiriitoja (*conflicts of interests*).

Kauppakaaren 18 luvun 3 §:ssä on perussäännös asiamiehen korvausvastuusta:

“Jos asiamies menettelee vilpillisesti ja kavalasti valtakirjan antajaa kohtaan, käyttää hänen tavaraansa omaksi hyödyksensä, lainaa hänen rahaansa muille tahi ottaa hänen nimeensä rahaa velaksi, niin vastatkoon kaiken vahingon ja [vetäköön sakkoa asianhaarain mukaan]. Olkoon myös valtakirjan antaja vastuuton kaikesta, mitä asiamies hänen käskemättänsä ja tahtomattansa lainaksi otti tahi toisen kanssa päätti, ellei näytetä sen tulleen hänelle hyödyksi.”

Sijoituspalveludirektiivin voimaansaattamisen jälkeen myös vakioehtoisten johdannaissopimusten välitys on toimiluvan varainen sijoituspalvelu, jonka tarjoamista koskee laki sijoituspalveluyrityksistä. Kauppakaaren ja osittain tavanomaisen oikeuden muovaamia yleisiä periaatteita ei kuitenkaan kumota sijoituspalveluyrityksistä annetulla lailla.

2.4.8 Velkakirjalaki

Velkakirjalaki on velkasuhteita laajasti koskeva yleissäädos, jota voidaan soveltaa analogisesti OTC-johdannaisista johtuviin velkasuhteisiin ja yksittäisiin saataviin. Laki on suureksi osaksi tahdonvaltainen. Sen 1 luvun tulkintasäännöt velallisten yhteisvastuusta, velan erääntymisestä ja maksupaikasta sekä maksuvaluutasta voidaan periaatteessa käyttää myös OTC-johdannaissopimusten tulkinnassa. Näistä seikoista pyritään kuitenkin yleensä määrittämään johdannaissopimuksissa erityisen tarkasti. Sopimusmääräykset ja markkinoiden kauppatapa syrjäyttävät usein velkakirjalain 1 luvun.

Laissa määritellään myös muun muassa arvopaperin keskeisimpiä piirteitä, kuten vaihdantakelpoisuutta. Vaikka OTC-johdannaissopimukset eivät ole arvopaperimarkkinalain mukaisia arvopapereita, ne voidaan teoriassa muotoilla arvopapereiksi

velkakirjalain tarkoittamassa mielessä. Näin on oletettu myös sijoituspalveludirektiivin voimaansaattamista valmistelleen työryhmän muistiossa. Markkinaosapuolten lienee kuitenkin toistaiseksi vaikea hyväksyä haltija- tai määrännäisvelkakirjan tyyppisiä johdannaissitoumuksia, joita voitaisiin luovuttaa rajatta edelleen. Vastapuoleen liittyvät luottokelpoisuusarviot ja luottamus sopimuskumppaniin ovat OTC-johdannaisten markkinoilla niin keskeisiä, että sopimusten siirrettävyyttä on välttämätöntä rajoittaa. Siksi mallisopimuksissa kielletään pääsääntöisesti sopimusten siirtäminen ilman vastapuolen lupaa. Kun termiinin hinta vaihtelee siten, että osapuolet voivat olla vuorotellen voitolla, sisältävät termiinit sen velkakirjalaille vieraan piirteen, että velkoja voi vaihdella sopimuksen voimassaoloaikana. Näin vakioehtoihin johdannaisiin ei soveltu velkakirjalain juoksevia velkakirjoja koskeva 2 luku, joka sisältää arvopaperivaihdannan kannalta keskeiset säännökset vilpittömässä mielessä olevan velkakirjan luovutuksen saajan suojasta. Siirtokiellon takia myöskään 3 luvun tavallisia velkakirjoja koskevilla säännöksillä ei ole käyttöä vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoilla.

2.4.9 Rikos- ja siviilioikeudellisista seuraamusnormeista

Johdannaismarkkinoilla ilmenevistä väärinkäytöksistä rangaistaan samojen periaatteiden mukaan kuin muussakin elinkeinotoiminnassa tapahtuvista rikkomuksista. Moitittavaa käyttäytymistä pyritään estämään sekä rikosoikeudellisilla rangaistuksilla että siviilioikeudellisilla seuraamuksilla, kuten vahingonkorvauksella. Viime vuosina on uusittu elinkeinorikoksia ja epärehellisyyttä koskevia rikoslain säännöksiä. Ankarasti rangaistut tekemuodot on pyritty siirtämään erityislaeista rikoslakiin. Vaikka vahingonkorvauslain mukaan korvaus tuomitaan yleensä vain henkilö- ja esinevahingoista, on lain 5 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan myös niin sanottu puhdas varallisuusvahinko korvattava silloin, kun se johtuu rangaistavaksi säädetystä teosta. Rahoitusmarkkinoilla syntyvät vahingot ovat tyypillisesti juuri varallisuusvahinkoja. Näin seuraavassa lueteltavista rikoksista annettavia rangaistuksia seuraa yleensä myös siviilioikeudellinen vahingonkorvausvastuu.

Edellä, oikeustoimilain normeja kuvaavassa jaksossa on sivuttu petosta ja kiskontaa koskevia rikoslain 36 luvun pykälää. Nämä tekemuodot lienevät kuitenkin harvinaisia johdannaismarkkinoilla. Vastuukysymyksiä pohdittaneen todennäköisimmin tapauksissa, jotka muistuttavat viime vuosina pankkien johtohenkilöitä vastaan vireille pantuja vahingonkorvaus- ja rikosoikeudenkäyntejä, joissa käsitellään esimerkiksi luotonannon huolimattomuutta ja luottamusaseman väärinkäyttöä. Oikeudenkäynneistä muotoutunee aikanaan merkittävää oikeuskäytäntöä, joka määrittää ja rajaa yhtiön johdon vastuuta toimivallan ylityksistä ja tappiollisesta toiminnasta.

Julkisessa keskustelussa käsiteltyihin johdannaistappioihin on melkein järjestään liittynyt tappioiden ja niihin johtaneen toiminnan peittely. Tappiollisia sopimuksia tehneet toimihenkilöt ovat pyrkineet salaamaan toimintansa työnantajayrityksen johdolta mahdollisimman pitkään. Kun tappiot on viimein paljastettu yhtiön ylimmälle johdolle, on niitä saatettu edelleen piilottaa laittomasti yritystä valvovilta viranomaisilta ja arvopaperimarkkinoilta.

OTC-johdannaissopimuksiin saattaa liittyä piirteitä, jotka houkuttelevat yritystä ja yksittäistä toimihenkilöä tappioiden peittelyyn. Johdannaisiin sisältyvä vipuvaikutus mahdollistaa suuret voitot suhteellisen pienellä sijoituksella. Erityisehtoisissa johdannaissopimuksissa vipuvaikutusta voidaan lisätä vielä entisestään. Houkutus toimivaltayrityksiin saattaa kasvaa bonusjärjestelmän takia. Vipuvaikutus vaikuttaa kuitenkin myös toiseen suuntaan: pienellä panoksella saatetaan vaarantaa koko yrityksen toiminnan

jatkuminen. Räätelöitävien johdannaisten voimassaoloaika voidaan sopia paljon pidemmäksi kuin vakioitujen pörssijohdannaisten. Johdannaissopimusten tuottama voitto tai tappio selviää lopullisesti vasta sopimuksen päättymishetkellä, mutta kansainvälisessä pankkitoiminnassa pankit joutuvat sopimusten voimassaoloaikana jatkuvasti arvostamaan sopimukset markkinahintaan (*mark to market*). Kun johdannaissopimukset heijastavat herkästi markkinaliikkeitä, voi pieni ja tilapäiseltä tuntuva korko- tai indeksimuutos muuttaa johdannaissijoituksen huomattavan tappiolliseksi. Johdannaissopimuksen tehnyt toimihenkilö ja yritysjohto saattavat tällaisessa tilanteessa uskoa, että markkinaliikkeet muuttavat sopimukset voitollisiksi päättymishetkeen mennessä varsinkin, jos sopimusten jäljellä oleva voimassaoloaika on pitkä. Tuloksen perusteella maksettavat palkkiot saattavat kannustaa pitkittämään tappioiden paljastamista palkkiokorvausten määräytymishetken yli. Tällainen salailu on kuitenkin useimmiten lainvastaista.

Luottamusaseman väärinkäyttö on rikoslain 36 luvun 5 §:n mukaan rangaistava teko. Tunnusmerkistö sisältää toisen henkilön taloudellisia tai oikeudellisia asioita hoitavan henkilön tahalliset toimivallan ylitykset ja tehtävien laiminlyönnit. Rangaistavuuden kynnyksessä ylittyy, jos väärinkäytökset aiheuttavat vahinkoja sille osapuolelle, jonka asioita henkilö hoitaa. Lainkohdan tarkoittamassa luottamusasemassa ovat ensi sijassa asianajajat, holhoojat ja muut asiamiehet, joiden luottamusasema perustuu lakiin, viranomaismääräykseen tai sopimukseen. Rikoksen tekijöinä tulevat kysymykseen pykälän perustelujen mukaan myös yhteisön hallintohenkilöt. Työntekijöitä ei yleensä voida syyttää luottamusaseman väärinkäytöstä, mutta lainkohta soveltuu sellaisiin poikkeustapauksiin, joissa työntekijän toimenkuvaan kuuluu päättää itsenäisesti ja työnantajaa sitovin vaikutuksin tämän taloudellisista asioista. Ainakin osa johdannaiskaupankäyntiin osallistuvista toimihenkilöistä on kiistatta tällaisessa erityisasemassa. Dealerit voivat tehdä itsenäisesti työnantajansa sitovia johdannaissopimuksia.

Luottamusaseman väärinkäytön rangaistavuus edellyttää, että tekijä on pitänyt päämiehelle aiheutuvaa vahinkoa vähintään menettelyn todennäköisenä seurauksena. Lisäksi tekijän on ymmärrettävä, ettei hänen menettelynsä vastaa päämiehen toimeksiantoa. Näyttöä ei sitä vastoin edellytetä hyötymis- tai vahingoittamistarkoituksesta.

OTC-johdannaissopimusten markkinoiden kaupankäyntitavat ja erityisesti sopimusten muuntelumahdollisuus saattavat houkutella luottamusaseman väärinkäyttöön. Rikoksen tunnusmerkistö täyttyy, jos luottamushenkilö jättää tehtävänsä kokonaan tai osittain suorittamatta. Tunnusmerkistö saattaa siten soveltua tilanteeseen, jossa luottamushenkilö peittelee toimeksiantajaltaan johdannaissopimusten aiheuttamia tappioita ja lyö näin laimin raportointivelvollisuutensa. Toiminnan ja sen tahallisuuden näyttäminen jälkeensä saattaa tällaisessa tilanteessa olla helpompaa kuin muissa tyyppitapauksissa. Silloin, kun luottamushenkilö on ylittänyt toimivaltuutensa, voi vahingon ja tahallisuuden vaatimus aiheuttaa hankalia rajankäyntiongelmia. Vahinkona on oikeuskirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä pidetty päämiehen puolesta tehdyistä sitoumuksista johtuvaa varallisuusaseman heikkenemistä, vaikka päämies ei

olisikaan lopulta joutunut suorittamaan sitoumusten perusteella mitään.¹ Luvattomasta, monimutkaisten vipujohdannaisten avulla tapahtuvasta riskinotosta voitaneen siten rangaista toimihenkilöä, vaikka riskit eivät aiheuttaisikaan suoranaisia tappioita. Tekijältä edellytetään niin sanottua todennäköisyystahallisuutta (*dolus eventualis*). Jotta rangaistavuuden kynnyks ylittyisi, on luottamushenkilön mielletävä, että hänen tekemänsä johdannaissopimukset saattavat heikentää yrityksen varallisuusasemaa, ja suhtauduttava tähän mahdollisuuteen hyväksyvästi tai välinpitämättömästi. Luvattomassa riskinotossa on usein kyse juuri siitä, että luottamushenkilö vähättelee riskin toteutumisen mahdollisuutta. Henkilö saattaa esimerkiksi havitella ylimää räisiä voittopalkkioita tai peitellä aikaisempia tappioita tekemällä riskipitoisia johdannaissopimuksia. Kukin tapaus on tietenkin arvosteltava erikseen.

Yrityksen lukuun luvattomasti tehdyt johdannaissopimukset tai tappiollisen toiminnan peittely saattavat johtaa yrityksen toimi- tai hallintohenkilön vahingonkorvausvastuuseen. Hallintohenkilöiltä haetaan korvauksia yhtiöoikeudellisilla perusteilla. Osakeyhtiölain 15 luvussa säännellään yhtiön hallituksen ja hallituneuvoston jäsenen sekä toimitusjohtajan korvausvelvollisuutta yhtiötä kohtaan tahallisesti tai tuottamuksellisesti aiheutetuista vahingoista. Yhtiöoikeudellista korvausvastuuta on viime aikoina käsitelty laajasti sekä oikeuskäytännössä että oikeuskirjallisuudessa. Yhtiön johto vastaa yhtiölle tai osakkeenomistajille aiheuttamistaan vahingoista, mutta vastuuvapauden myöntäminen yhtiökokouksessa rajoittaa tätä vastuuta. Pankinjohtajien ja luottamushenkilöiden yhtiöoikeudellisesta vahingonkorvausvastuusta on säädetty erikseen pankkielaeissa (liikepankkilain (1269/90) 7 luku, säästöpankkilain (1270/90) 9 luku ja osuuspankkilain (1271/90) 9 luku). Pankkilakien erityissäätelyyn kuuluu esimerkiksi rahoitustarkastuksen mahdollisuus nostaa pankin puolesta vahingonkorvauskanne pankin johtohenkilöitä ja osakkeenomistajia vastaan, kun tallettajan etu niin vaatii.

Toimihenkilön vahingonkorvausvastuu työnantajayhtiötä kohtaan määräytyy puolestaan työsopimuslain (320/70) 51 §:n 3 momentin² ja vahingonkorvauslain 4 luvun 1 §:n mukaan. Työntekijä on velvollinen korvaamaan virheellä tai laiminlyönnillä aiheutetusta vahingosta määrän, joka harkitaan kohtuulliseksi. Kohtuusharkinnassa otetaan huomioon vahingon suuruus, teon laatu, vahingon aiheuttajan asema, vahingon kärsineen tarve sekä muut olosuhteet. Jos vahinko on aiheutettu vain lieväksi arvioitavalla tuottamuksella, ei vahingonkorvausta tuomita. Sen sijaan korvaus tuomitaan pääsääntöisesti täysimääräisenä, jos työntekijän teko on ollut tahallinen. Johdannaissopimuksia tekevät toimihenkilöt voivat siten joutua korvausvastuuseen, mutta johdannaisista aiheutuvat vahingot ovat usein niin suuria, ettei tuomittavalla korvauksella ole käytännön merkitystä tappioiden kattamisessa. Työntekijää koskevat

¹Tätä kantaa edustaa KKO 1978 II 93, jonka otsikko on muotoiltu seuraavasti: "Pankinjohtaja oli ilman vaadittavaa johtokunnan hyväksymistä sitonut johtamansa pankin omavelkaksiin takauksiin erään rakennusliikkeen sitoumuksista. Vaikka pankki ei joidenkin sitoumusten johdosta ollut joutunut suorittamaan mitään, katsottiin pankinjohtajan myös näiden sitoumusten osalta, kun ne olivat heikentäneet pankin varallisuusasemaa ja niistä siten oli aiheutunut pankille vahinkoa, syyllistyneen epärehellisyyteen."

²Momentissa säädetään: "Työntekijän, joka tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyö tästä laista tai työsopimuksesta hänelle johtuvien velvollisuuksien täyttämisen taikka aiheuttaa tahallisella tai huolimattomalla menettelyllään sopimuksen 43 §:ssä tarkoitetun purkamisen työnantajan toimesta, tulee korvata työnantajalle siten aiheuttamansa vahinko vahingonkorvauslain (412/74) 4 luvun 1 §:ssä säädettyjen perusteiden mukaan. Samoja perusteita on sovellettava työntekijän työssään työnantajalle aiheuttaman vahingon korvaamiseen."

säännökset eivät yleensä sovellu yhtiön hallintohenkilöihin. Tämä ilmenee esimerkiksi korkeimman oikeuden ratkaisusta 1971 II 90:

”Osakeyhtiön toimitusjohtajalla, jolle kuului yhtiön liiketoiminnan johtaminen, oli sellainen itsenäinen asema, ettei työsopimuslakia ollut sovellettava hänen yhtiön kanssa tekemäänsä palvelussopimukseen.”

Johdannaistappioiden salaaminen yhtiön ulkopuolisilta tahoilta saattaa johtaa kirjanpitorikoksen, luottolaitosrikoksen tai arvopaperimarkkinarikkomuksen tunnusmerkistön täyttymiseen. Kirjanpitorikoksesta tuomitaan rikoslain 30 luvun 9 §:n mukaan kirjanpitovelvollinen tai tämän edustaja, joka tahallaan merkitsee kirjanpitoon vääriä tai harhaanjohtavia tietoja, jos merkinnät vaikeuttavat olennaisesti oikean ja riittävän kuvan saamista kirjanpitovelvollisen taloudellisesta tilanteesta. Johdannaistappioiden peittelyssä joudutaan peukaloimaan tai laiminlyömään myös kirjanpitoa, mikä merkitsee yleensä rikostunnusmerkistöjen täyttymistä. Koska rikoslain 30 luvun 9 §:n säännöksellä pyritään suojaamaan kirjanpidon luotettavuutta, ei tuomitseminen edellytä näyttöä tekijän hyötymis- tai vahingoittamistarkoituksesta. Rikoksen enimmäisrangaistus on kolme vuotta vankeutta. Kirjanpitovelvollisuuden lievemmistä rikkomuksista säädetään rangaistus kirjanpitolain (655/73) 38 a §:ssä.

Luottolaitosrikkoksia koskevaan, luottolaitostoiminnasta annetun lain (1607/93) 98 §:ään lisättiin lain eduskuntakäsittelyn aikana uusi 2 momentti, jonka mukaan luottolaitosrikoksesta voidaan rangaista luottolaitoksen luottamushenkilöä, toimihenkilöä tai tilintarkastajaa, jos tämä antaa valvovalle viranomaiselle luottolaitosta tai sen asiakasta koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon. Tällaista tunnusmerkistöä ei sisältynyt lakia koskevaan hallituksen esitykseen (HE 295/92 vp.). Talousvaliokunta pyrki lisäyksellä varmistamaan valvonnan luotettavuutta ja ehkäisemään väärinkäytösten salailua. Vastaava säännös sisältyi vuoden 1990 loppuun asti voimassa olleisiin pankkilakeihin. Sitä ei kuitenkaan otettu 1990-luvun alkuvuosina voimassa olleeseen talletuspankkilakiin (1268/90), koska vastaava sääntely oli tarkoitus siirtää rikoslakiin sen kokonaisuudistuksen yhteydessä. Luottolaitoslakiin palautettu säännös asettaa itse asiassa luottolaitoksen hallinto- ja toimihenkilöille velvollisuuden paljastaa normaalin raportoinnin yhteydessä valvontaviranomaiselle myös johdannaistoiminnasta johtuvat tappiot. Velvollisuus on riippumaton yhtiöoikeudellisista velvoitteista, joten toimihenkilö joutuu ilmoittamaan tappiot valvontaviranomaiselle, vaikka hän olisi aiemmin salannut ne yhtiön johdolta. Rikoksen enimmäisrangaistus on kuusi kuukautta vankeutta, jollei muualla laissa ole säädetty ankarampaa rangaistusta. Kirjanpitorikoksen lisäksi lähin esimerkki tällaisesta ankarammin rangaistusta rikoksesta on rikoslain 17 luvun 8 §:n tarkoittama sisällöltään väärän kirjallisen todistuksen antaminen viranomaiselle. Tästä rikoksesta voidaan langettaa enimmillään yhden vuoden pituinen vankeusrangaistus.

Jos tappioitaan peittelevä johdannaiskaupan osapuoli on laskenut liikkeeseen arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla julkisen kaupankäynnin kohteeksi otetun arvopaperin, osapuolta koskee arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n mukainen jatkuva tiedonantovelvollisuus. Liikkeeseenlaskijan on tiedotettava markkinoille kaikista sellaisista seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseen lasketun arvopaperin arvoon. Suurta ja kertaluonteista johdannaistappioita voidaan pitää tällaisena arvopaperin ja etenkin osakkeen arvoon vaikuttavana seikkana. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta on säädetty rangaistus arvopaperimarkkinalain 8 luvun 3 §:n 2 kohdassa (arvopaperimarkkinarikkomus). Arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettujen alemman asteisten normien rikkomisella aiheutettu vahinko johtaa lain 9 luvun 2 §:n mukaan korvausvelvollisuuteen.

Vahingonkorvaussäännös ei edellytä rikkomukseen syyllistyneen henkilön tahallisuutta tai tuottamuksen osoittamista.

Rikoslain 36 luvun epärehellisyystunnusmerkistöjen lisäksi rikoslain säännöksistä huomionarvoisia ovat vuoden 1991 alusta voimaan tulleet elinkeinorikoksia koskevat pykälät lain 30 luvussa. Elinkeinorikokset voivat kohdistua kuluttajien lisäksi myös toisiin elinkeinonharjoittajiin, osakkaisiin, yhtiömiehiin tai yhteiskunnan ja elinkeinon elämänsä yhteisiin etuihin. Luvun 1 §:ssä määritellään markkinointirikos ja 2 §:ssä kilpailumenettelyrikos. Näiden rikosten enimmäisrangaistus on yksi vuosi vankeutta. Enintään kahden vuoden vankeusrangaistukseen tuomitaan saman luvun 5, 6 ja 11 § tarkoittamista yrityssalaisuusrikoksista.

Markkinointirikoksella tarkoitetaan totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamista tavaroiden, palvelusten, kiinteistöjen, arvopapereiden tai muiden hyödykkeiden ammattimaisessa markkinoinnissa, joka kohdistuu laajaan kohderyhmään. Tunnusmerkistön täyttymisessä ratkaisee se, onko tiedolla olennaista merkitystä markkinoinnin kohderyhmään kuuluvan ostajan päätöksenteossa. Elinkeinonharjoittajilta edellytetään yleensä huolellisempaa harkintaa ja selvittelyä kuin kuluttajilta. Totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden edellytys voi toteutua, jos markkinointiin liittyy salailevia, moniselitteisiä tai liioittelevia lausumia, joissa painotetaan epäolennaisia seikkoja tai vaietaan olennaisista seikoista. Markkinointirikos saattaa johtaa myöhemmin myös petosrikoksen täyttymiseen, jos totuudenvastaisia tietoja käytetään myyjän ja ostajan välisissä suorissa sopimusneuvotteluissa. OTC-johdannaiset kuuluvat markkinointirikosta koskevan säännöksen piiriin, ja säännös on otettava huomioon, kun johdannaisiin liittyviä palveluja tarjotaan kasvavalle asiakaskunnalle.

Rikoslain 30 luvun 2 §:ssä on säädetty rangaistavaksi totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen omasta tai toisen elinkeinotoiminnasta, jos tiedot aiheuttavat vahinkoa toiselle elinkeinonharjoittajalle (kilpailumenettelyrikos). Tiedot voivat koskea esimerkiksi elinkeinonharjoittajan taloudellista tilannetta, henkilökuntaa tai liiketoimintaperiaatteita. Vakioehtoisten johdannaisopimusten markkinoilla markkinaosapuoleen liittyvän väärän tiedon levittäminen voi olla osapuolen kannalta erityisen vahingollista, koska markkinoiden toiminta perustuu ennen kaikkea luottamukseen.

Yrityssalaisuuden rikkomista ja väärinkäyttöä koskevia normeja rikoslain 30 luvun 5, 6 ja 11 §:ssä voidaan verrata sisäpiirin tiedon väärinkäyttöä koskeviin normeihin arvopaperimarkkina-alueilla.¹ Rikoslain mukaan on rangaistavaa toisen palveluksessa tai muussa luottamussuhteessa saadun, yrityssalaisuudeksi luokiteltavan tiedon paljastaminen ja oikeudeton käyttö. Säännösten nojalla rangaistaan myös sellaista henkilöä, joka paljastaa tai käyttää elinkeinotoiminnassaan rangaistavalla teolla hankittua tietoa, vaikka tämä henkilö ei itse olisi hankkinut tietoa moitittavasti. Vaikka yrityssalaisuusrikosten tunnusmerkistöt ovat tiukemmin rajattuja kuin sisäpiiririkosten ja vaikka yrityssalaisuuden säilyttämisen valvontaa ei ole järjestetty yhtä institutionaalisesti, on kysymys periaatteesta samasta ongelmasta: kummallakin sääntelyllä pyritään estämään asiattomin keinoin saadun luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö

¹Sisäpiirin tieto on määritelty julkisen kaupankäynnin kohteena olevaa arvopaperia koskeväksi julkistamattomaksi seikaksi, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Yrityssalaisuudella tarkoitetaan elinkeinonharjoittajan liike- tai ammattisalaisuutta taikka muuta vastaavaa elinkeinotoimintaa koskevaa tietoa, jonka elinkeinonharjoittaja pitää salassa ja jonka ilmaiseminen olisi omiaan aiheuttamaan taloudellista vahinkoa joko hänelle tai toiselle elinkeinonharjoittajalle, joka on uskonut tiedon hänelle.

omaksi hyväksi. Yrityssalaisuuden väärinkäyttö on siten kriminalisoitu OTC-johdannaisten markkinoilla siitä huolimatta, etteivät arvopaperimarkkinlain sisäpiirisäännökset sovellu toistaiseksi näihin johdannaisiin.

2.4.10 Sijoituspalveludirektiivin ja markkinariskidirektiivin voimaansaattaminen

Euroopan yhteisöjen sijoituspalveludirektiivin (93/22/ETY) voimaansaattaminen Suomessa tuo mukanaan muutoksia ja muutosmahdollisuuksia myös OTC-johdannaissopimusten markkinoille. Direktiivin peruseräpäätteet sisältävät sijoituspalveluyritysten vapaan palvelujen tarjoamisen (*freedom to provide services*) ja vapaan sivukonttorin perustamisoikeuden (*freedom of establishment*) sekä yhteisesti hyväksyttyyn luetteloon ilmoitettujen niin sanottujen säänneltyjen markkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelujen tarjoamiseen sovelletaan direktiivin voimaantulon jälkeen yhden toimiluvan ja kotivaltiovalvonnan periaatteita, jotka on aiemmin otettu käyttöön sijoitusrahasto- ja pankkidirektiiveissä. Eurooppalaiset sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset voivat direktiivin mukaan tarjota sijoituskohteisiin, kuten OTC-johdannaisiin liittyviä palveluja muissa jäsenmaissa, jos yritykset noudattavat sijoituspalveludirektiivin sekä siihen liittyvän markkinariskidirektiivin (93/6/ETY) vähimmäisvaatimuksia.

Sijoituspalveludirektiivin liitteessä rajataan ne sijoituspalvelut, joita sijoituspalveluyritys voi kotivaltiossaan saamansa toimiluvan turvin tarjota (osa A). Lisäksi liitteessä määritellään ne rahoitusvälineet, joihin palvelu voi kohdistua (osa B). Sijoituspalveluyritys voi edelleen harjoittaa sijoituspalvelujen ohella liitteessä määriteltäviä lisäpalveluja, mutta yksistään näihin palveluihin ei voida myöntää koko ETA-alueella voimassa olevaa toimilupaa (osa C).

Suomessa sijoituspalveludirektiivi on tarkoitus saattaa voimaan pääasiassa sijoituspalveluyrityksistä annettavalla lailla, ulkomaisten sijoituspalveluyritysten toiminnasta annettavalla lailla sekä arvopaperimarkkinain laajalla muutoksella. Sijoituspalveluyrityksistä annettava laki korvaa voimassa olevan arvopaperinvälitysliikkeistä annetun lain. Laki sääntelisi sijoituspalveluita nykyistä huomattavasti laajemmin. Samalla sijoituspalveluyrityksiä koskeva normisto muutettaisiin pitkälti saman tyyppiseksi kuin luottolaitoksiin sovellettava sääntely. Muutoksilla pyritään direktiivien voimaansaattamisen lisäksi saattamaan arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö vastaamaan enemmän käytännön tarpeita.

Ehdotetut muutokset koskevat myös OTC-johdannaisten markkinoita. Ensinnäkin tällaiset johdannaissopimukset määriteltäisiin sijoituspalveluyrityksiläisissä *sijoituskohteiksi*. Muita sijoituskohteita olisivat arvopaperit ja vakioidut johdannaissopimukset. Lain tarkoittamina johdannaissopimuksina pidettäisiin esimerkiksi termiinisopimuksia, korkotermiinejä (*forward rate agreements*) sekä korun-, valuutan- ja osakkeenvaihtosopimuksia. Samoin arvopaperien tai johdannaissopimusten hankkimiseksi tai luovuttamiseksi tarkoitettut optiot olisivat sijoituskohteita.

Sijoituskohteisiin liittyvien palvelujen harjoittaminen olisi laissa määritellyissä tapauksissa toimintaa, johon edellytettäisiin toimilupaa. Laissa määriteltäisiin luvanvaraiseksi sijoituspalveluksi arvopaperinvälitys, markkinatakaus, arvopaperikaupinta, emissionjärjestäminen sekä omaisuudenhoito. Tämän mukaan ensinnäkin OTC-johdannaisten osto, myynti ja vaihto sekä johdannaisia koskevien toimeksiantojen välittäminen ja toteuttaminen omissa nimissä toisen lukuun (komissiokauppa) tulisi luvanvaraiseksi arvopaperinvälitykseksi. Sama koskee OTC-johdannaissopimusten

markkinatakauksen antamista ja ylläpitämistä esimerkiksi arvopaperipörssin, optioyhteisön tai Suomen Pankin kanssa tehdyn sopimuksen perusteella. Edelleen vakioehtoisia johdannaissopimuksia koskeva niin sanottu dealing-toiminta eli kaupankäynti omaan lukuun edellyttäisi vastedes lain vaatimusten täyttämistä. Lain tarkoittamat dealerit ovat arvopaperimarkkinoilla eräänlaisia tukkukauppiaita, jotka toimivat säännöllisesti, ammattimaisesti ja aktiivisesti omaan lukuunsa ja omalla vastuullaan ilman toimeksiantoja muilta tahoilta. Olennaista olisi se, että dealer tarjoutuu markkinoilla aktiivisesti kauppohenkilöksi, vaikka dealer ei annakaan markkinatakaukseen verrattavaa sitoumusta markkinoiden ylläpitämisestä. Lain tarkoittamaa toimiluvanvaraista sijoituspalvelua olisi lisäksi johdannaissalkun hoitaminen itsenäisesti asiakkaan lukuun (omaisuudenhoito).

Sijoituspalveluyrityksissä tarkoitettujen toimintamuotojen luvanvaraisuutta arvioitaessa ei edellytetä, että johdannaissopimukset pitäisi tehdä järjestäytyneillä markkinoilla. Siksi myös aidot ja räätälöivät OTC-johdannaissopimukset kuuluisivat kiistämättä uuden lainsäädännön piiriin. Muualla laissa tosin tehdään mahdolliseksi johdannaismarkkinoiden järjestäminen arvopaperimarkkinalain tarkoittaman julkisen kaupankäynnin yhteyteen.

Johdannaissopimuksiin liittyviä luvanvaraisia palveluja tarjoava yritys harjoittaa Suomen markkinoilla säännönmukaisesti sellaista muuta toimintaa, johon se on joutunut hankkimaan toimiluvan. Kun OTC-johdannaisten markkinat ovat keskittyneet suurimpiin pankkeihin, ei merkittävimmille markkinaosapuolille aiheudu laista uusia toimilupavaatimuksia.

Sijoituspalveludirektiivin voimaansaattamisen yhteydessä tulisivat myös eräät arvopaperimarkkinalain säännökset sovellettaviksi OTC-johdannaissopimuksiin. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun määritelmiä sisältävän 4 §:n mukaan edellä kuvattujen sijoituspalvelujen määritelmää käytettäisiin myös arvopaperimarkkinaissa. Samassa pykälässä määriteltäisiin sijoituspalveluyritykset arvopaperinvälittäjiksi, joihin sovelletaan erityisesti lain 4 luvun menettelytapasääntöjä. Lisäksi henkilö, joka tarjoaa sijoituspalvelua arvopaperinvälittäjän edustajana, olisi meklari siitä riippumatta, kohdistuuko palvelu arvopapereihin vai johdannaisiin. Meklarina pidettäisiin jokaista arvopaperinvälittäjän palveluksessa olevaa ja muuta arvopaperinvälittäjää edustavaa luonnollista henkilöä, jolla on oikeus tarjota sijoituspalvelua arvopaperinvälittäjän lukuun. Näin selkeytettäisiin valtuutusuhteiden sääntelyä OTC-johdannaisten markkinoilla muita arvopaperimarkkinoiden lohkoja vastaavaksi.

Arvopaperimarkkinalain muutokset tekisivät mahdolliseksi myös vakioehtoisten johdannaissopimusten markkinoiden järjestämisen säänneltyihin puitteisiin. Lain 3 luvun 13 §:n mukaan voitaisiin muun kuin arvopaperipörssin pörssilistalla tapahtuvan julkisen kaupankäynnin säännöissä määrätä myös muiden kuin vakioitujen johdannaissopimusten kaupankäynnistä. Vaikka johdannaiskaupankäynnistä ei voitaisikaan määrätä pörssilistan kaupankäyntisäännöissä, voisi arvopaperipörssi harjoittaa pörssilistan ylläpitämisen lisäksi muun julkisen kaupankäynnin järjestämistä. Siten myös arvopaperipörssi voisi laatia säännöt OTC-johdannaissopimusten kaupankäynnille. Pörssilista tai muu julkinen kaupankäynti voitaisiin lain mukaan ilmoittaa Euroopan yhteisöjen komission ylläpitämään säänneltyjen markkinoiden luetteloon. Tämä puolestaan avaisi muiden jäsenmaiden sijoituspalveluyrityksille mahdollisuuden osallistua kaupankäyntiin.

Lainmuutosta harkittaessa on pidetty mahdollisena, että OTC-johdannaissopimukset voivat swap-sopimuksia lukuun ottamatta olla luonteeltaan luovutuskelpoisia. Näin sopimukset saattava joutua vaihdantaan. Uuden lainsäädännön tarkoittamat

johdannaissopimukset voivat olla räätälöityjä, mutta käytännössä markkinoiden toiminta johtaa ehtojen vakioitumiseen. Järjestäytyneissä muodoissa toimiva sopimusten selvitys edellyttää niin ikään käytännössä vakioehtoja.

Järjestetyillä markkinoilla kaupattavia OTC-johdannaissopimuksia koskevaa menettelytapanormistoa lisättäisiin ja selkiinnytetäisiin arvopaperimarkkinalain 10 luvun 1 §:n muutoksella. Ensinnäkin samalla, kun sisäpiiriä ja arvopaperikaupankäyntiin osallistuvia tahoja koskevasta kaupankäyntirajoituksesta luovuttaisiin, muutettaisiin näihin ryhmiin kuuluvien henkilöiden tekemät kaupat julkisiksi. Lain mukaan tämän ilmoitusvelvollisuuden tarkoittamat tiedot voitaisiin tuottaa suoraan arvosuusjärjestelmästä. Ilmoituksia vastaanottaisivat liikkeeseenlaskijat, arvopaperipörsseit, arvopaperinvälittäjien yhteisöt sekä arvopaperinvälittäjät. Nämä tahot joutuisivat myös pitämään julkista rekisteriä ilmoituksista. Ilmoitusvelvollisuutta ja rekisterinpitoa koskevat säännökset ulotettaisiin sellaisiin vakioituihin johdannaissopimuksiin, joiden kohde-etuutena on osake tai siihen oikeuttava arvopaperi, jolla käydään kauppaa julkisesti. Lisäksi koko pykälän säännösten, siis myös edellä optiokauppalakia koskevassa jaksossa lueteltujen menettelytapanormien, soveltamisalaa laajennettaisiin sellaisiin johdannaissopimuksiin, joiden kaupankäynnistä on laadittu 3 luvun 13 §:n tarkoittamat säännöt. Siten myös vakioehtoisten johdannaissopimusten kaupankäynnissä olisi noudatettava hyvää tapaa, annettava asiakkaalle riittävät tiedot sijoituskohteesta ja vältettävä sisäpiirin tiedon väärinkäyttöä. Tämä nimenomaisia vaatimuksia sisältävä erityislainsäädäntö lisää oikeusvarmuutta. Menettelytapasäännökset eivät kuitenkaan koskisi johdannaissopimuksia, joille ei ole järjestetty lain tarkoittamia markkinoita.

2.5 Johdannaisiin liittyvät rahoitustarkastuksen kirjanpito- ja riskienseurantatannot

Rahoitustarkastuksen valvottavilleen antamissa, kirjanpitoa ja riskienhallintaa koskevissa normeissa käsitellään johdannaissopimuksia.

2.5.1 Määräys 106.1 luottolaitoksen tilinpäätöksestä (annettu 6.10.1994, voimassa 1.1.1995 lukien toistaiseksi)

Rahoitustarkastuksella on luottolaitoslain 30 §:n 2 momentin perusteella oikeus antaa määräyksiä luottolaitoksen tilinpäätöksen laatimisesta. Näissä määräyksissä voidaan poiketa jopa kirjanpitolain säännöksistä, mutta poikkeamisen täytyy perustua kirjanpitolainsäädännön yleisten periaatteiden toteutumiseen, kuten oikean ja täsmällisen kuvan syntymiseen valvottavan kirjanpitotoiminnasta. Korko-, osake- ja valuuttajohdannaisia sekä optio- ja termiinisopimuksia koskevat tarkemmat tilinpäätösmääräykset ovat kirjanpitomääräyksen liitteessä II. Johdannaissopimukset ilmoitetaan erikseen luottolaitoksen taseen ulkopuolisissa sitoumuksissa.

Liite II koskee johdannaissopimusten käsittelyä kirjanpidossa. Määräykset koskevat sekä vakioituja että vakioimattomia johdannaissopimuksia. Pääsääntö on, että valuutta- ja korkojohdannaissopimukset arvostetaan tilinpäätöksessä markkinahintaan (*mark to market*). Kirjanpitokäsittelyssä erotetaan position suojaamistarkoituksessa tehdyt johdannaissopimukset muussa tarkoituksessa tehdyistä johdannaissopimuksista. Suojaamiseen rinnastetaan johdannaissopimuksen kattaminen toisella johdannaissopimuksella.

Suojaavien sopimusten arvostuksessa otetaan huomioon suojattava varallisuus tai sitoumukset siten, että johdannaissopimuksen ja suojauksen kohteen vastakkaissuuntaiset arvonmuutokset kumoavat toisensa. Näin johdannaissopimuksen arvonnousu ei realisoi voittoa, jos suojattavan varallisuuden arvo on samanaikaisesti laskenut.

Muussa kuin suojaamistarkoituksessa tehdystä johdannaissopimuksesta kirjataan tuotoksi tai kuluksi tilinpäätöshetken todennäköisen sulkemishinnan ja sopimuksen mukaisen hinnan erotus. Jos johdannaissopimus toteutetaan kohde-etuuden luovutuksella, voidaan sopimuksesta kirjattava tuotto tai kulu ottaa huomioon kohde-etuuden hankintahintaa vähentävänä tai lisäävänä tekijänä. Yhtä aikaa erääntyvät vakiodut johdannaissopimukset voidaan kirjata yhtenä, tiliaseman muutoksen määräisenä yhdistelmäkirjauksena.

Vastaavat määräykset sisältyvät rahoitustarkastuksen arvopaperinvälitysliikkeille antamaan *määräykseen 203.13 arvopaperinvälitysliikkeen tilinpäätöksestä (annettu 11.11.1994, voimassa 1.1.1995 lukien toistaiseksi)*.

Rahoitustarkastuksessa on valmisteltu luottolaitoksen ja arvopaperinvälitysliikkeen tilinpäätösmääräysten muuttamista. Muutokset koskisivat liitettä II. Uudet määräykset tulisivat voimaan vuoden 1997 alusta, mutta niitä voitaisiin noudattaa jo vuonna 1996. Määräykseen liitettäisiin ohjeellisia osia, jotka eivät sido samalla tavalla kuin määräysosa. Ohjeellisilla osuuksilla pyritäisiin lähinnä tarkentamaan määräysten sisältöä. Muutoksissa otettaisiin huomioon markkinariskidirektiivin ja vakavaraisuuslaskentaan liittyvän netotusdirektiivin vaatimukset. Määräyksessä yhtenäistettäisiin eri johdannaissopimusten liiketapahtumien kirjaamista ja arvostusta koskevia sääntöjä. Suojaavat johdannaissopimukset eroteltaisiin entistä tarkemmin muista johdannaissopimuksista. Luottolaitoksen tai sijoituspalveluyrityksen olisi pystyttävä jatkuvasti näyttämään suojattavan position sisältö. Lisäksi edellytettäisiin, että johdannaisen ja suojattavan tase-erän välillä on riittävä yhteys. Johdannaisen ei kuitenkaan tarvitse kattaa suojattavaa erää kokonaan. Asetettuja optioita ei lähtökohtaisesti voitaisi pitää lainkaan suojaavina. Arvostuksessa noudatettaisiin yleisperiaatetta, jonka mukaan ratkaiseva olisi julkisesti noteerattu ja luotettava korko tai hinta, mutta jollei tällaista ole käytettävissä, sopimukset arvostettaisiin rahoitustarkastuksen hyväksymän hinnoittelumallin avulla.

2.5.2 Määräys 106.7 luottolaitoksen vakavaraisuussuhteen ja konsolidoidun vakavaraisuussuhteen ilmoittamisesta (annettu 19.4.1994, voimassa 30.4.1994 lukien toistaiseksi)

Vakavaraisuusmääräyksessä määritellään, miten luottolaitoslain 72 §:ssä tarkoitettu omien varojen sekä riskipainotettujen saamisten ja sijoitusten välinen suhde (8 %:n vakavaraisuusvaatimus) ilmoitetaan rahoitustarkastukselle. Määräys koskee myös taseen ulkopuolisten erien, mukaan lukien johdannaissopimusten, ilmoittamista. Johdannaissopimuksissa riskien katsotaan kohdistuvan siihen, miten valuuttakurssien tai korkojen muutos vaikuttaa sopimuksen arvoon. Johdannaissopimukset muutetaan luottovasta-arvoksi sopimuksen tyyppin mukaisella kertoimella. Luottovasta-arvo puolestaan painotetaan sopimuksen vastapuolen mukaisella riskiluokalla (I - IV) samoin kuin taseeseen sisältyvät saamiset.

Määräyksiä on tarkennettu liitteellä, joka sisältää kaavakkeet luottolaitoksen vakavaraisuuden kolmannesvuosisraportin tekemistä varten ja konsolidoidun vakavaraisuuden ilmoittamiseksi sekä näiden kaavakkeiden täyttöohjeet. Täyttöohjeissa puolestaan annetaan aineellisia normeja johdannaissopimusten arvostamisesta.

Taseen ulkopuoliset erät jaetaan vakavaraisuuskäsittelyssä kahteen osaan. Muut kuin korko- ja valuuttakurssisidonnaiset erät ilmoitetaan määrästä, joka sopimusten perusteella voidaan joutua maksamaan. Korko- ja valuuttakurssisidonnaiset erät puolestaan ilmoitetaan joko käyvän arvon menetelmää tai alkuperäisen hankinta-arvon menetelmää käyttäen.

Kun luottolaitos ostaa osakkeen tai muuta varallisuutta termiinisopimuksella, lasketaan sopimus täydestä arvostaan luottovasta-arvoksi (100 %:n mukainen luottovasta-arvo). Tähän suurimman riskin luottovasta-arvoryhmään luetaan myös takaussitoumukset ja muut suorat luoton vastineet, luovutettuihin varoihin liittyvät vastuut, talletusentekosopimukset ja osittain maksetut arvopaperit. (Urakka)takuusitoumukset, takaisinmyyntioptioin myydyt arvopaperit, merkintäsitoumukset ja lisäluottojärjestelyt sekä muut yli yhden vuoden sitoumukset ovat puolestaan sopimuksia, jotka muutetaan luottovasta-arvoksi vain puolesta arvostaan. Lyhytaikaisiin kauppatapahtumiin liittyvien sitoumusten, kuten remburssien luottovasta-arvo on 20 %. Muita enintään vuoden pituisia sitoumuksia ei oteta huomioon lainkaan (luottovasta-arvo on 0 %).

Korko- ja valuuttakurssisidonnaisia johdannaisopimuksia käsitellään vakavaraisuuslaskennassa erikseen. Luottolaitos raportoi sopimukset rahoitustarkastukselle valintansa mukaan joko alkuperäisen hankinta-arvon (*original exposure*) tai käyvän arvon (*marking to market*) menetelmää käyttäen. Laskelmassa ei oteta huomioon alle kahden viikon mittaisia sopimuksia eikä futuureja, joiden nettoarvon muutokset selvitetään päivittäin marginaalitileiltä. Optiosopimuksista otetaan huomioon vain luottolaitoksen ostamat optiot. Sopimukset voidaan ilmoittaa nettomääräisinä, jos osapuolten välillä on sovittu siitä, että jokainen uusi sopimus korvaa aikaisemmat, samanaikaisesti erääntyvät ja samaa valuuttaa koskevat sopimukset. Nettoilmoitus hyväksytään siten velvoitteiden novaatioon perustuvasta eli niin sanotussa veloitetenetuksesta (*netting by novation*).

Korko- ja valuuttakurssisidonnaisille johdannaisille lasketaan jälleenhankintakustannus. Se saadaan vertaamalla sopimusten vallitsevaa markkinahintaa alkuperäiseen hankintahintaan. Sopimus otetaan laskennassa huomioon, jos vallitseva hinta on korkeampi.

Markkina-arvona pidetään vakavaraisuusilmoituksen raportointikauden päättymispäivän kaupantekokurssia tai tarjousten keskiarvoa. Jollei arvostettava sopimus ole julkisen kaupankäynnin kohteena, sopimukselle määritetään päättymispäivänä vallitsevaan markkinakorkoon tai valuuttakurssiin perustuva laskennallinen arvo. Koronvaihtosopimuksista raportoidaan käyvän arvon menetelmässä kuitenkin vain jälleenhankintakustannus.

2.5.3 Yleisohje 105.12 johdannaisriskien hallinnasta

Rahoitustarkastus on antanut luottolaitoksille yleisohjeen johdannaisriskien hallinnasta. Ohjeella tarkoitetaan normihierarkiassa viranomaisen päättämiä yleisiä sääntöjä, jotka eivät ole velvoittavia. Ohjeet on erotettava määräyksistä, joita on noudatettava velvoittavina ja joiden antaminen perustuu aina valtuutussäännökseen.

Johdannaisriskien hallintaa koskevat ohjeet sisältävät rahoitustarkastuksen näkemyksen siitä, millaisia vähimmäisvaatimuksia luottolaitoksen sisäisen riskienhallintajärjestelmän on täytettävä, jotta se olisi luottolaitoslain 68 §:n mukainen. Tässä pykälässä säädetään yleisesti, ettei luottolaitos saa toiminnassaan ottaa niin suurta riskiä, että siitä aiheutuu olennaista vaaraa laitoksen toiminnalle. Luottolaitokselta edellytetään pykälässä riittäviä riskienvalvontajärjestelmiä.

Yleisohjeessa ei erotella vakioituja ja muita johdannaissopimuksia toisistaan, joten ohje soveltuu kaikkeen johdannaistoimintaan. Mitään luottolaitoksen toimintaloikoista ei myöskään ole rajattu ohjeen soveltamisalan ulkopuolelle, joten ohje on tarkoitettu noudatettavaksi myös tukkumarkkinoilla. Ohjeessa on erityisesti otettu huomioon ns. Baselin pankkivalvontakomitean 27.7.1994 julkistama suositus *Risk Management Guidelines for Derivatives*. Ohjeessa hyväksytään se lähtökohta, että johdannaiset sisältävät riskejä kuten muutkin luottolaitoksen toiminnot. Johdannaissopimusten tekemistä ei pyritä kieltämään, koska johdannaiset kuuluvat nykyaikaiseen kansainvälistyvään pankkitoimintaan. Sopimuksista johtuvia riskejä on kuitenkin pyrittävä hallitsemaan, ja riskienhallintaa varten on luotava selkeät menetelmät ja järjestelmät.

Yleisohjeessa tyypitellään erilaisia johdannaistoimintaan liittyviä riskejä, joihin rahoitustarkastuksen valvonta kohdistetaan. Nämä riskityypit on lueteltu tässä esityksessä aikaisemmin. Luottolaitoksen on pyrittävä hallitsemaan luottoriskiä asiakaskohtaisilla riskirajoilla, joiden tulee sisältyä asiakkaiden kokonaisluottolimiitteihin. Limiiteistä päättämistä ei saa jättää yksin luottolaitoksen kaupankäynnistä ja asiakasliiketoiminnasta vastaaville yksiköille. Asiakasriskejä on seurattava jatkuvasti, eikä limiittejä pääsääntöisesti saa ylittää. Markkinariskien hallinnassa käytetään riskiasemarajoituksia, hälytysrajoja sekä tappionkatkaisurajoja (*stop loss*). Ohjeessa edellytetään, että markkinariskiä mitataan päivittäin riskien toteutumisen todennäköisyyslaskentaan perustuvilla *value at risk* (VAR) -menetelmillä.

Luottolaitoksen rahoitusriskin valvonnassa on ennakoitava johdannaissopimuksista johtuvia erityisiä rahoitustarpeita. Ohjeen mukaan luottolaitoksen on sisäisin limiitein rajoitettava saataviensa, kuten markkinoilta hankittujen velkasitoumusten käyttämistä johdannaissopimusten vakuutena. Näiden vakuuksien realisoiminen vaikuttaa nimittäin luottolaitoksen maksuvalmiuteen. Luottolaitos ei voi omin toimin vaikuttaa markkinoiden likviditeettiriskiä yhtä paljon kuin muihin riskityyppeihin. Silti tätäkin riskiä on seurattava, ja sen toteutumiseen on valmistauduttava esimerkiksi hajauttamalla johdannaissalkkua.

Luottolaitoksen sisäisiä operationaalisia riskejä on yleisohjeen mukaan pyrittävä välttämään erottamalla johdannaisten kaupankäynti selvitys- eli *back office* -toiminnosta ja kirjanpidosta. Johdannaistoimiin osallistuvilla henkilöillä on asetettava erityisiä pätevyysvaatimuksia. Tietojärjestelmiin, työnkulkuihin ja johdannaisten hinnoittelumalleihin on kiinnitettävä huomiota operationaalisen riskin kannalta.

Oikeudellista riskiä on koetettava rajoittaa johdannaissopimusten osapuolten oikeustoimikelpoisuuden varmistamisella ja oikeudellisesti sitovien netotusjärjestelmien käytöllä. Lisäksi ohjeessa asetetaan luottolaitokselle erityinen velvollisuus selvittää asiakkaalle tehtävään johdannaissopimukseen liittyviä oikeudellisia kysymyksiä. Jos luottolaitoksen vastapuoli ei käy ammattimaisesti johdannaiskauppaa, on hänelle selvitettävä johdannaissopimuksen riskejä. Tällöin luottolaitoksen on arvioitava myös asiakkaan kykyä hallita johdannaissriskejä sekä sopimuksen soveltuvuutta asiakkaan tarkoittamaan käyttöön. Jos sopimus ei luottolaitoksen mielestä sovellu asiakkaan tarkoitukseen, on laitoksen syytä ilmoittaa tämä asiakkaalle. Yleisohjeessa asetetaan siten edellä kuvattuihin *suitability*-normeihin verrattava velvollisuus. Tämä velvollisuus soveltuu myös tukkumarkkinakauppaan ja -asiakkaisiin.

Yleisohjeessa kiinnitetään erityistä huomiota luottolaitoksen johtokunnan ja ylimmän johdon asemaan riskinhallinnassa. Johtokunta on viime kädessä vastuussa johdannaistoiminnasta, joten sen tulee laatia tärkeimmät toimintaa ohjaavat ja riskinhallintaa koskevat periaatteet. Strategista riskiä hallitaan johtokunnan

päätöksillä. Riskinoton kasvattamiseen perustuva strategia sekä uuden toiminnan aloittaminen on hyväksyttävä johtokunnassa.

Lisäksi ohjeessa kiinnitetään huomiota riskienhallinnan organisointiin sekä sisäiseen tarkastukseen ja valvontarutiineihin. Johdannaistoiminnan aiheuttamat riskit on pyrittävä liittämään osaksi luottolaitoksessa valvottavien riskien kokonaisuutta. Riskienvalvontajärjestelmän on ohjeen mukaan täytettävä vähintään seuraavat edellytykset:

- johdannaissopimukset sisältyvät luottolaitoksen riskienhallintajärjestelmään,
- järjestelmällä valvotaan kaikkea johdannaistoimintaa ja valvonta sisältää luottolaitoksen lisäksi sen konsolidointiryhmään kuuluvat luottolaitokset,
- valvonnan kohteena ovat erikseen kaikki riskityypit,
- johto pystyy käytännössä valvomaan ja ohjaamaan järjestelmän avulla johdannaistoimintaa,
- järjestelmän tulee sisältää tärkeimmät riskilimitit ja muut riskinoton rajoitteet,
- riskeistä tuotetaan paikkansapitävää tietoa, jota verrataan asetettuihin limiitteihin ja valittuun toimintapolitiikkaan.

3. Kansainvälisiä esimerkkejä

3.1 Ruotsi

Ruotsissa ei ole voimassa erillistä optiokauppalakia. Johdannaisten kaupankäynnin järjestämisestä ja sopimusten selvityksestä säädetään pörssi- ja selvitystoimintaa koskevassa laissa (*lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet*). Lain mukaan johdannaisten selvitystoiminta edellyttää toimilupaa. Selvitystoiminta puolestaan määritellään optiokauppain tavoin optio- ja termiinisopimusten ammattimaiseksi kaupantakaamiseksi. Option ja termiinin määritelmät vastaavat pitkälti optiokauppain määritelmiä.

Pörssissä voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi kaiken tyyppisiä rahoitusvälineitä (*finansiella instrument*), joita tarkoitetaan rahoitusvälineiden kaupankäyntiä koskevassa laissa (*lag (1991:980) om handel med finansiella instrument*). Myös johdannaissopimukset ovat rahoitusvälineitä. Optioita ja termiinejä voidaan kuitenkin ottaa kaupankäynnin kohteeksi vain, jos niillä ja niiden kohde-etuuksilla käydään hintakehityksen luotettavuuden kannalta riittävästi kauppaa. Kaupankäynti voidaan järjestää pörssin lisäksi myös muulla toimiluvan saaneella markkinapaikalla (*auktoriserad marknadsplats*), johon sovelletaan osaksi samoja sääntöjä kuin pörssiin. Pörssi- ja selvitystoimintaa koskevassa laissa ei erotella vakoituja ja muita johdannaissopimuksia toisistaan. Johdannaisten selvitysyhteisön toimilupa- ja muita vaatimuksia koskee lain 8 luku. Lain 9 luku puolestaan sisältää määräykset selvitysyhteisön toiminnasta. Siinä edellytetään selvitysyhteisöltä mm. sääntöjen laatimista sekä riittävää vakuus- ja riskiehallintaa. Lisäksi laissa säädetään nyttemmin myös kahdenvälisen netotussopimusten sitovuudesta.

OM Stockholm AB -niminen yhtiö toimii tällä hetkellä johdannaissopimusten markkinapaikkana ja selvitysyhteisönä Ruotsissa. Yhtiö aloitti toimintansa vuonna 1985. Yhtiön toimintaperiaatteet vastaavat pitkälti suomalaisen SOM:n periaatteita. OM ylläpitää kahta markkinapaikkaa. Elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä käydään kauppaa osakeoptioilla ja -termiineillä, indeksioptioilla ja -termiineillä sekä osakelinaussopimuksilla. Kaupankäyntiin sovelletaan OM:n antamia markkinasääntöjä. Tämän lisäksi OM tarjoaa markkinoille käsivälitteisen kaupankäyntipalvelun. Markkina on tarkoitettu sellaisille yhdistelmätoimeksiannoille ja vakioimattomille tuotteille, joita ei voida toteuttaa elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä. Manuaalisessa järjestelmässä voidaan tehdä kauppooja räätälöidyillä tuotteilla, joita OM tarjoaa asiakkailleen. Räätälöityjen TMC -tuotteiden (*Tailor Made Clearing produkt*) osuus johdannaismarkkinoista on kuitenkin pieni. Molemmissa järjestelmissä OM tulee kaupan osapuoleksi ja takaa kaupan lopputuloksen.

Ruotsalaisten osapuolten tekemien johdannaissopimusten nimellinen kokonaisarvo oli vuoden 1993 lopussa yhteensä noin 7650 miljardia kruunua. Tästä summasta melkein kaksi kolmasosaa liittyi korkojohdannaisiin ja yksi kolmasosa valuuttajohdannaisiin. Vain viisi prosenttia summasta kohdistui osakejohdannaisiin. Vuonna 1993 johdannaismarkkinoiden kuukausivaihto oli noin 1500 miljardia kruunua.

Johdannaismarkkinat ovat myös Ruotsissa hyvin keskittyneet. Neljä suurinta markkinaosapuolta teki vuonna 1993 noin 85 % valuuttajohdannaisista, 45 % korkojohdannaisista ja 65 % osakejohdannaisista. Johdannaismarkkinoiden kokonaisvaihdosta noin 40 % selvitettiin keskitetysti OM:ssä tai muussa selvitysyhteisössä.

3.2 Englanti

Lontoo on Euroopan johtava finanssikeskus, ja myös sen johdannaismarkkinat ovat maailmassa merkittävät. Keskeisin johdannaispörssi, *the London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), on maailman neljänneksi suurin termiinien markkinapaikka. Vuonna 1982 toimintansa aloittaneessa LIFFE:ssä käydään kauppaa vakioiduilla optioilla ja termiineillä, joiden kohde-etuuksia ovat rahoitusmarkkinoiden tuotteet. LIFFEN lisäksi Lontoossa toimii hyödykejohdannaispörssi *London Commodity Exchange* (LCE), jo vuonna 1877 perustettu metallipörssi *London Metal Exchange* (LME) sekä öljy- ja bensiinisopimusten markkinapaikka *International Petroleum Exchange* (IPE). LIFFE:ssä, IPE:ssä ja LME:ssä tehdyt kaupat selvitetään keskitetysti erillisessä *London Clearinghouse Ltd* (LCH) -nimisessä selvityskeskuksesta. Pohjoismaisittain mielenkiintoinen Lontoossa sijaitseva optiopörssi on *OMLX Ltd. - the London Securities and Derivatives Exchange*, jossa käydään kauppaa lähinnä ruotsalaisilla tuotteilla. Optiopörssin omistaa kokonaan OM Gruppen AB, jonka tytäryhtiö on myös äsken mainittu OM Stockholm AB.

Pörssikaupankäynnin lisäksi Lontoon asema finanssikeskuksena perustuu pitkälti OTC-tuotteiden markkinoiden likviditeettiin.

Englannin rahoitusmarkkinoita säännellään *Financial Services Act 1986* -nimisessä sijoituspalveluja koskevassa laissa, joka tuli voimaan keväällä 1988. Laki on itseasiassa puitenormisto laajoille itsesääntelyjärjestelmille, joita rahoitusmarkkinoiden eri lohkoille on perustettu. Rahoitusmarkkinoiden valvonnasta, pankkivalvontaa lukuun ottamatta, vastaa *Securities and Investment Board* (SIB) -niminen yksityisoikeudellinen yhteisö, jolle sääntely- ja valvontavaltuudet on delegoitu. SIB:n alaisuudessa toimii puolestaan useita itsesääntely- ja valvontaorgaaneja kullakin rahoitusmarkkinoiden loholla. Johdannaismarkkinoiden itsesääntelyorgaani on *Securities and Futures Authority* (SFA). Pankkien lupahallinnosta ja sääntelystä huolehtii Englannin keskuspankki.

Johdannaissopimukset määritellään sijoituspalveluja koskevassa laissa osakkeiden, joukkovelkakirjojen ja muiden arvopapereiden ohella sijoituksiksi (*investments*). Sijoituksiin liittyvien palvelujen tarjoamiseen puolestaan vaaditaan toimilupaa.

Oikeudellisia riskejä on ryhdytty arvioimaan Englannin johdannaismarkkinoilla erityisesti edellä mainitun Hammersmithin ja Fulhamin paikallisneuvoston tapauksen jälkeen. Vastikään tehdyn selvityksen mukaan *ultra vires* -oppi soveltuu myös esimerkiksi *building society* -tyyppisiin luottolaitoksiin ja vakuutusyhtiöihin. Nämä voivat tehdä johdannaissopimuksia vain oman toimintansa yhteydessä ja toiminnan turvaamiseksi. Sen sijaan sulkeutuvaa *close out* -netotusta pidetään Englannin markkinoilla sitovana, vaikka yhtään merkittävää ennakkotapausta netotuksen sitovuudesta ei olekaan annettu. Johdannaissopimukset voidaan Englannin lain mukaan tehdä suureksi osaksi muotovapaasti, mutta esimerkiksi takaus on annettava kirjallisesti, ja muiden vakuusjärjestelyjen muodot on säädetty yksityiskohtaisesti.

3.3 Yhdysvallat

Yhdysvaltojen johdannaismarkkinat ovat ainutlaatuiset valtavan kokonsa, laajan sopimuskirjonsa ja markkinaosapuolten määrän takia. Yhdysvaltoja voidaan pitää nykyaikaisten johdannaismarkkinoiden kehtona. Markkinoilla toimivat johdannaispörssit jaetaan päätuotteiden mukaan optiopörssihin ja termiinipörssihin. Optiopörssijä on kuusi. Niissä tehdyt kaupat selvitetään keskitetysti erillisessä *Options Clearing Corporation (OCC)* -nimisessä selvitysyhteisössä. Termiinipörssijä on markkinoilla toistakymmentä, ja näissä pörsseissä voidaan tehdä kauppooja mitä mielikuvituksellisimmista kohde-etuuksista. Termiinien selvitystä hoitavat useat selvitysyhteisöt. Pörssit ja selvitysyhteisöt ovat itsesääntelyorgaaneja.

Vuonna 1848 aloitti Chicagossa ensimmäinen johdannaispörssi, jossa käytiin kauppaa viljafutuureilla. Nykyään tämän *Chicago Board of Trade* -pörssin (CBOT) tuotevalikoima sisältää huomattavan määrän maataloustuote-, jalometalli-, raaka-aine- ja muita hyödykejohdannaisia. Toinen Chicagon johdannaispörssi, vuonna 1973 perustettu *Chicago Board Options Exchange* (CBOE), tarjoaa lähinnä rahoitusmarkkinajohdannaisia. CBOT on maailman suurin futuuripörssi, ja CBOE on maailman suurin optiopörssi. Chicagossa toimii myös kolmas johdannaispörssi, *Chicago Mercantile Exchange* (CME), jossa käydään kauppaa laajaan kohde-etuusvalikoimaan kohdistuvilla futuureilla ja optioilla. CME:n merkittävin rahoitusmarkkinatuote ovat ns. eurodollarifutuurit. CME:tä pidetään CBOT:n jälkeen maailman toiseksi suurimpana termiinipörssinä. Viiden suurimman joukkoon kuuluu myös *New York Mercantile Exchange*.

Yhdysvaltain lainsäädäntö jakautuu liittovaltion yleiseen lainsäädäntöön ja osavaltioiden omaan lainsäädäntöön. Liittovaltion toimivalta on tarkkaan rajattu perustuslaissa. Arvopaperimarkkinoista ja johdannaistoiminnasta on säädetty liittovaltion tasolla *Securities Act* ja *Securities Exchange Act* -nimisissä laeissa, jotka säädettiin 1930 -luvulla New Yorkin pörssiromahduksen jälkimainingeissa. Sekä liittovaltion että osavaltioiden lainsäädännössä on kiinnitetty erityistä huomiota markkinoiden toimintakykyyn. Yleensä rahoitusalan etujärjestöt ovat saaneet läpi markkinoiden toimintaa parantavia ja tehostavia uudistuksia.

Yksi oikeudellista varmuutta lisäävistä uudistuksista on liittovaltion tasolla säädetty *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Lain tarkoitus on poistaa epävarmuus kahdenvälisen ja monenkeskisten netotusjärjestelmien oikeudellisesta sitovuudesta ja pätevydestä. Netotusta käytetään yleisesti amerikkalaisissa selvitysjärjestelmistä. Laki soveltuu rahoitusmarkkinoilla toimivien laitosten (*financial institutions*) välisiin sopimusjärjestelmiin. Sääntelyn katsotaan takaavan myös sulkeutuvan netotuksen sitovuuden.

Amerikkalaisten omissa arvioissa liitetään johdannaismarkkinoihin muutamia oikeudellisia riskejä. Ensinnäkin osavaltioiden irtaimen kauppaa koskevassa lainsäädännössä asetetaan sopimuksille erilaisia muotomääräyksiä, jotka saattavat vaarantaa johdannaissopimusten pätevyyttä. Toiseksi Yhdysvalloissa sovelletaan *ultra vires* -oppia. Tästä syystä viranomaisten kelpoisuus sitoutua johdannaissopimukseen on taattu useiden osavaltioiden lainsäädännössä nimenomaisesti. Kelpoisuussäännöt kuitenkin vaihtelevat. Kaikissa osavaltioissa ei lisäksi ole voimassa normeja, jotka takaavat viranomaisen tekemän johdannaissopimuksen sitovuuden. Kolmanneksi liittovaltion tuomioistuinten viimeaikainen oikeuskäytäntö on herättänyt epäilyjä johdannaissopimuksissa päivittäin laskettavien marginaalivakuusvaatimusten

täytöntöönpanokelpoisuudesta pankkeja kohtaan. Tuomioistuimet ovat katsoneet, ettei vakuusvaatimuksilla voida syrjäyttää Yhdysvaltain talletusvakuusrahaston, *Federal Deposit Insurance Corporationin*, oikeuksia.

Yhdysvalloissa on viime aikoina keskusteltu OTC-kaupankäyntiin liittyvistä riskeistä. Esimerkiksi vuoden 1991 lopussa pörssijohdannaisten nimellisen arvon laskettiin olevan 3500 miljardia dollaria, kun taas OTC-johdannaisten nimellisarvo oli 4450 miljardia dollaria.

Yleinen vastuu Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden valvonnasta kuuluu SEC:lle. Termiinipörssijä valvoo kuitenkin erillinen viranomainen, *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC).

3.4 Euroopan unioniin liittyviä kysymyksiä

3.4.1 Talous- ja rahaliitto

Euroopan unionin Talous- ja rahaliiton (EMU) eri vaiheita ja niiden sisältöä koskevat säännöt ovat Maastrichtin sopimuksen 102a - 109m artikloissa. Artiklan 109 l mukaan EMU:n kolmannen vaiheen alussa perustetaan yhteisen rahan alue ja kiinnitetään eurorahaan liittyvien valuuttojen vaihtokurssit lopullisesti ja peruuttamattomasti toisiinsa. Euroraha muuttuu tällöin nykyisestä ecu-korivaluutasta itsenäiseksi valuutaksi. Vaikka kansalliset rahayksiköt säilytettäisiinkin siirtymäaikana, pidetään eurorahaa ja kansallisia valuuttoja oikeudellisesti saman rahan eri ilmentyminä. Lopulta euroraha korvaa kansalliset valuutat myös fyysisesti. Kun valuuttojen kiinnittäminen kolmannen vaiheen alussa on lopullinen ja peruuttamaton toimenpide, poistuvat valuuttariskit eurorahaan liittyvien valuuttojen väliltä. Valuuttojen kurssit jäätyvät kolmannen vaiheen aloittamista koskevan ministerineuvoston päätöksen mukaisiksi. Toisaalta eurorahaan liittyneiden kansallisten valuuttojen ja EMU-alueen ulkopuolisten valuuttojen väliset suhteet muuttuvat eurorahan ja ulkopuolisen valuutan välisiksi suhteiksi.

Valuuttakurssien peruuttamattomalla kiinnittämisellä ja kansallisten valuuttojen katoamisella on kauaskantoisia vaikutuksia yksittäisiin sopimussuhteisiin. Komissio on laatinut yhteiseen rahaan siirtymisestä niin sanotun vihreän kirjan, jonka mukaan eri valuuttoja koskevien sopimusten jatkuvuuden turvaamiseksi saatetaan tarvita lainsäädäntöä. Nimenomaisilla lain normeilla halutaan estää se, että yksittäisten sopimusten osapuolet voisivat valuuttamuutoksiin vedoten purkaa voimassaolevia sopimuksia. Todennäköistä on, että sopimusten jatkuvuus varmistetaan Euroopan yhteisön lainsäädännöllä, joka velvoittaa jäsenvaltioita.

Komissio on antanut huhtikuussa 1994 suosituksen (94/284/EC), jossa jäsenmaita kehoitetaan varmistamaan ecu-valuutan asema ja oikeudellinen suoja kansallisessa lainsäädännössä siten, ettei ecua voida syrjiä. Sopimusten osapuolia suositellaan kohtelevaan koriecua ja myöhempää ecu-valuuttaa samalla tavalla. Ensin mainittua koskevat sopimusmääräykset tulisi siten ulottaa koskemaan myös viimeksi mainittua. Komission suositus ei ole sitova.

Johdannaissopimukset ja erityisesti swap-sopimukset voivat olla voimassa useita vuosia. Esimerkiksi 1980-luvulla on voitu tehdä sopimuksia, jotka erääntyvät vasta ensi vuosituhanneilla. Merkittävä osa johdannaissopimuksista tulee siirtymään kansallisten valuuttojen ajasta eurorahan aikaan.

Eurorahan perustaminen vaikuttaa huomattavasti valuuttariskin hallintaan liittyviin johdannaissopimuksiin, kuten valuuttatermiineihin, -optioihin ja swap-sopimuksiin. Jos

sopimus koskee kahta eurorahaan liitettävää valuuttaa, lukittuu sopimuksen arvo EMU:n kolmannen vaiheen aloituspäivänä, kun valuuttojen markkinahinnat eivät enää vaihtelee suhteessa sovittuun toteutushintaan. Sopimuksen voitto tai tappio saattaa siten määräytyä jo huomattavasti ennen sopimuksen erääntymistä. Kahta eri valuuttaa koskeva sopimus muuttuu yhtä valuuttaa koskevaksi. Siksi esimerkiksi valuuttaswapin jatkuvuutta ei voida taata.

Kolmannen vaiheen aloittaminen vaikuttaa myös sopimuksiin, joissa sopimusvaluuttoihin kuuluu sekä eurorahaan sulautuvia että sen ulkopuolisia valuuttoja. Ensinnäkin enemmän tai vähemmän kansallisista lähtökohdista määräytyneet valuuttojen arvot muuttuvat yhteisen valuutan arvoiksi. Myös kansallisiin valuuttoihin liittyvät riskit muuttuvat eurorahaan liittyviksi kurssiriskeiksi. Kun euroraha lopulta korvaa kokonaan kansalliset valuutat, muuttuvat myös johdannaisopimuksen sopimusvaluutat.

Käytännössä, vaikkakaan ei suoraan oikeudellisesti, yhteinen raha vaikuttaa myös korkojohdannaisiin. Kolmannen vaiheen alkamispäivän lähestyessä EMU-alueeseen liittyvien maiden korkojen pitäisi periaatteessa lähentyä toisiaan niin, että viimeistään alkamispäivänä korot olisivat lähes identtisiä eurorahassa ilmaistujen korkojen kanssa.

Edellä on kuvattu ISDA:n pääsopimusta, jota käytetään yleisesti kansainvälisissä yhteyksissä. Sopimuksen kahdeksannen jakson määräykset sopimusvaluutoista korostavat osapuolen velvollisuutta maksaa sovituissa valuutassa. Vastapuolen ei tarvitse ottaa vastaan muita kuin sovittuja valuuttasuorituksia. Kun eurorahasta tulee ainoa laillinen maksuväline, ei ISDA-sopimuksen osapuoli voi enää maksaa velvoitteitaan kansallisessa valuutassa. Tarkoitushakuisesti tulkiten tällaista tilannetta saatettaisiin pitää sopimuksen viidennen jakson mukaan joko sopimusrikkomuksena (maksuviivästys) tai irtisanomisperusteena (sopimuksen täyttämisen lainvastaisuus). Nämä perusteet oikeuttavat periaatteessa lakkauttamaan sopimussuhteen. Sopimuksen lakkauttaminen puolestaan saattaa houkutella sellaista osapuolta, jolle sopimus tuottaisi lakkautushetkellä voittoa. Tulkinta, jonka mukaan kansallisten valuuttojen korvautuminen oikeuttaa sopimuksen irtisanomiseen, saattaa siten synnyttää ISDA-sopimuksen mukaisiin oikeussuhteisiin *moral hazard*-tilanteen.

EU:n alueella jäsenmaiden oikeusjärjestelmissä voidaan varmistaa, että sopimukset jatkuvat entisellään eurorahan perustamisesta huolimatta. Yhteisön lainsäädännön avulla jäsenmaat voidaan velvoittaa säätämään sopimusten jatkuvuudesta kansallisesti. Jäsenmaiden mahdollisuudet rajoittuvat kuitenkin niiden oman tuomiovallan sääntelyyn. Ongelman muodostavat siten sellaiset sopimukset, joihin sovelletaan EU:n ulkopuolisen maan lakia ja joiden oikeuspaikka on unionin ulkopuolella. EU ei voi vaikuttaa esimerkiksi New Yorkin osavaltion oikeuteen eikä amerikkalaisten tuomarien päätöksentekoon. Usein juuri ISDA-sopimuksissa määritellään sovellettavaksi laiksi New Yorkin laki ja oikeuspaikaksi New York. Varmaa vastausta ei voida antaa siihen, miten New Yorkin tuomioistuin suhtautuisi sen käsiteltäväksi tuotavaan, sopimusten jatkuvuutta koskevaan riitaan.

Kysymys esimerkiksi ISDA-sopimusten jatkuvuudesta on herätetty kansainvälisillä markkinoilla ja lehdistössä. Komissio ei kuitenkaan näytä huolestuneen oikeudellisesta epävarmuudesta. Komission kannan mukaan epävarmuutta ei ole, ja sopimusten jatkuvuus tullaan tunnustamaan EU:n ulkopuolellakin. Mahdolliset ongelmat voidaan ratkaista sopimuksia muuttamalla. Kaikille tämä toiveikkuus ei kuitenkaan riitä.

3.4.2 Komission johdannaistyöryhmä

Komission alaisuudessa on vuoden 1994 kesäkuusta lähtien kokoontunut asiantuntijatyöryhmä, jonka tehtävä on selvittää johdannaistriskien hallinnassa käytettäviä menetelmiä ja niihin liittyviä valvonnallisia kysymyksiä (*Commission's expert group on prudential treatment of derivatives*). Työryhmä perustettiin komissiota luottolaitosasioissa avustavan komitean (*Banking Advisory Committee, BAC*) ehdotuksesta. Asiantuntijatyöryhmä on pyytänyt jäsenmailta johdannaismarkkinoihin liittyviä selvityksiä.

3.4.3 Euroopan parlamentin päätöslauselma ja ECOSOC:n lausunto

Euroopan parlamentti on 22.9.1995 hyväksynyt johdannaissopimuksia koskevan päätöslauselman, joka sisältää komissiolle osoitettuja suosituksia johdannaisten asemasta pääomamarkkinoilla, sekä niiden eduista ja riskeistä. Suosituksessa todetaan johdannaismarkkinoiden jakautuminen OTC- ja pörssimarkkinoihin. Parlamentti tunnustaa, että johdannaiset tuottavat taloudelliseen tehokkuuteen ja riskienhallintaan liittyviä hyötyjä, mutta esittää samalla huolensa johdannaismarkkinoiden kasvaneista riskeistä. Päätöslauselmassa ei kannateta johdannaissalaa syrjivää, tarpeetonta, kohtuutonta tai huonosti laadittua sääntelyä. Sen sijaan halutaan kannustaa johdannaissopimusten turvallista ja vastuullista käyttöä. Parlamentti pyytää komissiota selvittämään vuoden 1996 toimintaohjelmassa siitä,

- miten markkinoiden vapaaehtoiset käyttäytymissäännöt voidaan koota ja käyttää hyväksi,
- miten tilinpäätöstä koskevissa kirjanpito- ja ilmoitusmääräyksissä otettaisiin johdannaiset paremmin huomioon,
- voidaanko johdannaismarkkinoille luoda erityinen ammattitutkinto,
- miten netotusjärjestelyjen sitovuutta lujitettaisiin jäsenmaissa, sekä
- miten nämä tulokset ulotettaisiin pankkien lisäksi muihin yhtiöihin.

Suosituksessa pyydetään komissiota tutkimaan mahdollisuuksia luoda johdannaisille julkinen riskienluokittelujärjestelmä. Parlamentti edellyttää komissiolta lisäksi kertomusta johdannaissopimusten mahdollisista järjestelmäriskeistä. Parlamentin omia elimiä kehoitetaan luomaan johdannaissasioissa yhteydet Yhdysvaltain kongressiin ja Japanin valtiopäiviin.

Euroopan talous- ja sosiaalikomitea (ECOSOC), joka on elinkeinoelämän etujärjestöjen edustajista koostuva kolmikantainen ja neuvoa-antava elin, on 22.1.1996 ottanut kantaa johdannaissopimukseen (96/C 18/01). Kannanotossa eritellään johdannaissopimusten tyyppejä, esitellään markkinoiden toimintaa ja tunnuslukuja sekä jaotellaan markkinoita. Perusteellinen kannanotto sisältää ECOSOC:n suosituksia, joissa painotetaan erityisesti johdannaismarkkinoiden osapuolten sisäisiä valvontajärjestelmiä johdannaistriskien hallinnassa. Komitean näkemyksen mukaan sääntelyä ei voida laatia ainoastaan EU:n tasolla eikä kansainvälisiä valuuttavirtoja voida kahlita yhteisölainsäädännöllä. Viranomaisia kannustetaan sen sijaan laatimaan mallisopimuksia OTC-johdannaisten marginaalivakuuskäytännön parantamiseksi markkinaosapuolten välillä.

4. Oikeudellisten riskien arviointia

Kansainvälisissä suosituksissa johdannaissopimusten oikeudelliset riskit on liitetty lähinnä kahteen tekijään: netotussopimusten ja -järjestelmien sitovuuden epävarmuuteen sekä sopimuksen tekijän kelpoisuuteen sitoutua pätevästi johdannaissopimukseen. Molemmat huolet perustuvat ulkomaisiin oikeustapauksiin, joissa sitovuutta ei ole tunnustettu. Edellä on pyritty osoittamaan, etteivät julkisyhteisön sitoutumiskykyyn liittyvät ongelmat ole Suomen oikeudessa välttämättä niin polttavia kuin muissa oikeusjärjestelmissä. Netotukseen liittyy tosin joitakin epäselviä ja ratkaisemattomia kysymyksiä, mutta pääsääntöisesti netotussopimus sitoo Suomessa myös konkurssipesää.

Vieraan oikeusjärjestelmän riskit

Johdannaissopimusten oikeudelliset ongelmakohdat liittyvät Suomessa etupäässä muihin tekijöihin kuin netotukseen ja osapuolen kelpoisuuteen. Ensinnäkin on arvioitava, miten ulkomainen oikeus vaikuttaa johdannaissopimukseen. Uudet johdannaistuotteet tuodaan yleensä kansainvälisiltä markkinoilta, joilla ne on laadittu usein englantilaista tai amerikkalaista oikeutta vastaavaksi. Näihin oikeusjärjestelmiin sisältyy rakennelmia ja käsitteitä, jotka ovat Suomen perinteiselle, saksalaisperäiselle oikeusjärjestykselle vieraita. Esimerkkejä tällaisista rakennelmista ovat *ultra vires* -oppi, *consideration* -oppi¹, *parole evidence* -sääntö sekä omintakeinen *trust* -järjestelmä, jossa omaisuuden hoitaja hallitsee trustin kohteena olevaa omaisuutta täysin omistusoikeuksin edunsaajien hyväksi. Kansainvälisten sopimusmallien pelkkä suomentaminen ei riitä. Oikeusvarmuus edellyttää, että sopimusmallien sisältö ja merkitys arvioidaan Suomen oikeuden kannalta, ennen kuin niitä käytetään suomalais-ten osapuolten välisissä sopimuksissa, joihin sovelletaan kotimaista oikeutta.

Vieraan oikeusjärjestelmän mukaisen sopimuksen allekirjoittaminen antaa suomalaiselle osapuolelle aiheen erityiseen varovaisuuteen. Osapuolen on pyrittävä selvittämään, minkälaisia velvollisuuksia ja oikeuksia sopimus sisältää. Vaikka käytetyt käsitteet näyttävät vastaavan kotimaisia käsitteitä, ei tämän näennäisen vastaavuuden varaan voi tuudittautua. Aito tappionvaara syntyy siitä, ettei osapuoli ymmärrä sopimuksen sisältöä ja sen taustalla olevaa oikeusjärjestelmää. Tähän ymmärtämättömyyteen ei useinkaan voida vedota kansainvälisillä markkinoilla.

EMU ja sopimusten jatkuvuus

Edellä on esitelty Euroopan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen liittyviä sopimusoikeudellisia kysymyksiä. Sopimusten jatkuvuus kolmannessa vaiheessa olisi varmistettava ensinnäkin kotimaisessa lainsäädännössä. Lisäksi olisi selvitettävä, miten EMU vaikuttaa sopimukseen, joihin sovelletaan ulkomaista oikeutta. Johdannaissopimuksia tekevien tahojen on syytä jo etukäteen varautua muutokseen sopimusmääräyksillä.

Yritysjärjestelyjen aiheuttamat riskit

Kansainvälisen mallin mukaiset sopimukset sisältävät usein lausekkeitä, joilla rajoitetaan sopimuksen osapuolen mahdollisuuksia järjestellä liiketoimintaansa tai

¹Oppi liittyy tarjouksen sitovuuteen. Anglo-amerikkalaisessa oikeudessa tarjouksen vastaanottajalta edellytetään reaktiota, jotta tarjoukseen voidaan vedota sen antajaa kohtaan. Vastaanottajan on itse luvattava jotain tarjouksen vastineeksi tai osoitettava muuten, että hän on sitoutunut tarjoukseen.

osallistua fuusiojärjestelyihin, jotka heikentävät sopimuksen toisen osapuolen asemaa. Jos lausekkeita rikotaan, saattavat kaikki saman ulkomaisen osapuolen kanssa tehdyt johdannaissopimukset joutua irtisanomisuhan alaisiksi. Sopimusten irtisanominen ennen aikaisesti saattaa markkinatilanteen mukaan aiheuttaa osapuolelle odottamattoman suuria tappioita. Siksi kotimaisten rahoitusmarkkinoiden rakennejärjestelyissä on välttämätöntä ottaa huomioon ulkomaisten sopimuskumppanien asema ja niiden kanssa tehdyt sopimukset.

Monimutkaiset johdannaiset ja riskin ymmärtäminen

Useat suurta huomiota herättäneet tappiotapaukset ovat ainakin osaksi johtuneet siitä, ettei johdannaissopimuksen toinen osapuoli ole ymmärtänyt, millaiseen vastuuseen se sitoutuu. Tilanne on sama, vaikka osapuolen puolesta toiminut toimihenkilö ymmärtäisikin sopimuksen luonteen, mutta tieto ei saavuta osapuolen päättäviä elimiä, kuten johtokuntaa. Ongelman rakenne muistuttaa hämmästyttävästi viime vuosina tyypillisiksi tulleita takausriitoja, joissa yksityistakaajat väittävät, etteivät he ole takausta allekirjoittaessaan ymmärtäneet, millaisesta sitoumuksesta on ollut kysymys. Takaajien suojaksi onkin kuluvin vuosikymmenen aikana säädetty erityislainsäädäntöä, ja oikeusministeriössä on vireillä hanke koko takauslainsäädännön uudistamiseksi. Arvopaperimarkkinalain hyvää tapaa koskevien sääntöjen ulottaminen osaan OTC-johdannaisista palvelee samaa tarkoitusta tukkumarkkinoilla.

Sopimusoikeuden kohtuullisuussäännöt

Suomen modernille sopimusoikeudelle on tyypillistä pyrkimys heikomman osapuolen suojaamiseen. Viime aikoina pakottavaa kohtuussäätelyä on ulotettu myös elinkeinonharjoittajien välisiin suhteisiin. Kun johdannaissopimukset monimutkaistuvat, saattavat johdannaisia käyttävät asiakkaat tulla johdannaistoiminnassaan yhä riippuvaisemmiksi pankeista. Hyvinvointivaltion säätelyssä tällaista riippuvuussuhdetta pidetään erityisen tarkkailun arvoisena. Jos markkinoilla ryhdyttäisiin käyttämään hyvin eksoottisia ja toista osapuolta suosivia vipujohdannaisia, saattaisivat kohtuullisuusnormit tulla sovellettaviksi sellaisissa johdannaissopimuksiin liittyvissä tilanteissa, joihin normien ei ole odotettu soveltuvan. Toistaiseksi mikään ei kuitenkaan viittaa eksoottisten johdannaisten käytön lisääntymiseen Suomessa.

Toisaalta kansainväliset esimerkit näyttävät edellyttävän menettelytapanormien laatimista myös tukkumarkkinoille ja muille markkinalohkoille, joilla tällaisiin sääntöihin on aiemmin suhtauduttu torjuvasti. Procter & Gamblen ja Bankers Trustin kaltaiset tapaukset ovat tuoneet esiin sen, että reilun pelin sääntöjä ja niiden noudattamista tarvitsevat myös ammattimaiset osapuolet. Pankeilta vaaditaan ulkomaisilla markkinoilla entistä enemmän myös eettisesti moitteetonta markkinakäytäytymistä. Gibson Greetings- ja Procter & Gamble -yhtiöiden Bankers Trustia koskevissa väitteissä on piirteitä, joita voitaisiin Suomessa arvioida petollista viettelyä, kiskomista tai kunnianvastaista ja arvotonta menettelyä koskevien normien kautta.

Luotonantajavastuu ja pankkien keskeinen asema markkinoilla

Pankeille tuomioistuimen tai viranomaisen puuttuminen johdannaissopimusten pätevyyyteen tai tuotonmäärityksiin muodostaa tietenkin riskin, jota voidaan verrata viime aikoina keskustelua herättäneeseen *lender liability*- eli luotonantajavastuuseen. Luotonantajavastuulla tarkoitetaan pankin tai muun rahoittajan sopimukseen, tuottamukseen tai ankaraan vastuuseen perustuvaa korvausvastuuta luotonottajalle aiheutetuista vahingoista. Korvausvastuu voi syntyä esimerkiksi luottolupauksen

rikkomisesta, sopimuslojaliteetin laiminlyömisestä tai luoton perusteettomasta irtisanomisesta. Saman tyyppisiä vastuuperusteita saattaa syntyä myös OTC-johdannaiskaupassa.

Asiakkaan riippuvainen asema saattaa aiheuttaa välittäjäpankille erityisiä velvollisuuksia asiakasta kohtaan. Esimerkiksi Gibson Greetingsin tapauksessa Bankers Trustin katsottiin aiheuttaneen asiakasyrityksen kirjanpidon vääristymisen, kun pankki oli tahallaan tiedottanut yritykselle alempia tappiolukuja kuin mitä oma järjestelmä näytti. Johdannaissopimusten arvonmääritys oli niin monimutkaista, että vain pankki pystyi laskemaan sopimusten arvoja. Bankers Trustin toimihenkilöt eivät halunneet ilmoittaa Gibson Greetingsille sopimusten todellisia arvoja ilmeisesti siksi, että pankille voitollinen asiakassuhde haluttiin säilyttää.

Voitonhavittelu ja systeimiriski

Viimeistään Baringsin tapaus osoitti vääräksi luulon, jonka mukaan vain OTC-johdannaissopimusten markkinat sisältävät riskejä ja riskit pörssimarkkinoilla olisivat jotenkin pienempiä. On käynyt selväksi, että omaisuuksia ja yrityksiä voidaan tuhota myös säännellyillä ja valvotuilla johdannaismarkkinoilla. Markkinoiden tehokkuuden kannalta voidaan pitää jopa tärkeänä, että markkinaosapuoli vastaa liiallisen riskinottonsa seurauksista. Silloin tällöin markkinataloudessa joku osapuolista joutuu konkurssiin, jossa häviävät omistajat, velkojat ja asiakkaat. Toinen, vähemmän huomiota saanut opetus Baringsista on kuitenkin se, että valvotuilla ja järjestäytyneesti toimivilla markkinoilla, joilla selvitystoiminta on luotettavaa, eivät yhden, toivotto- maan riskiasemaan joutuneen osapuolen vaikeudet leviä muihin osapuoliin. Markkinaosapuolen poissulkeminen ei siksi aiheuta paniikkia markkinoilla. Baringsin romahtamisen jälkeen esimerkiksi SIMEX-pörssi realisoi Baringsin toimittamat vakuudet, jotka riittivät kattamaan pankin avoimet riskiasemat pörssissä. Baring Futures (Singapore) Pte Limitedin pesähoitajalle voitiin jopa palauttaa noin 86 miljoonan dollarin arvosta marginaalivakuuksia. SIMEX tai Baringsin tekemien johdannaissopimusten vastapuolet eivät kärsineet tappioita sopimuksista. SIMEX:in ei tarvinnut turvautua edes pörssissä ylläpidettävään selvitysrahastoon saati vaatia muita markkinaosapuolia maksamaan Baringsista johtuvia tappioita. Myös Osakan johdannaispörssin saamisia katettiin vakuuksia realisoimalla. Siksi Baringsin tapaus tukee vakuuttavasti pyrkimyksiä järjestää johdannaismarkkinat oikeudellisesti luotettaviin ja valvottuihin puitteisiin.

Suhtautuminen monimutkaisiin johdannaissopimuksiin näyttää aivan viime aikoina muuttuneen torjuvammaksi kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Asiakkaat torjuvat välittäjäpankkien tarjoamia eksoottisia sopimustyyppisiä ja suostuvat tekemään vain perusjohdannaisia, joiden arvon asiakkaat pystyvät itse tarkastamaan. Tämä käänne vähentää pankkien tuottoja johdannaistoiminnasta, koska perusjohdannaisista saatavat marginaalit ovat pienempiä kuin räätälöityjen tuotteiden marginaalit. Myös kilpailu on kiristynyt. Pankit joutuvat purkamaan johdannaisten suunnitteluun keskittyviä yksikköjään. Samalla johdannaisten kehittäminen näyttää hidastuneen. Kansainvälistä kehitystä voidaan osaksi pitää rahoitusmarkkinoiden sisäisenä ryhtiliikkeenä, jolla pyritään torjumaan uhkaavaa virallissääntelyä. Uusi, varovainen kulttuuri tervehdyttää markkinoita tehokkaammin kuin lainsäätäjän ankarat kiellot ja rajoitukset. Siksi virallissääntelyä kiristettäessä on otettava huomioon alan sisäinen kehitys.

5. Johtopäätökset

OTC-johdannaismarkkinoiden menettelytapoja koskeva normisto eli *conduct of business* -tyyppiset säännöt perustuvat tällä hetkellä kokonaan yleiseen siviilioikeudelliseen lainsäädäntöön. Nämä normit sääntelevät sinänsä tarpeellisia kysymyksiä johdannaismarkkinoilla. Normisto on kuitenkin hajallaan ja epäyhtenäistä. Lisäksi pääoma- ja etenkin tukkumarkkinoille on tyypillistä, ettei riitoja päästetä siihen pisteeseen, että niitä ratkaisisivat tuomioistuimet. Rahoitusmarkkinoilla solmitaan pitkiä liikesuhteita, joiden osapuolten välillä saatetaan tehdä tiheästi liiketoimia. Pitkäaikaisessa liikesuhteessa osapuolella on useita mahdollisuuksia antaa toiselle osapuolelle etuisuuksia tai pidättää niitä silloin kun toinen osapuoli käyttäytyy luottamuksen vastaisesti. Jos osapuolilla on mahdollisuus itse säännellä palkkioita ja rangaistuksia, vähenee virallisen ratkaisujärjestelmän tarve. Tästä syystä osapuoli saattaa sietää tilannetta, jota se muuten pitäisi sopimusrikkomuksena. Riitaisuudet saatetaan muiden tietoon äärimmäisen harvoin, eikä tuomioistuinmenettelyyn tai välimiehiin turvauduta helposti. Tästä syystä ei toistaiseksi ole syntynyt merkittävää markkinoita koskevaa oikeuskäytäntöä eikä oikeuskäytännön syntyminen tulevaisuudessa näytä todennäköiseltä. Toisaalta yleiseen lainsäädäntöön kuuluvien normien soveltamiskynnys saattaa olla korkea pääomamarkkinoilla. Yleisen siviilioikeuden normeihin liittyvät näyttövelvollisuudet saattavat vähentää niiden käyttöarvoa johdannaismarkkinoilla. Tilanne saattaa muuttua, kun arvopaperimarkkinalain erityiset menettelytapasäännöt laajenevat piakkoin sijoituspalvelulainsäädännön myötä koskemaan osaa OTC-johdannaisista.

Useissa kansainvälisissä selvityksissä ja suosituksissa todetaan, etteivät kirjanpitosäännöt ja markkinaosapuolille asetetut tiedonantovelvollisuudet vielä kata riittävästi johdannaistoimintaa. Esimerkiksi kansainvälisen valuuttarahaston kannanotoissa on korostettu sitä, että yrityksen taloudellisen aseman ja riskien arviointi saattaa osoittautua hankalaksi, jos yritys osallistuu laajasti johdannaismarkkinoille. Arviointivaikkeudet johtuvat sopimusten luonteesta: ensinnäkin sopimukset ovat taseen ulkopuolisia sitoumuksia; toiseksi ne ovat yleistyneet vasta sen jälkeen, kun useimmat laskenta- ja kirjanpitojärjestelmät on otettu käyttöön; kolmanneksi sopimusten riskipitoisuutta ei voida arvioida tietämättä kaikkia niihin liittyviä riskiasemia; neljänneksi kohde-etuuksien arvon muutokset voivat muuttaa johdannaissalkun arvoa huomattavasti ja äkkiarvaamatta; sekä viidenneksi sopimusten räätälöinti ja kansainvälisyys vaikeuttavat tarvittavan tiedon hallinnointia. Kansainvälisesti työskennellään ahkerasti laskenta- ja tiedonantosääntöjen parantamiseksi. OTC-johdannaissopimuksia koskeva vakavaraisuuslaskenta muuttuu Suomessa piakkoin markkinariskidirektiivin voimaansaattamisen takia. Silti myös ns. *prudential control* -tyyppisessä sääntelyssä jää vielä tehtävää tulevaisuudessa.

Maksukyvyttömyyslainsäädäntöön liittyvien erityisongelmien vuoksi eräät johdannaismarkkinoilla suositut netotusmenettelyt eivät ole tällä hetkellä täysin suojassa maksukyvyttömyysmenettelyjen vaikutuksilta. Kahdenvälisten netotus-sopimusten sekä monenkeskisen velvoitenetotuksen sitovuutta voidaan vahvistaa ainoastaan nimenomaisella lainsäädännöllä.

Erityislainsäädännöllä voidaan myös vähentää luvanvaraisuuteen ja johdannaismarkkinoiden muuhun toimintaan liittyviä epäselvyyksiä, joita on syntynyt markkinoilla. Sääntelyllä parannetaan oikeusvarmuutta ja ennakoitavuutta. OTC-johdannaismarkkinoiden institutionaaliin puitteisiin kohdistuvalla sääntelyllä voidaan helpottaa myös markkinoiden riskien hallintaa ja vähentää järjestelmäriskin vaaraa.

Kansainvälisessä keskustelussa on etenkin Baringsin tapauksen jälkeen peräänkuulutettu mahdollisuuksia parantaa tiedonkulkua sellaisten osapuolten välillä, jotka pystyvät valvomaan osapuolten avoimia riskiasemia. Vaivaton tiedonvälitys esimerkiksi optiopörssien ja selvitysyhteisöjen kesken saattaisi estää riskien kasautumista yhdelle markkinaosapuolelle sekä varoittaa tarpeeksi ajoissa markkinaosapuolen vaikeuksista. Tästä samasta syystä sijoituspalveludirektiivin 25 artiklan 7 kohdassa oikeutetaan kansallinen valvontaviranomainen antamaan tietoja selvitysyhteisölle tai muulle vastaavalle lainsäädännössä tunnustetulle yhteisölle. Markkinoiden vakautta parantava tiedonvälitys voidaan kuitenkin järjestää vain viranomaisten ja erityisten markkinoita palvelevien ja valvonnan alaisten instituutioiden välillä.

Optiokauppalain tiukat säännökset ovat varmistaneet sijoittajan suojaa johdannaismarkkinoilla, mutta nykyisessä tilanteessa säännöksiä voitaisiin perustellusti laajentaa myös tukkumarkkinoille. OTC-johdannaisten markkinoilla lainsäädäntöä ei kuitenkaan ole syytä laatia yhtä ehdottomaksi ja ankaraksi kuin johdannaisten vähittäismarkkinoilla. Tällöin on huolehdittava siitä, ettei lainsäädäntö kannusta osapuolia pysyttelemään sääntelyn ulottumattomissa tai siirtymään tarkasti säännellystä ympäristöstä lievemmin säänneltyyn ympäristöön.

Kaiken kaikkiaan voidaan arvioida, että nimenomaisella lainsäädännöllä saavutettavat oikeusvarmuuteen, kilpailun tehokkuuteen, markkinoiden kansainväliseen kilpailukykyyn, uskottavuuteen, luotettavuuteen sekä järjestelmäriskin pienentämiseen liittyvät edut ovat uuden sääntelyn haittoja suuremmat.

Lähdeaineisto

- Astola, Tiina*, Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990.
- Atiyah, P. S.* An introduction to the law of contract. Third edition. Oxford.
- Basle committee on Banking Supervision*, Risk management guidelines for derivatives, July 1994.
- Bank of England, Board of banking supervision*, Inquiry into the circumstances of the collapse of Barings, 18 July 1995.
- Blomé, Göran*, Tala om timing... Historien om OM. Stockholm 1990.
- Brusila, Eija*, Arvopaperikauppojen nettouttavien selvitysjärjestelmien ongelmakohtia. Suomen Pankki D:80, Helsinki 1994.
- Darby, Michael R.* Over-the-counter derivatives and systemic risk to the global financial system. National bureau of economic research, working paper no. 4801. Cambridge MA, July 1994.
- Derivatives Policy Group*, Framework for voluntary oversight. A framework for voluntary oversight of the OTC derivatives activities of securities firm affiliates to promote confidence and stability in financial markets. March 1995.
- Economist*, Tearing the veil. December 2nd 1995, s. 85 - 89.
- Economic and social committee*, Opinion on derivatives. Official Journal of the European Communities 22.1.1996, No C 18/1 (96/C 18/01).
- Eklund, Jari - Harju, Ilkka - Lahti, Ari*, Options and futures markets in Finland and Sweden. Suomen Optiomeklarit Oy:n katsaus 25.5.1990.
- Euromoney*, Single-money nightmare, s. 28- 37. November 1995.
- Euromoney*, A question of collateral, s. 46 - 49. November 1995.
- Euromoney Publications*, Institutional Investors Derivatives Study 1994
- Euroopan rahapoliittinen instituutti*, Siirtyminen yhteiseen rahaan. Marraskuu 1995.
- Euroopan komissio*, Green paper on the practical arrangements for the introduction of the single currency, 31 May 1995.
- Fabozzi, Frank J. (ed.)*, The handbook of fixed income securities. 3rd edition, 1991.
- Fabozzi, Frank J. - Modigliani, Franco - Ferri, Michael G.*, Foundations of financial markets and institutions. Englewood Cliffs NJ 1994.
- Financial regulation report*, The wider lessons of Barings. Financial Times Business Information, July/August 1995.
- Financial regulation report*, Barings. Report by Singapore Inspectors on Baring Futures (Singapore). October 1995, s. 2 - 6.
- Financial Times*, Survey. Derivatives. November 16 1994.
- Financial Times*, Survey. Derivatives. November 16 1995.
- Financial Trader*, Leeson, Lies & the Nikkei-225. Volume 2, No. 3, s. 23 - 28.
- Forster, Denis M.*, ISDA documentation: ten legal pitfalls. Treasure Management international July/August 1994, s. 23 - 25.
- Futures*, Barings abyss. May 1995, s. 68 - 74.
- Goris, Paul*, The legal aspect of swaps: an analysis based on economic substance. London 1994.
- Group of Thirty, Global Derivatives Study Group*, Derivatives: practices and principles. Washington DC, July 1993.
- Hakkarainen, Antti - Kasanen, Eero - Puttonen, Vesa*, Foreign exchange risk management: evidence from Finland. Helsinki School of Economics, 3.5.1995.
- Hakulinen, Y. J.*, Velvoiteoikeus I. Helsinki 1965.
- HE 93/1986 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle kauppalaiksi.
- HE 53/1988 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

- HE 66/1988 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäväksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi.
- HE 192/1994 vp.* Hallituksen esitys eduskunnalle kuntalaiksi
- Hein, Eelis,* Johdannaismarkkinoiden toiminta ja riskit. Suomen Pankin keskustelualoitteita 22/94.
- Helin, Markku,* Käsitteistä päättelämisestä. Juhlajulkaisu Simo Zitting, s. 82 - 92. Helsinki 1985.
- Huhtamäki, Ari,* Pankinjohtajien henkilökohtaisesta vastuusta. Defensor Legis 1993, s. 327 - 346.
- Huhtamäki, Ari,* Luotonantajavastuu. Jyväskylä 1993.
- Hull, John,* Options, futures and other derivative securities. Second edition. Engelwood Cliffs, NJ 1993.
- Inglis-Taylor, Andrew,* Dictionary of derivatives, Chippenham 1995.
- International Monetary Fund,* World economic and financial surveys. International Capital Markets. Initiatives relating to derivatives, s. 150 - 157. Washington DC, August 1995.
- Joutsamo, Kari,* Trust - oikeushenkilö sui generis. Juhlajulkaisu Allan Huttunen s. 29 - 36. Turku 1988.
- Kanniainen, Vesa - Määttä, Kalle - Heimonen, Matti,* Oikeustaloustiede - Law and Economics. Oikeus 1995:2, s. 107 - 124.
- Kivelä, Antti - Jokinen, Ilpo,* Optiot ja futuurit sijoituskohteina. Jyväskylä 1989.
- Kivimäki, T. M. - Ylöstalo Matti,* Suomen siviilioikeuden oppikirja. Kolmas painos 1973.
- Koskela, Pauliine,* Yrityssaneeraus. Helsinki 1994.
- Koulu, Risto,* Clearing kuittausjärjestelyinä. Oikeustiede - Jurisprudentia 1993, s. 55 - 103.
- Larenz, Karl,* Allgemeiner Teil des Deutschen Bürgerlichen Rechts. 6., neuarbeitete Auflage. München 1983.
- Lindskog, Stefan,* En avhandling om aktieöverlåtelse. Svensk Juristtidning 1993, s. 97 - 133.
- Malkamäki, Markku,* Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen. Suomen Pankki A:74, Helsinki 1990.
- Milgrom, Paul - Roberts John,* Economics, organization and management. Englewood Cliffs, New Jersey 1992.
- Miller, Merton H. - Upton, Charles W.,* Strategier för en bättre kapitalmarknad. Stockholm 1989.
- Muukkonen, P. J.,* Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. Lakimies 7/1993, s. 1030 - 1048.
- Mäenpää, Olli,* Hallintosopimus. Helsinki 1989.
- Mäenpää, Olli,* Hallinto-oikeus. Juva 1991.
- Mähönen, Jukka,* Law & economics: taustaa ja mahdollisuuksia. Oikeus 1995:2, s. 125 - 139.
- Neuberger, A. J.,* The structure of financial markets. London Business School, City research project, subject report XXV, November 1994.
- OM Stockholm AB,* The effects of netting schemes on the stability and efficiency of financial markets. OM Research Report no. 1. March 1994.
- Ovaska, Risto K.,* Konkurssivelallisen liiketoiminnan jatkaminen. Helsinki 1992.
- Portin, Göran,* Vakiosopimusten problematiikasta. Lakimies 4/1987, s. 391 - 399.
- Puttonen, Vesa,* Tutkimukset todistavat: optiot tehostavat markkinoita. Positio 2/93, s. 4 - 5.
- Pöyhönen, Juha,* Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Vammala 1988.
- Raybould, Jane,* London's futures exchanges. London business School, the city research project, subject report XVII, September 1994.
- Rissanen, Kirsti,* Lait arvopaperimarkkinoille. Lakimies 1988, s. 638 -654.
- Rissanen, Kirsti, - Korah, Valentine,* EY:n ja Suomen kilpailuoikeus. Helsinki 1991.
- Rudanko, Matti,* Pankkiasiakkaan ja pankin oikeussuoja. Helsinki 1995.
- Saarnilehto, Ari,* Sopimusoikeuden perusteet. Kolmas, uudistettu painos. Helsinki 1991.
- Schachter, Barry,* Suitability, legal risk and derivatives regulation. The Journal of Financial engineering, volume 4, number 2, s. 147 - 156.

- Schuyler, Henderson*, ISDA swap documentation. Treasure Management International July/August 1994, s. 19 - 21.
- SOU 1993:114*, Konto, clearing och avveckling. Betänkande av Clearingutredningen.
- Suomen Optiomeklarit Oy*, Säännöt.
- Suomen Optiomeklarit Oy*, STOX-osakeoptiot ja -termiinit.
- Suomen Pankkiyhdistys*, Suomen rahoitusmarkkinat 1995, 13. painos.
- Sveriges Riksbank*, Den svenska derivatmarknaden - omfattning och systemrisker. Juli 1994.
- TaVM 50, 1993 vp.* Talousvaliokunnan mietintö n:o 50 hallituksen esityksestä luotto- ja rahoituslaitoksia ja niiden toimintaa koskevaksi lainsäädännöksi.
- Taxell, Lars Erik*, Om lojalitet i avtalsförhållanden. Defensor Legis 1977, s. 148 - 155.
- Taxell, Lars Erik*, Om avtalsetik. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1979, s. 487 - 498.
- Taxell, Lars Erik*, Avtalsbundenhet och avtalsbrott. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1994, s. 306 - 322.
- Telaranta, K. A.*, Sopimusoikeus. Helsinki 1990.
- Tulokas, Mikko*, Vakioehtojen sitovuus - eräs ajatusmalli. Juhlakirja M. Ylöstalo, s. 447 - 454. Helsinki 1987.
- Valtiokonttori*, Suomen valtion markkamääräinen lainanotto. Toukokuu 1995.
- Viinikka-Monthan, Tuija*, Sopimusvapaus ja pakottava lainsäädäntö. Lakimies 8/1994, s. 1102 - 1118.
- VM 1992:12*, Markkinapaikkatyöryhmän muistio. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita.
- VM 1994:28*, Sijoituspalvelutyöryhmän muistio. Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita.
- Wilhelmsson, Thomas*, Vakiosopimus. Sopimussidonnaisuudesta ja kohtuuttomista sopimusehdoista. Helsinki 1985.
- Ylä-Liedenpohja, Jouko*, Taloustiede tänään. Keuruu 1993.
- Ylöstalo, Matti*, Antecningar om s.k. optionsavtal. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1973, s. 311 -316.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/96 Kari T. Sipilä **A Data Communication Network for Administrative Purposes within the EU.** 1996. 53 s. ISBN 951-686-492-9. (TK)
- 2/96 Veikko Saarinen – Kirsti Tanila – Kimmo Virolainen **Payment and Settlement Systems in Finland 1995.** 1996. 60 s. ISBN 951-686-493-7. (RM)
- 3/96 Harri Kuussaari **Systemic Risk in the Finnish Payment System: an Empirical Investigation.** 1996. 32 s. ISBN 951-686-494-5. (RM)
- 4/96 Janne Lauha **OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus.** 1996. 98 s. ISBN 951-686-495-3. (RATA)