

Antti P. Salonen

JOHDANNAISJURIDIikka

Alma Talent
Helsinki 2024

Opettajilleni ja oppilailleni

Copyright © 2024 Alma Talent Oy ja tekijä

Yhteistyössä Juristiliiton Kustannus

Kannen sarja-asu: Heikki Sallinen

Taitto: Aste Helsinki Oy

ISBN 978-952-14-4888-1

ISBN 978-952-14-4890-4 (verkkokirja)

Otavan Kirjapaino Oy, Keuruu 2024



Anna palautetta kirjasta: kustannustoimitus@almatalent.fi

ALUKSI

Tämä teos on ensimmäinen suomenkielinen johdannaisjuridiikkaan keskittyvä yleisteos. Se on myös välitilinpäättös johdannaisjuridisesta ymmärryksestäni, jota olen kehittänyt yli 15 vuotta.

Ajatus tämän kirjan kirjoittamisesta syntyi johdannaismarkkinoita käsitelleen oikeustieteellisen väitöskirjani (*Transnational Law of the Over-the-Counter Derivatives Markets: A Study on the Interactions between Finance and Law*, Helsingin yliopisto 2019) jälkimainingeissa. Pohdin tuolloin, että ehkä jo elämäntyön piirteitä saava työskentelyni johdannaismarkkinoiden parissa jäisi vaillinaiseksi, jos en kirjoittaisi aihepiiristä myös suomenkielistä yleisteosta. Kun olin selkiyttänyt itseleni oikeusteoreettisen ymmärryksen johdannaisjuridiikasta väitöskirjatutkimukseni kautta, minun oli jälleen aika siirtyä lähemmäs käytännön oikeuselämää. Koen palvelevani suomalaista juristikuntaa parhaiten kirjoittamalla äidinkiellelläni minulle niin käytännön työn kuin akateemisen tutkimuksen kautta tutuksi käyneestä aiheesta.

Johdannaisjuridiikka on itsessään hyvin laaja käsite. Itse asiassa koen, että olen määritellyt koko termin itse, toki aiempaan tutkimuskirjallisuuteen tukeutuen, tätä kirjaa varten. Voin kokemuksesta sanoa, että juristikuntamme kokee johdannaisiin liittyvän juridiikan usein vieraannuttavaksi: se on tuntematonta, vaikeasti lähestyttävää ja omaksumisen tuolla puolen. Pidempään alalla olleet muistavat Yhdysvaltojen asuntomarkkinoista syntyneen vuoden 2008 finanssikriisin. Sen vaikutukset johdannaisjuristin työhön ovat jokapäiväisiä tänäkin päivänä. Sääntely-

narratiivit ja sensaatio-otsikot hallitsivat julkisen keskustelun ilmatilaa vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen tavalla, joka näkyy tämän kirjan sisällössä.

Kirjani tavoite on nimenomaisesti tehdä tuntemattomasta tutumpaa ja etäisestä läheisempää. Tavoitteen saavuttamisessa omalla äidinkielellä kirjoitettu teksti nousee arvoonsa. Tavoitteeni oli hyvin korkealla, koska johdannaisjuridiikka on kompleksi oikeudenala. Kompleksisuus on kiehtovaa. Aihepiiri väistämättä vaatii paljon lukijaltaankin. Jokaisella matkalla on kuitenkin otettava ensimmäinen askel – sen ottamisessa haluan auttaa lukijaa.

Tavoitteeni saavuttaminen edellyttää aihepiirin kohtuullista yksinkertaistamista ja sitäkin merkittävämpää rajaamista. Yksinkertaistaminen tekee tekstistä toki lähestyttävämpää, mutta vaarana tällöin on, että kuvauksesta jää keskeisiä oikeudellisia elementtejä pois, tai että tekstistä tulee muulla tavalla harhaanjohtavaa. Kirja onkin tasapainottelua laajempaa juristikuntaa puhuttelevan yleistajuisuuden ja ammattiosajien harvalukuista joukkoa palvelevan yksityiskohtaisuuden välillä. Toki yksinkertaistaminen on suhteellinen käsite, kun aihepiiri on vaikea ja laaja.

Kirjani lähdemateriaali koostuu keskeisestä ja uudemmasta oikeustieteellisestä tutkimuksesta, joka toivoakseni auttaa myös kokeneempia alan juristeja ja muita asiantuntijoita ammatillisessa kehitymisessään. Siltä osin kun en itse osaa tarjota vastauksia, kirjassa viittaamani asiantuntijat varmasti osaavat. Laajempana pyrkimyksenäni on, että kirjani kultivoisi koko suomalaisen juristikunnan kiinnostusta tähän oikeudenalaan.

Kun johdannaisjuridiikan perusrakenteet kerran ymmärtää ja sisäistää, voi osaamistaan kehittää loputtomasti: kyseessä on äärimmäisen laaja ja nykyään etenkin sääntelyltään muuttuva oikeudenala. OTC-johdannaismarkkinoiden juridiikka on merkittäviltä osin markkinatoimijoiden itsensä luomaa. Se elää kansainvälisten finanssisääntelijöiden, kansallisten lainsäätäjien ja tuomioistuinkäytännön kanssa jatkuvassa vuorovaikutuksessa.

OTC-johdannaismarkkinoiden sääntely tulee nykypäivänä kansainväliseltä tasolta, josta se laskeutuu ylikansallisen EU-oikeuden kautta juristien ja monien muiden asiantuntijoiden työpöydille. Tästä sääntely-

ympäristön muutoksesta huolimatta, kiehtovaa kyllä, lähemmäs 40-vuotisen modernin OTC-johdannaismarkkinan keskiössä on edelleen kauppaorganisaatio ISDA:n johdannaisyleissopimus. Tämä ei ole pieni saavutus, sillä maailma on muuttunut paljon tuona aikana.

Kirjani syntyyn ovat vaikuttaneet suuresti monet asiantuntijat, joilta olen oppinut oman ammatillisen matkani varrella paljon. Lausun suuret ja nöyrät kiitokseni kirjani luonnosten kommentoinnista ja kannustuksesta sukunimen mukaisessa aakkosjärjestyksessä OTK Soile Ihalaiselle, AA, OTK Janne Lauhalle, VTM Harri Leskiselälle, OTT, VTK, dosentti Heikki Marjosolalle, OTK, KTM Juho Saastamoiselle ja AA, VT, OTM, KTM Tuomas Tikkaselle. Teidän syvän asiantuntemuksenne ja apunne tuellakaan kirjastani ei luonnollisestikaan tullut virheetöntä, ja vastaanikin täysin kaikista kirjani mahdollisista virheistä ja epäjohdonmukaisuuksista yksin.

OP-ryhmän lakimiehenä olen saanut työskennellä monen lahjakkaan ja omistautuneen asiantuntijan kanssa, ja haluankin myös kiittää sekä omaa lakitiimiäni että muita asiantuntijoita. Viimeisimpänä mutta ei suinkaan vähäisimpänä, haluan myös kiittää Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiötä tämän kirjan kirjoittamisen kymmenessä kuukaudessa vuonna 2023 mahdollistaneesta apurahasta, sekä Alma Talentin ammattitaitoista ja kannustavaa sisältöpäällikkö Arja Lappeteläistä.

Kirjani kirjoittamisen jälkeen tunnen hetkittäin olevani johdannaisjuridisen ymmärrykseni osalta alkutaipaleella. Kirjani kirjoittamisen edetessä kävi ilmeiseksi, kuinka aiheesta kirjoittaminen edellyttää monen muun seikan ohella kielivertailua, omien terminologisten valintojen tekemistä, oikeusvertailua, common law -oikeusjärjestelmän tuntemusta ja taloustieteellisen mallintamisen ymmärtämistä niin transaktio- kuin sääntelytasolla – ja tämä kaikki yleisesti hyvin monimutkaisiksi miellettyjen johdannaistransaktioiden maailmassa! Kirjani onkin ollut suuri oppimiskokemus myös itselleni, ja paljon jäi vielä opittavaa lukijoiltani.

Valtavan ja kompleksisen tutkimusaineiston edessä muistutan itseäni ja lukijaanikin siitä, että loppujen lopuksi OTC-johdannaisissa on kyse kahden osapuolen välisistä kaupoista, joissa osapuolet sitoutuvat toimimaan keskenään tietyllä tavalla tulevaisuudessa, ja jotka pit-

kälyt toteutetaan vakiintuneen johdannaisyleissopimuksen ehtojen mukaisesti.

Helsingissä 21.3.2024

Antti P. Salonen

SISÄLLYS

Aluksi	5
Keskeiset lyhenteet	13
1 Johdanto	15
1.1 Johdannaisjuridiikasta käsitteenä ja sen taustoista	15
1.2 Kansainvälisestä näkökulmasta	17
1.3 Kirjan sisällöstä	20
1.4 Yleisiä huomioita OTC-johdannaismarkkinoiden itsesääntelystä	22
1.5 Kirjan rajauksista	24
2 Vuoden 2008 finanssikriisi, järjestelmäriski ja OTC-johdannaiset	29
2.1 Pittsburghin julistuksesta kohti OTC-markkinoiden sääntelyä	29
2.2 Järjestelmäriskistä	35
2.3 Kansainvälisestä sääntelystä ja sääntelijöistä	37
2.4 Vuoden 2008 finanssikriisin taustoista	42
2.4.1 Arvopaperistamisesta ja subprime-lainoista	42
2.4.2 Subprime-lainojen ja luottoriskijohdannaisten kytkennästä	45
2.4.3 Vuoden 2008 finanssikriisin eskaloitumisesta	47
2.5 Lehman Brothers ja AIG	52
2.5.1 Taustaa	52
2.5.2 Huomioita AIG:n tapauksesta	54
2.5.3 Lehman Brothersin konkurssista opittua	56
2.6 OTC-johdannaismarkkinoiden läpinäkyvyydestä	61
3 OTC-johdannaistuotteet ja johdannaisyleissopimukset	65
3.1 ISDA Master Agreementista lyhyesti	65
3.1.1 Rakenteesta	65
3.1.2 Sisällöstä	69

3.2	OTC-johdannaistuotteet: riskienhallintaa ja voitontuottamista	71
3.3	OTC-johdannaistuotteista ja pörssijohdannaistuotteista	75
3.4	OTC-johdannaismarkkinoiden toimijat	79
3.5	OTC-johdannaistuotteita	82
3.5.1	Koronvaihtosopimus eli interest rate swap	82
3.5.2	Koron- ja valuutanvaihtosopimus eli cross-currency swap	87
3.5.3	Osakkeenvaihtosopimus eli equity swap	89
3.5.4	Optiot	90
3.5.5	Luottoriskijohdannaiset	93
4	 OTC-johdannaismarkkinoista ja sulkeutuvasta nettoutuksesta	101
4.1	ISDA:n roolista	101
4.2	Single agreement -arkkitehtuuri	103
4.3	Single agreement -arkkitehtuuri ja konkurssitilanteet	105
4.4	Sulkeutuvan nettoutuksen käsitteestä	110
4.4.1	Safe harbor -sääntelyn historiaa	110
4.4.2	Sulkeutuvan nettoutuksen sisällöstä	113
4.5	Maksunettoutus	116
4.6	Sulkeutuva nettoutus ja markkinaolosuhteet kriisitilanteessa	118
4.7	ISDA MA 1992 ja 2002: Englantilaista oikeuskäytäntöä	120
4.7.1	Englantilaisen oikeuskäytännön merkityksestä	120
4.7.2	Englantilaista oikeuskäytäntöä sulkeutuvasta nettoutuksesta	125
4.8	Selvitysdirektiivi ja rahoitusvakuusdirektiivi	130
4.8.1	Selvitysdirektiivi ja sen kansallinen implementointi	130
4.8.2	Rahoitusvakuusdirektiivi ja sen kansallinen implementointi	133
4.9	Kriisinratkaisusääntely ja OTC-johdannaiset	141
4.9.1	Taustaa	141
4.9.2	OTC-johdannaiset kriisinratkaisutoimien kohteena	144
4.9.3	BRRD-sääntely ja tilapäinen keskeytys	147

4.10 Sulkeutuva nettoutus ja vakavaraisuussäätely	150
5 Vakuudellinen johdannaiskauppa	157
5.1 Taustaa	157
5.2 Pakollisesta vakuudenvaihdosta	160
5.2.1 Vaihtuvan vakuuden tarkoitus.	166
5.2.2 Alkuvakuuden tarkoitus	172
5.3 ISDA:n Credit Support Annex -liitteet	177
6 OTC-johdannaisten keskusvastapuolimääritys	183
6.1 Taustaa ja keskeistä terminologiaa	183
6.2 Markkinakuvausta keskusvastapuolimäärityksestä	186
6.3 Keskusvastapuolimääritys käytännössä	190
6.4 EMIR-asetus ja määräysvelvollisuus	196
6.5 Keskusvastapuolten riskienhallinta	204
6.5.1 Keskusvastapuolten säätely ja default waterfall	204
6.5.2 Keskusvastapuolten huutokauppamenettely	208
6.5.3 Huomioita määräytösapuolen kaatumistilanteista	210
Lähteet	217
Oikeustapaustuettelo	239
Asiahakemisto	241