



**TURUN
YLIOPISTO**
Oikeustieteellinen
tiedekunta

Tilirahan vakuuskäyttö sähköön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä

- verrattuna vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttöön

Esineoikeuden instituutiot muutoksessa
OTM-tutkielma

Laatija:
Sofia Korhonen

27.11.2023

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu
Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

OTM-tutkielma

Oppiaine: Esineoikeus

Tekijä: Sofia Korhonen

Otsikko: Tilirahan vakuuskäyttö sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä - verrattuna vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttöön

Ohjaaja: Teemu Juutilainen

Sivumäärä: 70 sivua

Päivämäärä: 27.11.2023

Tutkimus tarkastelee tilirahan vakuuskäyttöön liittyvää Euroopan unionin (EU) sääntelyä sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä ja tarjoaa kattavan yleiskuvan aihepiiriin liittyvästä voimassa olevasta sääntelystä. Tutkimus keskittyy erityisesti käsittelemään tilirahan rajat ylittävään vakuuskäyttöön liittyviä oikeudellisia kysymyksiä koskien saatavan siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia, sekä näihin liittyviä oikeudellisia riskejä keskusvastapuoliselvityksessä. Nämä oikeudelliset riskit ovat seurausta kansallisten esineoikeusjärjestelmien eroista, rahoitusvakuusdirektiivin tulkinnallisesta ja täytäntöönpanollisesta epävarmuudesta ja puuttuvista lainvalintasäännöistä koskien saatavien siirrosta kolmansille aiheutuvia esineoikeudellisia vaikutuksia.

Tutkimus on lainopillinen, sillä se pyrkii hahmottamaan tilirahan vakuuskäyttöön liittyvän sääntelyn jäsentymistä osana sähkön johdannaismarkkinoiden sääntelykokonaisuutta. Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimuksiin liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä, kun vakuutena käytetään tilirahaa verrattuna siihen, että vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia. Tavallisesti tilirahaa pidetään varsinkin vakuudensaajan vastapuoliriskin kannalta lähes poikkeuksetta parempana vakuusmuotona kuin vakuudettomia pankkitakauksia. Tästä syystä, vaikka tutkimuksen painopiste on tilirahan vakuuskäytössä, on vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäytön tarkastelu tutkimuksessa perusteltua, sillä vakuusmuotojen vertailun tarkoituksena on suhteuttaa vallitsevaa käsitystä tilirahasta vakuusmuotona.

Yhteenvedon tutkimustuloksista voidaan todeta, että tiliraha vaikuttaisi tarjoavan vakuusmuotona keskusvastapuolelle odotetusti paremman suojan vastapuoliriskiltä kuin vakuudettomat pankkitakaukset. Sen sijaan tilirahan vakuuskäyttöön näyttäisi liittyvän enemmän riskejä määrätyösapuolien ja näiden asiakkaiden vastapuoliriskin kannalta kuin vakuudettomien pankkitakausten käyttöön. Tämä johtuu siitä, että keskusvastapuolet edellyttävät tavallisesti, että määrätyösapuolet luovuttavat johdannaissopimuksien vakuutena toimivan tilirahan joko omistusoikeuden siirron tai vakuusjärjestelyn perusteella, joita molempia käytettäessä määrätyösapuoli altistuu vastapuoliriskille keskusvastapuolta kohtaan. Suurimman vastapuoliriskin tilirahan vakuuskäytöstä keskusvastapuoliselvityksessä vaikuttaisi kantavan kuitenkin määrätyösapuolien asiakkaat. Tämän havaittiin tutkimuksessa olevan seurausta EU:n esineoikeudellisen sääntelyn oikeusvarmuuden puutteesta ja tästä aiheutuvista oikeudellisista riskeistä keskusvastapuoliselvityksessä käytettyjen omnibustilien yhteisasiakaserottelussa. Koska osassa oikeusjärjestelmiä tilirahojen yksilöitävyydeltä edellytetään, että tilirahat on erotettu erillisille tileille, saattaa omnibustilien yhteisasiakaserottelua käytettäessä määrätyösapuolien asiakkaiden kannalta olla riskinä, että niiden johdannaissopimuksien vakuudeksi luovuttamien tilirahojen katsotaan sekoittuvan määrätyösapuolen varoihin ja siten esimerkiksi osaksi maksukyvyttömän määrätyösapuolen konkurssipesää.

Avainsanat: esineoikeus, johdannaiset, vakuudet, saatava, tiliraha, lainvalintasäännöt.

Sisällys

Tilirahan vakuuskäyttö sähkön johdannaismarkkinoiden

keskusvastapuoliselvityksessä	I
Lähteet.....	V
Lyhenteet	XII
1 Johdanto	1
1.1 Aihepiirin esittely.....	1
1.1.1 Johdannaisten määritelmä	2
1.1.2 Futuurit	3
1.1.3 Pörssi- ja OTC-johdannaiset	3
1.1.4 Tiliraha	4
1.1.5 Nettoutus ja sulkeutuva nettoutus	5
1.1.6 First demand -ehtoinen pankkitakaus	6
1.1.7 EMIR-asetus (EU) N:o 648/2012	7
1.2 Tutkimuskysymykset, metodit ja aiheen rajaus	8
1.2.1 Tutkimuskysymykset	8
1.2.2 Metodit ja aiheen rajaus	8
2 Sähkön johdannaismarkkinat.....	14
2.1 Keskusvastapuoliselvitys	14
2.1.1 Vastapuoli- ja luottoriski	14
2.1.2 Alku- ja vaihteluvakuudet	15
2.1.3 Vakuudet ja vakuusvaatimukset.....	17
2.1.4 Vakuuden maksamisen laiminlyönti	19
2.2 Pankkitakausten vakuuskäyttö.....	22
2.2.1 Pankkitakausten vakuuskäytön edellytykset	22
2.2.2 First demand -ehtoisten pankkitakausten erityispiirteet.....	27
2.2.3 Voimassa oleva sääntely ja katse tulevaan	29
3 EU:n markkinaintegraation oikeudelliset muutospaineet	35
3.1 Esineoikeuden harmonisointi	35
3.1.1 Rahoitusvakuusdirektiivi 2002/47/EY	35
3.1.2 <i>Pari passu</i> -periaate ja velkojien maksunsaantijärjestys	35
3.1.3 Julkivarmistus ja muut muotovaatimukset	36
3.1.4 Rahoitusvakuusdirektiivi ja muodollisten vaatimusten kielto	37
3.2 Talouden ja oikeuden vuorovaikutus.....	39

3.2.1	Oikeusvarmuuden puute	39
3.2.2	Oikeudelliset riskit	41
3.2.3	Vakuuksien tarpeen lisääntyminen	43
4	Tilirahan vakuuskäyttö	46
4.1	Tiliraha vakuutena ja saatavana	46
4.1.1	Tiliraha vakuutena	46
4.1.2	Vakuusjärjestely	46
4.1.3	Omistusoikeuden siirto	47
4.1.4	Saatavan siirto kolmannelle	49
4.1.5	Rooma I-asetus	50
4.1.6	Lainvalintasääntöihin liittyvät haasteet	53
4.1.7	Rooma I-asetuksen 14 artiklan tulkinta ja oikeuskäytäntö	54
4.1.8	Norjan oikeuskäytäntö	56
4.2	Tilirahan erottelu keskusvastapuoliselvityksessä	59
4.2.1	Tilirahan erottelu	59
4.2.2	Yksilöllinen asiakaserottelu ja omnibustilit	61
5	Johtopäätökset	66

Lähteet

Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis, Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. Werner Söderström osakeyhtiö 1989.
- Annola, Vesa – Huhtamäki, Ari – Saarnilehto, Ari – Ämmälä, Tuula, Omavelkaisesta takauksesta. Lakimiesliiton kustannus Helsinki 1995.
- Cordero-Moss, Giuditta, The Impact of EU law on Norwegian Private International Law. *Juridica* 4. s.31–43. Acta Universitatis Carolinae 2020.
- Ervasti, Kaijus, Eräitä näkökohtia empiirisen tiedon hyväksikäyttämisestä oikeustieteessä. *Lakimies* 3/1998, s.364–388.
- Frederique, Dahan, Research Handbook on Secured Financing in Commercial Transactions. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing 2015.
- Gentzoglanis A., Derivative regulation and its impact on energy and utility firms. International Conference on the European Energy Market (EEM) 2013, s.1-6.
- Guinn, Mark A. – Harvey, William L., Taking OTC Derivative Contracts as Collateral. *The Business Lawyer*, Vol. 57, May 2002, s.1127-1156.
- Haentjens, Matthias, Financial Collateral – Law and Practice. Oxford University Press 2020.
- Hakala, Kim, Eurooppaoikeus ja koherenssin monet kasvot - Artikkeleita Eurooppaoikeudesta – Artiklar inom europarätt. *Defensor Legis* 1/2022, s.278–295.
- Heinonen, Mikko, Kiinnitysluottopankkitoimintaan ja katettuihin joukkolainoihin liittyviä juridisia kysymyksiä – katetun joukkolainan vakuudet. *Defensor Legis* 3/2022, s.697–725.
- Heinze, Christian – Warmuth, Cara, The law applicable to third-party effect of assignment and the conflict rules for insolvency according to EU law. *Revue de droit uniforme*, 2019, vol.24, s. 664-684. HeinOnline Law Journal Library Oxford University Press Journals Current.
- Henderson, Schuyler K, Henderson on derivatives. Published by LexisNexis UK 2010.

- Hodgson, Geoffrey M, Conceptualizing capitalism: A summary. University of Hertfordshire, UK. *Competition & Change* Volume 20, Issue 1, February 2016, s. 37-52.
- Hudson, John, Ranking Journals, *The Economic Journal*, Volume 123, Issue 570, August 2013.
- Joerges Christian, The Challenges of Europeanization in the Realm of Private Law: A Plea for a New Legal Discipline. *Duke Journal of Comparative & International Law*, 2004 (vol.14 (2)), s.149.
- Juutilainen Teemu, Esinevakuudet ja oikeuden eurooppalaistuminen. *Lakimies* 1/2011, s. 19–40.
- Kaisto, Janne - Tepora, Jarno - Hakkola, Esa, *Esinevakuudet*. Helsingin Kamari Oy 2016.
- Karhu, Juha, Perusoikeusnäkökohtia esineoikeudellisista kollisionratkaisuperiaatteista. *Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952–9/6–2012*.
- Karhu, Juha, Varallisuus oikeuden huomen. *Lakimies* 7–8/2022, s.1085–1104.
- Kartio, Leena, *Juhlajulkaisu Aulis Aarnio. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja Helsinki 1997*.
- Kern, Alexander - Dhumale, Rahul – Eatwell, John, *Global Governance of Financial Systems: The international Regulation of Systemic Risk*. Oxford University Press, Incorporated 2005.
- Kieninger, Eva-Maria, European rules on the law applicable to third-party effects of assignments: a never-ending story? *Revue de droit uniforme*, 2019, Vol.24, s.633–648.
- Koulu, Risto, Kansainvälinen esineoikeus – uusi oikeudenala vaiko vain uusia kysymyksiä? *Edilex* 1.12.2006.
- Kritzman, Mark P.- Pirie, Wendy L., *Derivatives*. Published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey 2017.
- Lehtinen, Tuomas, First demand -takuun käyttö kansainvälisten projektisopimusten vakuutena. *Turun yliopisto* 2007.
- Lehtonen, Yrjö – Mökkönen, Kimmo – Töyrylä, Hannu – Seulu, Marja-Riitta – Tammenkoski, Riina, *Perintä ja luotonhallinta*. Alma Talent Oy 2001.
- Leskinen Minni, *De lege ferenda -tutkimuksesta metodina ja tieteenä*. *Lakimies* 7–8/2022, s.1158–1185.

- Maalouf, Ruchdi – Roberts, Peter, Contractual issues in the international gas trade: LNG – the key to the golden age gas, s. 329-358 teoksessa Talus, Kim, Research handbook on international energy law 2014.
- Marjosola, Heikki, Suomen yleisen arvopaperioikeuden modernisointi – arvopaperitililain kynnyksellä. Lakimies 2/2012, s.303-326.
- Nijman, Luuk, The impact of the new wave of financial regulation for European energy market. Energy Policy, Volume 47, 2012, s. 468–477.
- Ojanen, Tuomas, EU-oikeuden perusteita. Helsinki: Edita Publishing Oy 2016.
- Puttonen, Vesa – Valtonen, Erik, Johdannaismarkkinat. WSOY 1996.
- Priem, Randy, Asset Segregation at CSDs: Protecting Investors with a Level Playing Field. European Business Law Review Volume 31, Issue 5 (2020), s. 917-946.
- Pöyhönen, Juha, Juridisista teorioista. Helsingin yliopiston monistuspalvelu Painatusjaos, Helsinki 1981.
- Saarnilehto, Ari - Edelman, Tom - Lehtinen, Tuomas - Annola, Vesa - Hemmo, Mika - Karhu, Juha - Kartio, Leena - Tammi-Salminen, Eva - Tolonen, Juha - Tuomisto, Jarmo - Viljanen, Mika, Varallisuus oikeus. Sanoma Pro Oy, 2012 Helsinki.
- Salonen, Antti P., Transnational law of the over-the-counter derivatives market – A study on the interactions between finance and law. Faculty of Law University of Helsinki, Finland 2019.
- Talus, Kim, A guide to hydrogen legislation in the USA: a renewed effort. The Journal of World Energy Law & Business, Volume 15 2022, s 449-46.
- Talus, Kim, Introduction to EU Energy Law. Oxford University Press. First Edition published in 2016.
- Tammi-Salminen, Eva, Esinevakuusoikeuden perusteet. Alma Talent Oy 2015.
- Tepora, Jarno, Irtaimen vakuusluovutuksesta ja panttioikeuden oikeudellisesta määräysvallasta erilaisissa toimintaympäristöissä. Business Law Forum. Edita Publishing Oy 2005.
- Tuomisto, Jarmo, Rahoitusvakuusdirektiivi, rahoitusvakuuslaki ja esineoikeuden yleiset periaatteet. 2013.
- Wood, Philip R, Law, and Practice of International Finance Series. Volume 4. Sett-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems. London Sweet & Maxwell 2007.
- Wuolijoki, Sakari, Pankkioikeus II. Alma Talent Oy Helsinki 2023.

Yeowart, Geoffrey – Parsons Robin, The Law of Financial Collateral pp. Publishing Edward Elgar 2016.

Virallislähteet

Bank of Finland Discussion Papers. Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits. Financial Markets Department 30.12.2004.

EU/418/2022-VM-9. Valtiovarainministeriön perusmuistio, Energia hätätoimet; Keskusvastapuolivakuudet ja määrittäskynnysarvo – Komission delegeoitujen asetusten muutos. 7.11.2022.

European Parliament. European Market Infrastructure Regulation (EMIR) – Regulation of OTC derivatives in the European Union – In-Depth Analysis – EPRS – European Parliamentary Research Service. Author: Angelos Delivorias. Member’s Research Service. European Union 2017.

EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets. 29 September 2022.

European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, amending Directive (EU) 2018/2001 on the promotion of the use of energy from renewable sources, Directive 2010/31/EU on the energy performance of building and Directive 2012/27/EU on energy efficiency, COM(2022)0160.

European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council, on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims. COM(2018)096 final - 2018/0044.

European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012, (EU) No 575/2013 and (EU) 2017/1131 as regards measures to mitigate excessive exposures to third-country central counterparties and improve the efficiency of Union clearing markets. COM(2022) 697 final.

ESMA – Final Report – Emergency measures on collateral requirements – draft Regulatory Technical Standards amending Commission Delegated Regulation (RTS) 153/2013. 14 October 2022.

ESMA – Review Report no.3 – Review on the segregation and portability requirements, ESMA/2015/1253 13 August 2015.

- HE 320/2022 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle sähköalan ja fossiilisten polttoaineiden alan väliaikaisia voittoveroja koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 212/2022 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle keskusvastapuolten elvytystä ja kriisinratkaisua koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 114/2014. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain, rahoitusvakuuslain ja eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista annetun lain muuttamisesta.
- HE 4/2013 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.
- U 16/2018 vp. Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi (saatavien siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettava laki).
- U 121/2022 vp. Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta arvopapereiden määrittelytoiminnan sääntelyn muuttamisesta (clearing-paketti).

Internetlähteet

- Clearing Appendix 10 – Collateral List – Commodity Derivatives. Issued by Nasdaq Clearing AB. Effective date:2022-06-22.
<https://www.nasdaq.com/docs/2022/06/22/Appendix10-Collateral-List.pdf>
(Luettu 21.3.2023).
- Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus – BIS Quarterly Review, December 2018 - Bell Sarah – Holden Henry, Two defaults at CCPs, 10 years apart, s. 75.
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1812h.pdf
(Luettu 21.3.2023)
- Finansinspektionen – Warning and administrative fine – Finansinspektionen’s decision (to be announced 27 January 2021 at 8:00 a.m).
<https://www.fi.se/contentassets/09352ee009544b288f6298ecddd8f995/beslut-nca-2021-01-26-eng.pdf>
(Luettu 10.8.2023)
- Finanssialan Keskusliitto – HE 114/2014 vp. Lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle. Oikeusvarmuus on johdannaismarkkinoilla erittäin tärkeää.

https://www.finanssiala.fi/wp-content/uploads/2014/09/HE_markkinarakennetoimija_asetuksen_insolvenssi_oikeudelliset_vaikutukset_19092014.pdf

(Luettu 7.4.2023).

Fortum Oyj - Pörssitiedote 6.9.2022 klo.9.42.

<https://www.fortum.fi/media/2022/09/fortum-sopinut-suomen-valtion-kanssasiljarahoituksesta-vakuusvaatimusten-kattamiseksi-pohjoismaisilla-sahkonjohdannaismarkkinoilla>

(Luettu 1.10.2022)

Fortum Oyj – Sähkön johdannaismarkkinat.

<https://www.fortum.fi/tietoa-meista/uutiset-ja-julkaisut/tietopaketti-medialle/sahkon-johdannaismarkkinat>

(Luettu 11.10.2022)

Fortum Oyj – Miten Fortum hallitsee sähkön hintariskiä? 8.9.2022.

<https://www.fortum.fi/tietoa-meista/forthedoers-blogi/miten-fortum-hallitsee-sahkon-hintariskia>

(Luettu 1.10.2022)

Nasdaq Clearing AB - General Terms, Clearing Rules - Commodity Derivatives, Issued by Nasdaq Clearing AB.

<https://www.nasdaq.com/docs/2023/05/01/Clearing-General-Terms.pdf>

(Luettu 15.8.2023)

Valtioneuvoston kanslian tiedote 6.9.2022.

<https://vnk.fi/-/valtio-jarjestaa-fortumille-siltarahoituksen-johdannaismarkkinatilanteen-hallitsemiseksi>

(Luettu 11.10.2022)

Valtiovarainministeriö VN/25242/2022.

<https://vm.fi/documents/10623/101263054/Ohje+s%C3%A4hk%C3%B6n+johdannaismarkkinoilla+toimivien+yhti%C3%B6iden+maksuvalmiutta+tukevan+valtion+lainan+hakemiseksi.pdf/6a99f864-d209-a52d-91f7-6064bd1367b9/Ohje+s%C3%A4hk%C3%B6n+johdannaismarkkinoilla+toimivien+yhti%C3%B6iden+maksuvalmiutta+tukevan+valtion+lainan+hakemiseksi.pdf?t=1663740872124>

(Luettu 10.10.2022)

Oikeustapaukset

Kotimainen oikeuskäytäntö

KHO 2012:112

Euroopan unionin tuomioistuimen oikeuskäytäntö

EUT C-548/18 BGL BNP Paribas Sav. TeamBank AG Nuernberg

EUT C-621/18 Wightman

EUT C-1/02 Borgmann

EUT C-133/78 Gourdain v Nadler.

EUT C-295/13 H v. H.K.

Norjan oikeuskäytäntö

HR-2017-1297-A

HR-2020-837-A

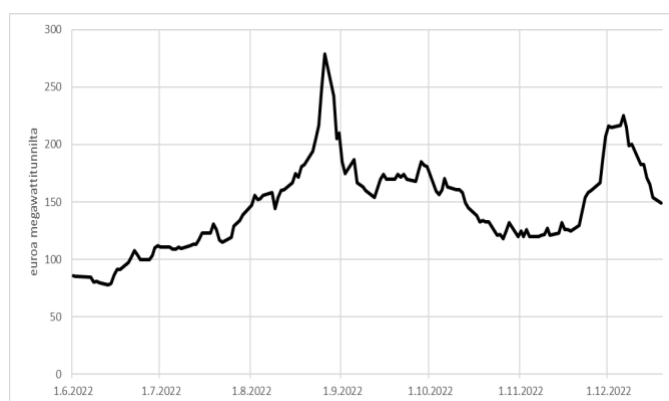
Lyhenteet

BASEL III	Pankkien vakavaraisuussäännöstö
CCP	Keskusvastapuoli
EBA	Euroopan pankkiviranomainen
EMIR	European Market Infrastructure Regulation N:o (648/2012)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
MIFID II	Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (2014/65/EU)
MW	Megawatt
OTC	Over the counter
Rooma I	Rooma I -asetus N:o (593/2008)
SEU	Sopimus Euroopan unionista
SEUT	Sopimus Euroopan unionin toiminnasta

1 Johdanto

1.1 Aihepiirin esittely

Viime vuosina maailmaa ravisuttaneet ongelmat ovat vaikeuttaneet merkittävästi energiateollisuuden toimintaa. Taustalla hämmöttävä ilmastonmuutos, maailmanlaajuinen koronapandemia ja tuoreimpana Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan, sekä toimitusketjujen häiriöt ja inflaatio nostivat kaasun ja öljyn hinnat pilviin.¹ Varsinkin Venäjän hyökkäys Ukrainaan ja kaasun käyttäminen aseena länsimaita vastaan laukaisi energiakriisin, minkä seurauksena myös sähkön hinnat, sekä sähkömarkkinoiden spot-hintoja seuraavat sähkön johdannaismarkkinoiden vakuusvaatimukset nousivat erittäin korkeiksi.²



Kuva 1. ”Vuoden 2023 sähköfutuuriennustukset pohjoismaissa (systemihinta), euroa/MWh”.³

¹ Talus 2022, s.449; COM(2022)0160, s.1.

² Esim. elokuussa 2022, kun Venäjä ilmoitti, että se katkaisee Nordstream 1 -putken kaasutoimitukset Eurooppaan, niin Pohjoismaiden sähkön johdannaismarkkinoiden futuurihinnat nousivat kesäkuun puolivälin 100 euron megawattitunti hinnasta melkein 270 euron hintaan megawattitunnilta. Ks. Talus 2022, s.499. Fortumin mukaan sähkön johdannaispörssin vakuusvaatimukset olivat sen kohdalla korkeimmillaan 5 miljardissa eurossa 26.8.2022 päätöshintojen perusteella. Ks. Fortum - sähkön johdannaismarkkinat 2022. Suomen sähkömarkkinat ovat osa Euroopan sähkön sisämarkkinoita, jossa voidaan käydä kauppaa koko markkina-alueella sähköverkon siirtokyvyn rajoitteet huomioiden. Tästä syystä sähkön sisämarkkina-alueella tapahtuvat muutokset sähkön tuotannossa heijastuvat siten koko markkina-alueen hintatasoon. Pohjoismaissa sähkökauppaa käydään Norjassa sijaitsevassa Nord-Pool-sähköpörssissä, joka on kaikista kehittynein ja likvidein sähköpörssi Euroopassa. Norjan lisäksi sähkökauppaa käydään myös Pariisissa EPEX Spot -sähköpörssissä, mutta Pohjoismaissa, kuten Suomessa tapahtuva kaupankäynti keskittyy kuitenkin Nord-Pool-sähköpörssiin. Ks. HE 320/2022 vp, s.10. Spot-markkinoiden vuorokausimarkkinoilla sähkön hinta vaihtelee tunneittain seuraavan päivän kysynnän ja tarjonnan perusteella, jolloin kauppaa kutsutaan (eng. day-ahead-markkinoiksi) tai (eng. day-ahead spot-kaupankäynniksi). Ks. Talus 2016, s.42–23; Ks. HE 320/2022 vp, s.11.

³ HE 320/2022 vp, s.14.

1.1.1 Johdannaisten määritelmä

Tavallisimmin johdannaiset (eng. derivatives) määritellään yksinkertaisesti rahoitusvälineiksi, jotka johtavat arvonsa jostakin kohde-etuudesta.⁴ Määritelmä havainnollistaa sitä, miten johdannaisten arvon kehitys markkinoilla on riippuvainen sellaisen kohde-etuuden arvosta, josta johdannainen saa arvonsa.⁵ Kuitenkin Schuyler K. Henderson on esittänyt johdannaisille myös toisenlaisen määritelmän:

” A derivative is a contract for the exchange of cash or delivery flows between two parties each of which flows is, in the eyes of the respective parties, equal to the other at the start of the agreement: a financial arrangement involving mutuality and valued by reference to current market rates, prices or levels.”⁶

Hendersonin mukaan tämä määritelmä ilmaisee paremmin johdannaisten tarkoituksen ytimen, mikä on hänen mukaansa nimenomaan sitoutua sopimuksella nykyhetken kohde-etuuden arvoon. Johdannaisten ominaisuuksista tärkeimpiä ovatkin oikea arvonmäärittäminen nykyhetken arvoon (eng. current valuation) ja luottoriski (eng. credit risk).⁷ Mikäli esimerkiksi sähköntuottaja on halukas suojaamaan sähkötuotantonsa hintariskiä johdannaismarkkinoilla, niin johdannaissopimuksen teko hetkellä vallitseva sähkön markkinahinta on se hinta, joka määrittää perustan sille tekeekö myyjä tulevaisuudessa voittoa vai tappiota.⁸ Johdannaiset ovat

⁴ Kritzman – Pirie 2017, s.2–3.

⁵ Kohde-etuus: ”Jokaisella johdannaisella on kohde-etuus, kuten korko, hinta, valuutta indeksi, arvopaperi, hyödyke tai muu taloudellinen muuttuja, johon sen arvo pääasiallisesti perustuu”. Ks. Henderson 2010, s.8.

⁶ Ks. Henderson 2010, s.5. Johdannaisten on kuvailtu muistuttavan myös vakuutusta, sillä sekä johdannaiset että vakuutukset ovat käyttökelpoisia instrumentteja riskin siirtämisessä osapuolelta toiselle. Samalla tavalla, kun vakuutussopimuksessa on määriteltävä vakuutuksen kohteena oleva riski, kuten omaisuus, terveys- tai henki, niin johdannaisella voidaan suojata sähkön hintaa tai jotakin muuta kohde-etuutta. Vaikka johdannaiset ovat analogisesti lähellä vakuutuksia tai takuita, tulee ne kuitenkin oikeudellisesti pitää erillään niistä. Ks. Wood 2007, s 211; Kritzman – Pirie 2017, s. 2–3. Nimenomaan riskiltä suojautuminen on silti johdannaisten tärkein käyttötarkoitus, johon myös sähköyhtiöt johdannaisia käyttävät. Suojauksen lisäksi johdannaisia voidaan käyttää kuitenkin myös kaupankäyntiin, arbitraasi kaupankäyntiin ja transaktiokustannusten vähentämiseen. Ks. Wood 2007, s.211.

⁷ Vastapuoli- tai luottoriski, on riski siitä, että vastapuoli ei suorita maksuvelvoitettaan täyttää vastiketta vastaan. Tällöin koko velalliselta saatavana ole pääoma voi olla vaarassa. Ks. Bank of Finland 2004, s.22.

⁸ Ks. Henderson 2010, s.10. Hendersonin näkemyksen mukaan johdannaiset eivät ole vain rahoitustuotteita, vaan ne ovat pikemminkin teknologia, joka monin tavoin ohjaa kansainvälistä rahoitusta ja on vaikuttanut enemmän kuin mikään muu rahoitusmuoto nykyisten globaalien markkinoiden syntyyn. Ks. Henderson 2010, s.5. Johdannaisilla onkin käyty kauppaa ainakin jo 1600-luvun Hollannin tulppaanimarkkinoilta saakka. Ks. Puttonen-Valtonen 1996, s.20. Johdannaisten avulla tulppaaninviljelijät pyrkivät varmistumaan siitä, että markkinahintojen laskusta huolimatta, he saisivat kohtuullisen korvauksen sadostaan. Aivan samalla tavalla nykypäivänä esimerkiksi

siis rahoitusvälineitä, joilla eri markkinatoimijat, kuten yritykset ja sijoittajat käyvät johdannaiskauppaa erilaisilla johdannaistuotteilla, kuten futuureilla, optioilla ja termiineillä. Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin pääosin sähkön johdannaispörssien futuureiden vakuuksiin, joita koskevat vaatimukset nousivat muun muassa Pohjoismaiden Nasdaq OMX Commodities -pörssissä vuoden 2022 energiakriisin seurauksena ennätyskorkeiksi.⁹ Korkeaksi nousseet vakuusvaatimukset asettivat esimerkiksi Suomessa toimivat sähkön tuottajat ja sähköyhtiöt vaikeuksiin, koska ne olivat suojanneet tuotantoaan etukäteen kuten tavallisesti, eikä niillä rahoitusalan ulkopuolisina toimijoina ollut yhtä paljon likvidejä varoja käteisvakuuksien täyttämiseksi kuin pankeilla- ja rahoituslaitoksilla.¹⁰

1.1.2 Futuurit

Sopimus, jolla ostaja sitoutuu ostamaan sähköä sähkön tuottajalta vuoden 2023 ajan hintaan 25 euroa/MWh on esimerkiksi futuurisopimus. Tällöin sähkön tuottaja voi luottaa siihen, että se saa tuottamastaan sähköstä vähintään 25 euroa/MWh niiltä asiakkailta, joiden kanssa se on solminut futuurisopimuksen, eli siltä osin, kun se on ”suojanut” tuotantoaan. Vastaavasti sähkön ostaja voi luottaa siihen, että se saa ostettua sähköä 25 euron/MWh hintaan, vaikka sähkön hinta nousisi markkinoilla korkeammaksi.¹¹

1.1.3 Pörssi- ja OTC-johdannaiset

Johdannaiset voidaan jakaa pörssijohdannaisiin (eng. exchange-traded derivatives) ja OTC-johdannaisiin (eng. over-the-counter). Molemmilla johdannaisilla käydään kauppaa omilla markkinoillaan, ja nämä markkinat eroavat toisistaan muun muassa sopimusten vakiointiin, kaupankäynnin kohteena oleviin instrumentteihin, vakuusjärjestelyihin ja markkinoiden

juuri sähköntuottajat pyrkivät varmistumaan siitä, että ne saavat tulevaisuudessa järkevän korvauksen tuottamastaan sähköstä, vaikka sähkön markkinahinta äkillisesti jostain syystä laskisi. Ks. Puttonen-Valtonen 1996, s.20.

⁹ Futuurit (eng. futures) ovat sopimuksia, joiden mukaan sopimuksen toinen osapuoli sitoutuu toimittamaan toiselle osapuolelle määrättyinä päivinä (eräpäivänä) tietyn kohde-etuuden sopimuksen tekohetkellä sovittuun hintaan, joka maksetaan eräpäivänä. Sopimuksen kohteena oleva kohde-etuus (eng. asset) voi olla hyödyke, kuten (vilja, kaasu, öljy, metalli tai sähkö), mutta se voi olla myös esimerkiksi valuutta-, velka- tai osakepaperi tai suurempi määrä tällaisia arvopapereita. Ks. Wood. 2007. s.201; HE 320/2022 vp. s.11.

¹⁰ Fortum 7.12.2022, s.2(7).

¹¹ Wood. 2007, s.201.

sääntelyyn liittyviltä osin.¹² OTC-johdannaiset ovat niin sanottuja vakioimattomia johdannaissopimuksia, joiden sopimusehdot laaditaan lähes aina ISDA Master Agreement - yleissopimuksen perusteella, joka sisältää sekä vakioehdot että sivukirjeen, jossa osapuolet voivat sopia tiettyjä poikkeuksia yleissopimuksen vakioehtoihin, joita sovelletaan heidän välillään.¹³ Sen sijaan pörssijohdannaiset ovat johdannaissopimuksia, joiden ehdot ovat säännellyt ja vakioidut. Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin edellä mainitusti sähkön johdannaissopimusten vakioitujen johdannaissopimusten ja pääasiassa futuurisopimusten vakuuksiin. Tutkielman kannalta on kuitenkin paikoin tarve käsitellä OTC- johdannaissopimuksia, sillä niillä on tärkeä asema osana johdannaisten sääntelyyn liittyvää lainsäädännöllistä kehitystä, tästä mainitaan kuitenkin aina erikseen.¹⁴

1.1.4 Tiliraha

Tilirahan syntyminen muutti merkittävästi rahan oikeudellista luonnetta. Lähes poikkeuksetta oikeusjärjestyksestä riippumatta katsotaan, että henkilön tallettaessa tietyt rahakappaleet pankkiin, lakkaa hänen omistusoikeutensa näihin rahakappaleisiin ja omistusoikeus vaihtuu pankkiin kohdistuvaksi saamis-oikeudeksi.¹⁵ *Käteisellä*¹⁶ tarkoitetaan tilille hyvitettyä rahaa tai vastaavaa rahan takaisinmaksua koskevaa saatavaa. *Saatavalla* tarkoitetaan puolestaan velkojan oikeutta saada velalliselta maksuna tietty rahasumma, kuten laskusaatava, tai tietyn velvoitteen suoritus, kuten johdannaissopimukseen perustuva kohde-etuus.¹⁷ Käteisen ja siten myös saatavan määritelmään kuuluvat myös tilirahat, jotka osapuolet ovat saaneet toisiltaan rahoitusvakuusjärjestelyn tai sulkeutuvan nettoutuksen yhteydessä.¹⁸

¹² Puttonen-Valtonen 1996, s.33.

¹³ Haentjens 2020, s.123.

¹⁴ Maalouf – Roberts, 2014 s.354; Ks. HE 320/2022 vp, s.11.

¹⁵ Marjosola 2012, s. 311.

¹⁶ Käteinen raha on omaisuuskohteena kaikkialla ja sitä myös käytetään rahoitusvakuuksien, kuten arvopaperien ohella vakuutena rahoitusjärjestelyissä, sekä luottoriskiä aiheuttavien liiketoimien vakuutena. Se on erittäin suosittu vakuuskohde etenkin silloin, kun velvoite, jonka vakuudeksi vakuuskohde on asetettu, koskee arvopapereita tai johdannaissopimuksia. EU:n maksupalveludirektiivi II sääntelee tietyllä tasolla EU:n käteistapahtumia, mutta suurimmaksi osaksi sekä käteissaatavat ovat edelleen kansallisesti harmonisoimattomia. Ks. Haentjens 2020, s.75.

¹⁷ COM(2018) 96 final, s.7.

¹⁸ Yeowart – Parsons – Murray – Patrick 2016, s. 50.

1.1.5 Nettoutus ja sulkeutuva nettoutus

Nettoutus on lähellä kuittausta, sillä molemmissa on kyse vastakkaisten velvoitteiden täyttämisestä pienemmän veloitteen verran. Nettoutuksessa keskenään on erotettava ainakin *jatkuva nettoutus ja sulkeutuva nettoutus* (eng. *close-out netting*). *Jatkuvassa nettoutuksessa* maksut- ja velvoitteet täytetään yhdistetysti velvoitteiden erääntymispäivän mukaan. Johdannaispörssin keskusvastapuoliselvityksessä on kyseessä pääasiallisesti jatkuvasta nettoutuksesta, jossa keskusvastapuolten määritysosapuolten¹⁹ vastakkaiset maksu- ja toimitusvelvoitteet yhdistetään erääntymispäivän mukaan yhdeksi maksuvelvollisuudeksi.²⁰

Sulkeutuvalla nettoutuksella tarkoitetaan tilannetta, jossa kahden osapuolen väliset avoimet täytäntöönpanosopimukset (johdannaiset ovat täytäntöönpanosopimuksia) suljetaan/irtisanotaan toisen vastapuolen maksukyvyttömyyden vuoksi. Tällainen tilanne on esimerkiksi kyseessä silloin, kun keskusvastapuolen maksukyvyttömän määritysosapuolen kaikki avoimet johdannaispositiot suljetaan/irtisanotaan sen vastapuolien kanssa. Sulkeutuvan nettoutuksen on oikeuskirjallisuudessa katsottu edellyttävän vastapuolen maksukyvyttömyystilanteessa kolmea vaihetta: kaikki avoimet sopimukset ovat suljettava, jonka jälkeen kunkin sopimuksen voitot ja tappiot kuitataan siten, että saadaan yksi ainoa nettomääräinen saldo, jonka velka kuitataan tappiolla olevalta vastapuolelta. Sulkeutuva nettoutus on tämän tutkielman kannalta olennaisempi kuin jatkuva nettoutus, joten sulkeutuvaan nettoutukseen palataan tutkielmassa aika ajoin, kun se on kunkin asian käsittelyn kannalta tarkoituksenmukaista.²¹

Johdannaisopimusten nettosaatavalla tarkoitetaan saatavaa, joka johdannaisopimuksen osapuolella on toista osapuolta vastaan sen jälkeen, kun johdannaisopimus on irtisanottu ja jäljellä olevat keskinäiset saatavat on kuitattu.²²

¹⁹ *Määritysosapuolet* ovat johdannaispörssissä johdannaiskauppaa käyviä rahoituslaitoksia ja yrityksiä, jotka selvittävät johdannaisopimuksensa keskusvastapuolella. Ks. Wood 2007, s.214.

²⁰ Ks. HE 59/1997 vp, s.13; Wood 2007, s.4.

²¹ Ks. HE 59/1997 vp, s.13; Wood 2007, s.4.

²² Kieninger 2019, s. 653.

1.1.6 First demand -ehtoinen pankkitakaus

First demand -ehtoiset pankkitakaukset ovat oikeastaan vakuustakuuta²³, eivätkä ne virallisesti ole ”takauksia” siinä mielessä, kun me kotimaisessa oikeudessa hahmotamme takauksen. Tässä tutkielmassa niitä kutsutaan kuitenkin pankkitakauksiksi. First demand -ehtoinen pankkitakaus, on sitoumus, jonka perusteella pankki sitoutuu heti velkojan ensimmäisestä vaatimuksesta, eli vaadittaessa maksamaan sitoumuksen kohteena olevan velallisen velan pääsitoumukseen, eli päävelkaan nähden.²⁴ Vaikka First demand -ehtoisia pankkitakauksia on käytetty kansainvälisessä kaupassa tilirahan vakuuskäytön sijaan, niin juridisesti arvioituna first demand -ehtoiset pankkitakaukset ovat kuitenkin henkilövakuuksia eikä niitä tule sekoittaa esinevakuuksiin.²⁵

Pankkitakauksia käytettiin aikaisemmin vakuutena myös sähkön johdannaismarkkinoilla, ja niiden suosio perustui erityisesti siihen, että johdannaiskauppaa käyvillä rahoitusalan ulkopuolisilla toimijoilla, kuten sähköyhtiöillä on tavallisesti paljon vähemmän likvidejä varoja käytössään vakuusvaatimuksien täyttämiseksi. Kuitenkin vuoden 2008 maailmanlaajuisen finanssikriisin seurauksena lainsäätäjät tulivat tietoisemmiksi vastapuolien luottoriskien aiheuttamista vaaroista, mikä johti niiden tiukentuneeseen suhtautumiseen vakuudetonta luotonantoa kohtaan ja useiden uusien lakien säätämiseen.²⁶ Näistä säädetyistä laeista sähkön johdannaismarkkinoiden kannalta keskeisiä olivat EU:ssa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 648/2012, OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppapietorekistereistä (jäljempänä EMIR-asetus).²⁷

²³ ”*Vakuustakuut* ovat henkilövakuuksia, jossa henkilövakuuden antaja ottaa vastatakseen riskin siitä, että vakuuden saaja esittää takuun ehtojen mukaisen maksuvaatimuksen. Vakuustakuiden antaja on yleensä rahoituslaitos, mutta kansainvälisessä kaupassa myös emoyhtiöt antavat vakuustakuuta tytäryhtiöidensä velvoitteiden turvaamiseksi” Ks. Lehtinen 2007, s.243.

²⁴ Annola – Huhtamäki – Saarnilehto – Ämmälä 1995, s.4; Lehtinen 2007, s.243.

²⁵ Lehtinen 2007, s.243.

²⁶ Haentjens 2020, s.2.

²⁷ Samoihin aikoihin, kun finanssikriisin jälkeen lainsäädännöllä tiukennettiin johdannaismarkkinoiden vakuusvaatimuksia, niin Basel III -sopimuksella asetettiin pankeille- ja rahoituslaitoksille tiukempia pääoma- ja likviditeetti vaatimuksia, mikä on korostanut niiden tarvetta pitää hallussaan suurempia määriä korkealaatuisia vakuuksia, sekä saanut pankit entisestään vähentämään luottoriskejään ja sitä kautta vähentänyt niiden halukkuutta tarjota vakuudetonta luotonantoa. Ks. Tähän liittyen muun muassa Matthias Haentjens on oikeuskirjallisuudessa todennut, että maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeiset sääntelytoimet ovat vaikuttaneet siihen, että rahoitusvakuuksien kysyntä on merkittävästi kasvanut samalla kun niiden saatavuus on heikentynyt. Ks. Haentjens 2020, s.3.

1.1.7 EMIR-asetus (EU) N:o 648/2012

EMIR-asetuksen 46 artiklan mukaan keskusvastapuoli saa hyväksyä vain erittäin likvidejä vakuuksia, joihin liittyy mahdollisimman pieni luotto- ja markkinariski, jotta näillä vakuuksilla on mahdollisimman hyvät edellytykset kattaa määräytösapuoliinsa liittyvät alkuperäiset ja voimassa olevat vastuut.²⁸ Sen sijaan komission delegoidussa asetuksessa (EU) N:o 153/2013 vahvistetaan tekniset sääntelystandardit näille erittäin likvideille vakuusvaatimuksille, joita keskusvastapuoli saa hyväksyä. Alun perin komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 mukaan keskusvastapuoli pystyi hyväksymään pankkitakaukset vain, jos kyseisen takauksen kattoi kokonaan vakuus, joka on konkurssioikeudellisesti erillinen, jos määräytösapuoli ja takaaja tulevat samanaikaisesti maksukyvyttömäksi. Tämä on tarkoittanut käytännössä sitä, että vakuudettomat pankkitakaukset eivät ole olleet EMIR-asetuksen voimaan tulon myötä enää hyväksyttävä vakuuksia.

Vastauksena energiakriisiin Euroopan komissio antoi kuitenkin osana Euroopan unionin (EU) energiapakettia esityksen delegeoitujen asetustensa väliaikaisesta muuttamisesta liittyen keskusvastapuolien hyväksymiin vakuusvaihtoehtoihin. Muutos tuli voimaan 28.11.2022, kun se julkaistiin Euroopan unionin virallisessa lehdessä. Muutoksella laajennettiin keskusvastapuolten hyväksymien vakuuksien valikoimaa 12 kuukauden ajaksi pörssissä toimivien finanssialan ulkopuolisten määräytösapuolten osalta vakuudettomiin pankkitakauksiin.²⁹ Lisäksi Euroopan komissio antoi 7.12.2022 asetusehdotuksen, jossa monen muun asian ohella ehdotettiin, että pankkitakaukset ja julkiset takaukset olisivat käypää vakuusmateriaalia myös tulevaisuudessa, edellyttäen että ne olisivat ehdoitta saatavilla pyydetessä, eli first demand -ehtoisia.³⁰ Tämä esitys on kuitenkin edelleen Euroopan parlamentin ja neuvoston käsiteltävänä unionin tavallista lainsäätämisyjärjestystä noudattaen.³¹

²⁸ EU/418/2022-VM-9, s.2(5). Hallituksen esityksessä (HE 212/2022) on määritelty keskusvastapuoli seuraavasti: ”Keskusvastapuoli toimii rahoitusmarkkinoiden osapuolten välillä tiettyjen sopimuksien osalta ostajana jokaiseen myyjään nähden ja myyjänä jokaiseen ostajaan nähden. Keskusvastapuolet toteuttavat rahoitusliiketoimia eri omaisuusluokilla, kuten osakkeilla, johdannaisilla ja takaisinostosopimuksilla. Keskusvastapuolet käsittelevät keskitetysti vastapuolten transaktiot ja positiot, huolehtivat transaktioiden seurauksena syntyvistä velvoitteista ja vaativat jäseniltään riittävät vakuudet marginaalina ja maksuina maksukyvyttömyysrahastoihin”. Ks. HE 212/2022, s.4.

²⁹ EU/418/2022-VM-9, s.2(5); Ks. HE 212/2022, s.4.

³⁰ COM(2022) 697 final, s.17; U 121/2022 vp, s.10.

³¹ COM(2022) 697 final, s.17; U 121/2022 vp, s.2.

1.2 Tutkimuskysymykset, metodit ja aiheen rajaus

1.2.1 Tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimukseen liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä, kun vakuutena käytetään tilirahaa verrattuna siihen, että vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia. Jotta edellä esitettyyn tutkimuksen varsinaiseen pääkysymykseen numero 1) voidaan vastata, tulee ensin vastata tutkimuksen alakysymyksiin i. ja ii.

Edellä esitetyn perusteella tutkimuskysymykset voidaan esittää seuraavasti:

- 1) Minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimukseen liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä, kun vakuutena käytetään tilirahaa verrattuna siihen, että vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia;
 - i. Minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimukseen liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan, kun keskusvastapuoliselvityksen vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia;
 - ii. Minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimukseen liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan, kun keskusvastapuoliselvityksen vakuutena käytetään tilirahaa?

1.2.2 Metodit ja aiheen rajaus

Tutkimus on lainopillinen, eli oikeusdogmaattinen sillä se pyrkii hahmottamaan tilirahan vakuuskäyttöön liittyvää EU:n sääntelyä osana sähkön johdannaismarkkinoiden

sääntelykokonaisuutta.³² Tutkimus sijoittuu esineoikeuden puolelle, koska tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan tilirahan rajat ylittävään vakuuskäyttöön liittyviä oikeudellisia kysymyksiä koskien saatavan siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia. Saatavien siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuvilla vaikutuksilla tarkoitetaan kysymyksiä siitä, kenelle saatavan omistusoikeudet kuuluvat, sekä mitä vaatimuksia siirronsaajan on täytettävä varmistaakseen, että hänellä on laillinen omistusoikeus saatavaan siirron jälkeen.³³ Toisaalta samalla tavalla saatavan siirrosta kolmansille aiheutuvilla vaikutuksilla voidaan tarkoittaa kysymystä siitä, miten vakuudenantaja voi varmistua siitä, että se pystyy tarvittaessa todistamaan luovutuksensaajan maksukyvyttömyys tilanteessa vakuutena luovuttamansa tilirahan kuuluvan itselleen, eikä esimerkiksi luovutuksensaajan velkojille.

Kolmannen osapuolen vaikutuksilla onkin merkitystä erityisesti silloin, kun vakuudenantaja tai vakuudensaaja on maksukyvytön, jolloin kysymykseksi nousee, miten ratkaistaan esineoikeudelliset ensisijaisuuskonfliktit, eli tilanteet, joissa useampi velkoja kilpailee samasta esinevakuudesta. Tällaisessa tilanteessa ensisijaisuuskonfliktin osapuolia voivat olla esimerkiksi kaksi siirronsaajaa, mikäli sama saatava on siirretty kaksi kertaa, tai siirronsaaja ja siirtäjän velkoja/velkojat taikka siirtäjä ja siirronsaajan velkoja/velkojat.³⁴ Mikäli tällainen siirto tapahtuu yhden valtion rajojen sisällä, niin on selkeää, että minkä lain mukaan saatavien siirrosta aiheutuvat vaikutukset ja ensisijaisuuskonfliktit ratkaistaan. Tällöin siirronsaaja esimerkiksi tietää, mitkä vaatimukset sen tulee täyttää, jotta se saa omistusoikeuden siirrettyyn saatavaan.³⁵

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2002/47/EY (jäljempänä rahoitusvakuusdirektiivin) tarkoituksena on muun muassa varmistaa vakuuksien käytön sujuvuus rajat ylittävien vakuusjärjestelyiden maksuhäiriö- ja insolvenssitilanteissa. Tähän direktiivillä pyritään varmistamalla, että esinevakuuksien vakuuskäyttö ja niihin liittyvät julkivarmistusvaatimukset olisivat mahdollisimman joustavia ja yhdenmukaisia sekä eri jäsenvaltioiden että esinevakuustyyppien välillä.³⁶ Toisaalta, vaikka rahoitusvakuusdirektiivillä

³² Pöyhönen 1981, s.19; Ervasti 1998, s.366.

³³ Heinze – Warmuth 2019, s.665; COM(2018) 96 final, s.10.

³⁴ Heinze – Warmuth 2019, s.665; COM(2018) 96 final, s.10.

³⁵ COM (2018)096 final, s.4.

³⁶ Tuomisto 2013, s. 2/21.

on pääosin esimerkiksi kielletty jäsenvaltioiden välillä muodolliset vaatimukset pätevän vakuusoikeuden saamiseksi, liittyy rahoitusvakuusdirektiiviin soveltamiseen tällä hetkellä silti sekä tulkinnallista että täytäntöönpanollista epävarmuutta. Esimerkiksi rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan mukaan EU:n jäsenvaltiot voivat asettaa rahoitusvakuuksia koskevia muodollisia vaatimuksia siltä osin kuin nämä toimet ovat välttämättömiä ja riittäviä hallussapidon tai valvontaa koskevan vaatimuksen täyttämiseksi. Epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa se, ettei rahoitusvakuusdirektiivissä erikseen mainita, mitkä toimet ovat välttämättömiä ja riittäviä vaatimuksen täyttämiseksi.³⁷

Esimerkiksi Pohjoismaiden lainsäädännössä edellytetään tavallisesti, että pankkien ja rahoituslaitoksien on säilytettävä asiakkaiden tilivarat eroteltuna erillisille asiakastileille.³⁸ Mikäli Pohjoismaissa tulkitaan rahoitusvakuusdirektiiviä siten, että tilivarojen erottelu erillisille tileille on välttämätöntä tilirahojen hallussapidon tai valvonnan vaatimuksen täyttämiseksi, voi oikeudellisena riskinä olla, että vakuudenantajan varojen katsotaan sekoittuvan vakuudensaajan varoihin, mikäli varoja ei ole eroteltu erillisille tileille.³⁹ Tämä on erityisen ongelmallista esimerkiksi johdannaismarkkinoilla yleisesti käytettyjen omnibustilien⁴⁰ käytön kannalta. Oikeuskirjallisuudessa on esimerkiksi katsottu, että omnibustilit tarjoavat oikeussuojan riittävänä tilirahojen erottelun tasona ainoastaan niillä lainkäyttöalueilla, joissa oikeussuojan taso on sama riippumatta siitä, säilytetäänkö tilirahoja omnibustileillä vai erillisillä tileillä.⁴¹

Käytännössä vallitsevasta oikeusvarmuuden puutteesta johtuu, että omnibustilien käyttöön sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä liittyy huomattavia oikeudellisia riskejä. Esimerkiksi, mikäli saatavan (johdannaissopimuksen nettosaatavan) rajat ylittävän siirron jälkeen nousee omistusoikeutta koskeva riita vakuudenantajan ja vakuudensaajan velkojien kesken, voi sen ratkaisu olla riippuvainen siitä, mitä kansallista lakia asian käsittelevä jäsenvaltion tuomioistuin tai viranomainen soveltaa. Toisin sanoen, se

³⁷ Ks. Haentjens 2020, s.197.

³⁸ Haentjens 2020, s.25.

³⁹ Haentjens 2020, s.25.

⁴⁰ *Omnibustilit* ovat yhteistilejä, joilla tilinhoitajat säilyttävät asiakkaidensa tilivaroja- ja arvopapereita omissa nimissään. Ks. Marjosola Lakimies 2/2012, s. 305.

⁴¹ Priem 2020, s. 944.

tuottaako rajat ylittävä saatavan siirto kantajalle odotetun omistusoikeuden vai ei, riippuu sovellettavasta kansallisesta laista.⁴² Lisäksi oikeusvarmuuden puutetta ja siten oikeudellisia riskejä lisää entisestään se, ettei tällä hetkellä ole voimassa olevaa EU:n lainvalintasääntöä koskien saatavien siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia.⁴³

Edellä esitetystä huolimatta tilirahaa pidetään tyypillisesti huomattavasti turvallisempina vakuutena vakuudensaajan kannalta kuin vakuudettomia pankkitakauksia. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että vakuudettomia pankkitakauksia vakuutena käytettäessä, takaus ei ole konkurssioikeudellisesti erillinen, mikäli sekä velallinen että takaaja tulevat yhtä aikaa maksukyvyttömäksi. Toisin sanoen, pankkitakausten vakuutena ei ole tällöin vakuutta, jota keskusvastapuoli voi käyttää nopeasti, mikäli takaajana oleva pankki ei täytä takausta ajallaan.⁴⁴ Vakuudettomiin pankkitakauksiin ei kuitenkaan liity samanlaisia oikeusvarmuuteen liittyviä ongelmia, eikä siten myöskään samalla tavoin oikeudellisia riskejä kuin tilirahan vakuuskäyttöön rajat ylittävissä tilanteissa.

Oikeuskirjallisuudessa on yleinen käsitys siitä, että tiliraha on ikään kuin automaattisesti turvallisempi vakuusvaihtoehto kuin vakuudeton pankkitakaus ainakin vakuudensaajan kannalta. Tästä syystä tutkimuksen kannalta tekee houkuttelevaksi tarkastella, minkälaisen oikeudellisen suojan voimassa oleva oikeus todellisuudessa mahdollistaa keskusvastapuolelle, määritysosapuolille ja näiden asiakkaille, kun vakuutena käytetään tilirahaa, verrattuna siihen, että vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia. Koska velvoiteoikeuteen katsotaan kuuluvaksi henkilövakuudet, kuten pankkitakaukset, sijoittuu tutkimus tältä osin myös velvoiteoikeuden puolelle. Tässä tutkimuksessa ei ole kuitenkaan tarkoitus esittää kattavasti vakuudettomia pankkitakauksia henkilövakuutena. Tutkimuksessa keskitytään ainoastaan vakuudettomiin pankkitakauksiin, jotka ovat first demand -ehtoisia ja näidenkin osalta pelkästään tilanteisiin, joissa niitä käytetään vakuutena keskusvastapuolella. Myös First demand -ehtoisiin pankkitakauksiin liittyvät sopimusoikeudelliset kysymykset jätetään suuremmaksi osaksi tutkimuksen ulkopuolelle.

⁴² COM(2018)96 final, s.5.

⁴³ Heinze – Warmuth 2019, s.665; COM(2018) 96 final, s.10.

⁴⁴ ESMA – Final Report 14 October 2022, s. 18-19.

Lainopillisen tutkimuksen yksi perustehtävistä on oikeussäännösten sisällön selvittäminen.⁴⁵ Tässä tutkimuksessa keskitytään hahmottamaan ja selvittämään tutkimusaiheen rajat ylittävän luonteen vuoksi EU-oikeuden säännöksiä. Tutkimuksen kannalta merkityksellisiä oikeuslähteitä ovat säädösteksti, sekä Euroopan unionin tuomioistuimen (jäljempänä EUT) ennakkoratkaisut, joiden avulla EUT harjoittaa teleologista tulkintaa ja luo samalla unionin oikeuteen koherenssia ja ennakoitavuutta.⁴⁶ Yksi tutkimuksen kannalta merkittävimpiä säädöksiä on EMIR-asetus, joka on suoraan sovellettavaa oikeutta kaikissa unionin jäsenmaissa. EMIR-asetus asettaa johdannaismarkkinoiden keskusvastapuolille ja määritysosapuolille velvoitteita muun muassa vakuusvaatimukseen liittyen. EMIR-asetuksen vakuusvaatimukset koskevat pääosin esinevakuuksia, kuten tilirahaa. Esinevakuuksien sivullisittomuutta säännellään esineoikeuden puolella, joka on EU:n tasolla rahoitusvakuusdirektiiviä lukuun ottamatta lähes harmonisoimaton oikeudenala. Tästä syystä tutkimuksen tukena ei ole ollut käytettävissä kovin paljon EUT:n oikeuskäytäntöä tutkimuksen kannalta merkittävien oikeuskysymyksien osalta, vaan tutkimuksen oikeuslähteet keskittyvät pääosin säädöstekstin tulkintaan sekä ulkomaiseen että kotimaiseen oikeuskirjallisuuteen. Lisäksi edellä mainittujen oikeuslähteiden tukena on käytetty EU-oikeuden yleisiä oikeusperiaatteita, sekä EU:n lainvalmisteluaineistoa, kuten EU:n komission esityksiä ja ESMA:n lausuntoja.⁴⁷

EU:n aineellisen esineoikeuden harmonisoimattomuus sekä riittävien lainvalintasääntöjen puuttuminen ja niistä markkinatoimijoille seuraava *oikeudellinen riski* (eng. legal risk) unionin rajat ylittävissä vakuustransaktioissa on yksi tutkimuksen keskeinen havainto. Tämän havainnon avulla tutkimuksessa de lege ferenda esitetään, ettei tiliraha välttämättä ole todellisuudessa johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä niin turvallinen vakuuskohde kuin on ajateltu.⁴⁸ Tutkimus ei kuitenkaan ole de lege ferenda- tutkimus, sillä tutkimuksessa vastataan itse tutkimuskysymyksiin perinteisen lainopillisen tutkimuksen de lege lata keinoin. Sen sijaan de lege ferenda tyyppistä kannanottoa on tarkoitus käyttää ainoastaan

⁴⁵ Aarnio 1989, s.288.

⁴⁶ Hakala 2022, s.292

⁴⁷ Koulu 2006, s.60.

⁴⁸ Leskinen 2022, s.1161.

perinteisen voimassa olevaan oikeuteen keskittyvän lainopillisen tutkimuksen de lege lata tukena.⁴⁹

Antti Salonen on väitöskirjassaan todennut, että ”oikeudellinen riski ohjaa rahoitukseen liittyvää kansainvälistymistä”, näin voidaan todeta tapahtuvan myös EU-oikeuden puolella.⁵⁰ Myös *Christian Joerges* on esittänyt, että Euroopan integraation oikeudellisesta ilmentymisestä yksityisoikeudessa seuraavasti: ”Eurooppalaistuminen on oikeuden muuttumista markkinaintegraation logiikan ja kansallisen oikeuden sisältöjen muodostumista ohjaavan logiikan jännitteisessä vuorovaikutuksessa”.⁵¹ Lisäksi *Alaistair Hudson* on esittänyt näkemyksen, jonka mukaan johdannaisten kanssa työskentelevän juristin tärkein tehtävä on hallita oikeudellisia riskejä. Hudsonin mukaan juristin ei tule asettaa itseään lain yläpuolelle, vaan pikemminkin ymmärtää rahoituksen ja oikeuden vuorovaikutusta.⁵² Myös tässä tutkimuksessa tarkastellaan EU:n markkinaintegraation ja talouden asettamia muospaineita kansallisille oikeusjärjestelmille, sekä integraation yhteydessä esiin nousevia oikeudellisia riskejä. Näitä oikeudellisia riskejä tarkastellaan tutkimuksessa erityisesti EU:n sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä eri intressitahojen vastapuoliriskin jakautumisen kannalta.⁵³

Koska tutkimusaihe sijoittuu EU:n sähkö- ja rahoitusmarkkinoiden leikkauspisteeseen, sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvitykseen, sivuaa tutkimus paikoin myös energiaoikeutta ja energiapoliittisia kysymyksiä. Vuoden 2022 energiakriisin tapahtumat ja niiden seurauksena säädetty komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 poikkeus, jonka osalta vakuudettomat pankkitakaukset hyväksytään vakuudeksi keskusvastapuoliselvityksessä ainoastaan sähkö- ja energiayhtiöille. Vaikuttivat siihen, että sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvitys, sekä tilirahan ja vakuudettomien pankkitakauksien vakuuskäyttö valikoituivat tutkimusaiheeksi.

⁴⁹ Ojanen 2016, s.41; Leskinen 2022, s.1158.

⁵⁰ Salonen 2019, s.31–32.

⁵¹ Ks. Christian Joerges 2004, s.149–196; Juutilainen 2011, s.19.

⁵² Hudson 2013, s.40–42; Salonen 2019, s.31–32. Myös *Juha Karhun* uuden varallisuus-oikeuden teorian mukaan ”Varallisuus-oikeus on osa nykyistä modernia oikeutta, josta voidaan erottaa kolme sisäistä ulottuvuutta: kansallisvaltion oikeus, markkinoiden oikeus ja yhteiskunnan oikeus”. Karhun mukaan moderni oikeutemme muodostuu jatkuvasta vuorovaikutuksesta näiden kolmen ulottuvuuden kanssa. Ks. Karhu 2022, s.1089.

⁵³ Tutkimuksen eri ”intressitahoja” ovat keskusvastapuoli, määrittösosapuolet ja määrittösosapuolien asiakkaat.

2 Sähkön johdannaismarkkinat

2.1 Keskusvastapuoliselvitys

2.1.1 Vastapuoli- ja luottoriski

Vastapuoli- tai luottoriski, on riski siitä, että vastapuoli ei suorita maksuvelvoitettaan täyttä vastiketta vastaan, jolloin koko velalliselta saatavana ole pääoma voi olla vaarassa.⁵⁴ Pörssijohdannaisten kuten Nasdaq OMX Commodities- sähkön johdannaispörssin vastapuoliriski on minimoitu, sillä pörssissä kauppaa käyvien rahoituslaitosten ja sähköyhtiöiden (jäljempänä määräytisosapuolten) ei tarvitse tehdä itse vastapuolen luottoluokituksia, koska keskusvastapuoli (eng. Central Counterparty, CCP) kantaa riskin jokaisen määräytisosapuolen puolesta. Määräytisosapuolten olisi mahdollista tehdä luottoarviota vastapuolista, sillä kaupat tehdään pörssissä nopeasti.⁵⁵ Tämä tapahtuu siten, että keskusvastapuoli toimii sähkön johdannaispörssissä kauppaa käyvien määräytisosapuolten, kuten sähkön tuottajien- ja myyjien, sekä sijoittajien välillä sähkön johdannaissopimuksien osalta ostajana jokaiseen myyjään nähden ja myyjänä jokaiseen ostajaan nähden. Keskusvastapuolet käsittelevät keskitetysti vastapuolten transaktiot ja positiot⁵⁶, huolehtivat transaktioiden seurauksena syntyvistä velvoitteista ja vaativat jäseniltään riittävät vakuudet marginaalina ja maksuina maksukyvyttömyysrahastoihin.⁵⁷

Keskusvastapuolet tarjoavat palvelujaan sekä määräytisosapuolien asiakkaille että määräytisosapuolille, jotka ovat suorassa sopimussuhteessa keskusvastapuolen kanssa. Liiketoimien syntyessä johdannaissopimuksien positiot, keskitetään keskusvastapuolille, jolloin positiot voidaan nettouttaa nopeasti, mikä vähentää huomattavasti sekä

⁵⁴ Bank of Finland 2004, s. 22.

⁵⁵ Keskusvastapuolet toteuttavat rahoitusliiketoimia eri omaisuusluokilla, kuten osakkeilla, johdannaisilla ja takaisinostosopimuksilla. Ks. Wood 2007, s.214. Suomessa ei ole keskusvastapuolia, joten suomalaiset yritykset käyttävät ulkomaisten keskusvastapuolten palveluita. Ks. HE 112/2022 vp, s.4.

⁵⁶ Hallituksen esityksen mukaan EMIR-asetuksessa ei määritellä, mitä positioilla tarkoitetaan, mutta positiot muodostuvat johdannaissopimukseen perustuvista oikeuksista ja velvoitteista. Asiakkaiden tiliin ylläpidetyissä muissa omaisuuserissä voi puolestaan olla kysymys esimerkiksi asiakkaille kuuluvista vakuuksista”. Ks. HE 114/2014 vp, s.10.

⁵⁷ Jokainen pörsseissä tehty kauppa tarkastetaan ensin joko sähköisesti tai keskusvastapuolen toimesta, jonka jälkeen tämä kauppa korvataan kahdella uudella kaupalla 1) kauppa alkuperäisen kaupan osapuolen ja keskusvastapuolen kanssa ja 2) peilikaupalla (eng. mirror trade) keskusvastapuolen ja alkuperäisen kaupan osapuolen kanssa. Ks. Wood 2007, s.214; HE 112/2022 vp, s.3.

määritysosapuolten että niiden asiakkaiden riskejä ja kustannuksia.⁵⁸ Koska keskusvastapuoli kantaa luottoriskin määritysosapuolensa puolesta, niin EMIR-asetuksen 40 artiklassa asetetaan keskusvastapuolille velvollisuus arvioida ja mitata lähes reaaliaikaisesti sen jokaiseen määritysosapuoleen liittyviä luotto- ja likviditeettiriskejä. Näitä luottoriskejään rajoittaakseen EMIR-asetuksen 41 artikla asettaa keskusvastapuolille velvoitteen vaatia, määrätä ja kerätä vakuuksia (eng. ie collateral) sen kultakin määritysosapuolelta, niin riittävästi, että ne kattavat mahdolliset riskit, joita keskusvastapuoli arvioi sillä olevan kyseisten positioiden realisointiin saakka.⁵⁹ Lisäksi EMIR-asetuksen 42 artiklassa asetetaan keskusvastapuolille velvoite ylläpitää määritysosapuolistaan johtuvien luottoriskiensa rajoittamiseksi maksukyvyttömyysrahastoa kattaakseen sellaiset tappiot, jotka ylittävät tappiot, jotka voidaan kattaa asetuksen 41 artiklan mukaisilla vakuusvaatimuksilla, ja jotka johtuvat yhden tai useamman määritysosapuolen maksukyvyttömyydestä.⁶⁰

2.1.2 Alku- ja vaihteluvakuudet

Keskusvastapuolet edellyttävät johdannaispörssissä johdannaiskauppaa käyviltä määritysosapuolilta sekä alkuvakuuksia (eng. Initial Margin) että vaihteluvakuuksia (eng. Variation Margin).⁶¹ Alkuvakuus on tavallisesti ennalta määritelty, kiinteäarvioinen käteisvakuus, jonka tarkoituksena on suojata sopimusosapuolia vastapuolen maksukyvyttömyydeltä. Käytännössä alkuvakuuksia on alun perin kerätty yleisesti keskusvastapuolissa selvitettävissä johdannaistransaktioissa, mutta vuoden 2008 finanssikriisin ja sitä seuranneen Lehman Brothers pankin maksukyvyttömyyden jälkeen lainsäädäntö on ohjannut alkuvakuuksien käyttöä myös yhä enemmän kahdenvälisesti selvitetuille OTC-markkinoille.⁶² Koska keskusvastapuoli toimii johdannaispörssissä kauppaa käyvien määritysosapuolten välillä ja kantaa näiden puolesta luottoriskin toisiinsa nähden, niin tästä syystä ne tavallisesti edellyttävät, että määritysosapuolet asettavat alkuvakuuden sen riskin huomioon ottamiseksi, jonka kyseinen määritysosapuoli keskusvastapuolelle luo selvittäessään

⁵⁸ HE 212/2022 vp, s.3.

⁵⁹ Wood 2007, s.214.

⁶⁰ Yeowart– Parsons 2016, s.558.

⁶¹ Ks. Haentjens 2020, s 130; EBA response to Commission request on energy derivatives markets 29 September 2022. s.8.

⁶² Haentjens 2020, s.130.

johdannaisensa keskusvastapuolella.⁶³ Alkuvakuuksia ei myöskään nettouteta keskusvastapuolella eri määritysosapuolten välillä, vaan niiden tarkoituksena on ainoastaan toimia vakuutena maksukyvyttömyyden varalta.⁶⁴

Vaihteluvakuuden tarkoituksena on puolestaan hallita arvonmuutoksia, jotka saattavat aiheutua vakuuden markkina-arvon laskemisesta tai johdannaissopimuksen vastapuolen luottokelpoisuuden laskemisesta. Keskusvastapuoli tekee johdannaissopimuksien kohde-etuuden arvonvaihteluriskin varalta säännöllisiä kohde-etuuden markkina-arvostuksia, jotta se pienentää sopimusosapuolina toimivien määritysosapuolten välistä riskiä. Tähän keskusvastapuolen kohde-etuuden markkina-arvostukseen perustuen määritysosapuolet suorittavat keskusvastapuolelle vaihteluvakuuden, joka vastaa kyseisen hetken markkinariskiä.⁶⁵

Vaihteluvakuudet ovat käytännössä kaikista yleisimmin käytettyjä vakuuksia johdannaistransaktioissa, sillä niiden avulla voidaan varmistaa, että kummallakin johdannaissopimuksen vastapuolella on riittävät likvidit vakuudet. Johdannaissopimuksen osalta on tyypillistä, että vaihteluvakuuksien arvo vaihtelee päivittäin (tai jopa päivän sisäisesti), jolloin molemmat sopimuksen osapuolet voivat sopimuksen kestoaikana olla välillä velkojana, eli (in the money) osapuolia ja välillä velallisia (out of the money).⁶⁶ Sen johdannaissopimuksen osapuolen ja/tai johdannaissopimuksen määritysosapuolen, joka on johdannaissopimuksen arvostushetkellä velallisen asemassa, eli (out of the money), tulee suorittaa (in the money) olevalle osapuolelle/keskusvastapuolelle vaihteluvakuus, joka vastaa kyseistä markkina-arvoa. Vaihteluvakuuksien vaihto säännöllisesti johdannaissopimuksen voimassaolon aikana on tärkeä toiminto johdannaissopimuksen osapuolten välillä, sillä se vähentää osapuolten välistä luottoriskiä ja sitä kautta myös keskusvastapuolen luottoriskiä. Lisäksi vaihteluvakuuksien nettoutus samojen määritysosapuolten johdannaissopimus

⁶³ Haentjens 2020, s.130.

⁶⁴ Haentjens 2020, s.332.

⁶⁵ Haentjens 2020, s.131.

⁶⁶ Ks. Salonen 2019, s.197–198; Heinonen 2022, s. 716.

positioiden välillä vähentää niiden tarvitsemaa pääomaa johdannaissopimusten velvoitteiden täyttämiseksi.⁶⁷

2.1.3 Vakuudet ja vakuusvaatimukset

Vakuuksien käytöllä on tarkoitus siis suojautua vastapuolen maksukyvyttömyydestä aiheutuvilta luottotappioilta, sekä korjata velallisen mahdollisesta maksuviivästyksestä aiheutuvat vaikutukset. Lisäksi kuten mainittua, vakuuksilla voidaan estää taloudellisten ongelmien laajeneminen muihin rahoitustoimijoihin ja rahoitusjärjestelmiin.⁶⁸ Vakuudella onkin lähes poikkeuksetta sama tarkoitus, oli kyseessä sitten luotonantajan ja velallisen välinen sopimussuhde tai keskusvastapuolen ja sen määräytösapuolen välinen sopimussuhde. Sen sijaan mielipiteet ja suhtautuminen siihen, mikä on riittävä turvaava vakuus vaihtelevat aikakausittain ja eri maittain.⁶⁹ Kotimaisessa oikeusjärjestelmässämme vakuudet jaetaan perinteisesti esine- ja henkilövakuuksiin. Ero esine- ja henkilövakuuksien välille tehdään Suomen oikeusjärjestelmän lisäksi myös sekä englantilaisessa siviilioikeudessa että Manner-Euroopan oikeusjärjestelmissä.⁷⁰ Esine- ja henkilövakuudet eroavat toisistaan siinä, että henkilövakuudet kohdistuvat henkilökohtaiseen suorituksensaantioikeuteen, kun taas esineoikeudet kohdistuvat yhteen tai useampaan omaisuuskohteeseen.⁷¹ Yleisesti ajatellaan, että esinevakuudet tarjoavat luotonantajalle paremman suojan kuin henkilövakuudet, sillä mikäli esimerkiksi luotonantaja tai johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoli saa oikeudellisesti pätevän vakuusoikeuden esinevakuuteen, niin siihen ei katsota liittyvän samanlaista riskiä vakuudensaajan kannalta kuin henkilövakuuteen, kuten takaukseen.⁷²

Tämän on oikeuskirjallisuudessa esitetty johtuvan siitä, että velkojan saadessa vakuusoikeuden esinevakuuteen, muodostuu tälle objektiivinen suorituksensaantioikeus kyseiseen vakuusobjektiin. Tämä tarkoittaa muun muassa sitä, että vaikka esinevakuuden antajan varallisuusasemassa tapahtuisi muutoksia, niin vakuudensaajalla on käytännössä loukkaamaton

⁶⁷ Guinn – Harvey 2002, s.1139.

⁶⁸ KHO 2012:112.

⁶⁹ Annola – Huhtamäki – Saarnilehto – Ämmälä 1995, s.1; Kaisto – Tepora - Hakkola 2016, s.32; Lehtonen - Mökkönen -Töyrylä-Seulu - Tammenkoski 2022.

⁷⁰ Haentjens 2020, s.4–5.

⁷¹ Haentjens 2020, s.5.

⁷² Kaisto – Tepora - Hakkola 2016, s.23.

oikeus saada saatavansa suoritetuksi esinevakuuden arvosta. Sen sijaan, mikäli velkoja luottaa velallisen henkilökohtaiseen maksuvelvollisuuteen tai henkilökohtaiseen suorituksensaantioikeuteen takaajaa kohtaan, niin se ottaa samalla riskin siitä, että tällaisen velallisen ja/tai takaajan maksukyvyssä tapahtuu odottamattomia muutoksia.⁷³ Takaukseen vakuustyyppinä liittyy siis samoja ongelmia kuin päävelallisen maksuvelvollisuuteen, sillä se keskittyy samalla tavalla itse saamisoikeuteen. Kuitenkin tiettyjen henkilötahojen tarjoamia henkilövakuuksia ja takauksia pidetään ja on pidetty erittäin vakaina ja turvaavina vakuuksina myös luotonantajan kannalta. Tällaisia on katsottu olevan ainakin valtion ja pankkien tarjoamat takaukset, joihin ei yleisesti katsota liittyvän takaajan maksukykyyn liittyviä ongelmia.⁷⁴ Tästä huolimatta vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttöön on etenkin johdannaismarkkinoilla suhtauduttu finanssikriisin jälkeen varsin kielteisesti, eikä niiden vakuuskäyttö johdannaismarkkinoilla, kuten mainittua, ole ollut enää mahdollista EMIR-asetuksen voimaan tulon jälkeen.⁷⁵

Johdannaissopimuksia pidetään luonteeltaan riskialttiina lähinnä sen vuoksi, että niiden arvo saattaa vaihdella suuresti, koska ne ovat rahoitusvälineitä, jotka ”johtavat” (eng. derive) arvonsa kohde-etuuden arvosta, kuten sähkön spot-markkinoilla myydyn sähkön hinnasta.⁷⁶ Lisäksi sähköjohdannaisten hintojen epävakautta lisää vielä erikseen se, että sähkö on hinnaltaan tyypillisesti hyvin epävakaa ja vaikeasti mallinnettavissa oleva hyödyke. Tästä syystä sähkökauppaan ja siten myös sähkön johdannaiskauppaan liittyy merkittäviä hintariskejä.⁷⁷ Tähän sähkön hintaepävarmuuteen on useita syitä, mutta epävarmuutta aiheuttaa ennen kaikkea esimerkiksi sähkön fyysiset ominaisuudet, kuten sen varastoitavuuden rajallisuus, joka puolestaan edellyttää, että kysynnän on käytännössä aina vastattava tarjontaa, mikä voi aiheuttaa jopa negatiivisia hintoja. Sähkö on myös riippuvaista siirtoverkoista, jotka yhdistävät toimittajan ja kuluttajan.⁷⁸ Lisäksi, kuten myös vuoden 2022 energiakriisi osoitti, energiamarkkinoiden hintoihin yleisesti ja sitä kautta myös sähkön hintaan saattavat vaikuttaa monenlaiset vaikeasti etukäteen mallinnettavat ja ennustettavat tekijät, kuten poliittiset

⁷³ Kaisto – Tepora - Hakkola 2016, s.23.

⁷⁴ Kaisto – Tepora - Hakkola 2016, s.24.

⁷⁵ Haentjens 2020, s.2.

⁷⁶ Talus 2016, s.43.

⁷⁷ Nijman 2012, s.469.

⁷⁸ Nijman 2012, s.469.

levottomuudet ja yleiset poliittiset muutokset, joista voi seurata energian toimitushäiriöitä ja sähkökatkoja.⁷⁹ Lisäksi sähkön spot-hinnat vaihtelevat tavallisestikin vuorokauden aikana useampia kymmeniä prosentteja, mikä on erittäin paljon verrattuna esimerkiksi valtionlainojen ja osakkeiden päivittäiseen hintavaihteluun, joka on normaalisti noin 0,5–1,5 prosenttia.⁸⁰

Sähkön fyysisistä ominaisuuksista johtuva sähkön rajallinen varastoitavuus, sekä tästä aiheutuvat paineet kysynnän ja tarjonnan kohtaamiselle ja sähkön hinnan epävakaas ovatkin erityisesti syy sille, miksi sähkön tuottajat suojaavat sähkötuotantoaan johdannaisilla. Samalla kuitenkin, ne siirtävät sähkön johdannaissopimuksiinsa liittyvää luottoriskiä edellä esitetyllä tavalla keskusvastapuolille, joiden luottoriskin määrään puolestaan johdannaissopimukseen liittyvän hintariskin määrä vaikuttaa.⁸¹ Johdannaissopimukseen liittyvien riskien pienentämiseksi keskusvastapuolet keräävät vain erittäin likvidejä vakuuksia, kuten käteistä rahaa.⁸² EMIR-asetuksen 46 artiklan 3 kohdan a) alakohdassa käteisen rahan lisäksi keskusvastapuolen kannalta erittäin likvideitä vakuuksia mainitaan olevan ainakin kulta, valtionlainat ja korkealaatuiset yrityslainat sekä katetut joukkolainat.

2.1.4 Vakuuden maksamisen laiminlyönti

EMIR-asetuksen 48 artikla asettaa keskusvastapuolelle velvollisuuden ylläpitää yksityiskohtaisia menettelyitä, joita se voi toteuttaa, mikäli määräysosapuoli ei noudata velvoitteitaan. Lisäksi artiklan 2 kohdan mukaan keskusvastapuolen on toteutettava viipymättä toimenpiteitä, joilla se pyrkii rajoittamaan maksukyvyttömästä määräysosapuolesta aiheutuvia tappioita ja likviditeettipaineita. Keskusvastapuolen on esimerkiksi varmistettava, ettei määräysosapuolen positioiden sulkeminen häiritse sen toimintaa, eikä altista maksukykyisiä määräysosapuolia tappioille hallitsemattomasti tai ennakoimattomasti. Määritysosapuoli, joka ei maksa keskusvastapuolen vakuusvaatimuksia ajallaan, katsotaan esimerkiksi Nasdaq Clearing AB:n sääntöjen mukaan syyllistyvän olennaiseen sopimusrikkomukseen. Tästä olennaisesta sopimusrikkomuksesta seuraa Nasdaq Clearing AB:n sääntöjen mukaan, että kyseisen määräysosapuolen, kaikki velvollisuudet erääntyvät, avoimet positiot joko myydään

⁷⁹ Nijman 2012, s.469.

⁸⁰ Nijman 2012, s.468–469.

⁸¹ Talus 2016, s.43.

⁸² Haentjens 2020, s.127.

tai suljetaan, vakuudet realisoidaan ja lopuksi sopimussuhde Nasdaqin kanssa päättyy.⁸³ Määritysosapuolien maksukyvyttömyyksien varalta sekä EMIR-asetus että pörssien säännöt sisältävät määräyksiä maksukyvyttömyysrahastosta ja tappioiden allokoimisesta.⁸⁴

Kuten edellä alaluvussa 2.1.2 on tuotu esille, velvoittaa EMIR-asetus keskusvastapuolet keräämään määritysosapuoliltaan alku- ja vaihteluvakuuksia, joista ensiksi mainittu vakuus kerätään nimenomaan siltä varalta, että vakuuden antanut määritysosapuoli tulee maksukyvyttömäksi. EMIR-asetuksen 45 artiklan 1 kohdan mukaan keskusvastapuolen onkin käytettävä maksukyvyttömän määritysosapuolen asettamat vakuudet ennen kuin kyseisen määritysosapuolen tappioiden kattamiseen käytetään muita varoja. Tästä huolimatta, on kuitenkin olemassa vaara, ettei maksukyvyttömän määritysosapuolen asettamat vakuudet riitä kattamaan tämän vastuita. Siitä syystä EMIR-asetuksen 42 artiklassa asetetaan keskusvastapuolille velvollisuus ylläpitää ennalta rahoitettua maksukyvyttömyysrahastoa. Asetuksen 42 artiklan 3 kohdassa edellytetään, että maksukyvyttömyysrahaston on kestettävä ja annettava keskusvastapuolelle mahdollisuus selvitä äärimmäisissä, mutta mahdollisissa markkinaolosuhteissa, sen määritysosapuolen maksukyvyttömyys, johon liittyy sen kannalta suurimmat vastuut, tai toiseksi ja kolmanneksi suurimman määritysosapuolen maksukyvyttömyys, mikäli niihin liittyvien vastuiden kokonaismäärä keskusvastapuolen kannalta on suurempi. Toisin sanoen, mikäli maksukyvyttömän määritysosapuolen asettamat vakuudet eivät riitä kattamaan keskusvastapuolelle aiheutuneita tappioita, tulee keskusvastapuolen käyttää kyseisen määritysosapuolen maksukyvyttömyysrahastoon suorittamaa maksua tappioiden kattamiseen.

EMIR-asetuksen 43 artiklassa edellytetään lisäksi, että keskusvastapuolella on käytettävissään riittävästi ennalta kerättyjä rahoitusvaroja kattamaan mahdolliset tappiot, jotka ylittävät sekä 41 artiklan mukaiset määritysosapuolilta kerätyt alkuvakuudet että 42 artiklan mukaisella maksukyvyttömyysrahastolla katettavat tappiot. Näihin ennalta kerättyihin rahoitusvaroihin on asetuksen 43 artiklan mukaan sisällytettävä tähän tarkoitukseen varatut keskusvastapuolen varat ja näiden varojen on oltava vapaasti käytettävissä, eikä keskusvastapuoli saa käyttää niitä omien pääomavaatimuksiensa kattamiseen. Asetuksen 43 artiklan 2 kohdan mukaan

⁸³ Fortum Oyj – Vakuusoikeuspäivä 21.3.2023 – Juristiliiton koulutus. Ks. Nasdaq Clearing AB – General Terms – Clearing Rules – Commodity Derivatives – 1 May 2023, s. 32(44).

⁸⁴ Fortum Oyj – Vakuusoikeuspäivä 21.3.2023 – Juristiliiton koulutus.

keskusvastapuolen edellytetään, että tällä on sekä riittävät varat, että tämä kestää sekä 42 artiklassa tarkoitetun maksukyvyttömyysrahaston ja 43 artiklan 1 kohdassa mainittujen muiden rahoitusvarojen avulla vähintään sen kahden määritysosapuolen maksukyvyttömyyden, joihin liittyy sen kannalta suurimmat vastuut äärimmäisissä, mutta mahdollisissa markkinaolosuhteissa.

Lisäksi viimeisenä vaihtoehtona, mikäli maksukyvyttömän määritysosapuolen alkuvakuudet, maksukyvyttömyysrahasto, tai keskusvastapuolen määritysosapuolien maksukyvyttömyyden varalta varaamat varat eivät riitä tappioiden kattamiseen. EMIR-asetuksen 43 artiklan 3 kohdassa todetaan, että ”Keskusvastapuoli voi vaatia määritysosapuolia, jotka eivät ole maksukyvyttömiä antamaan lisävaroja, jonkin toisen määritysosapuolen ollessa maksukyvyttön”. Tämän jälkeen artiklan 3 kohdassa kuitenkin mainitaan, että keskusvastapuolten määritysosapuolten vastuiden on oltava rajalliset keskusvastapuolta kohtaan. Tällainen tilanne, jossa maksukykyiset määritysosapuolet joutuivat tarjoamaan lisärahoitusta keskusvastapuolelle, oli käsillä 10. syyskuuta 2018. Kyseessä oli tapaus, jossa norjalainen varakas yksityishenkilö Einar Aas oli tehnyt hyödykekauppaa futuureilla ja jätti vastaamatta ruotsalaisen Nasdaq Clearing AB:n vakuusvaatimukseen. Einar Aas oli käynyt kauppaa futuureilla suurella voiton tavoittelu motiivilla ja odottanut, että pohjoismaiset ja saksalaiset sähköhinnat lähenisivät toisiaan. Kuitenkin sääolosuhteista ja Saksan poliittisista muutoksista johtuen nämä kaksi hintaa poikkesivat toisistaan entisestään, mikä laski kyseisen yksityishenkilön position arvoa voimakkaasti. Tästä seurasi, ettei Aas pysynyt vastaamaan täysimääräisesti Nasdaqin vakuusvaatimukseen, mistä syystä hänen katsottiin olevan Nasdaqin sääntöjen mukaan maksukyvyttön.⁸⁵

Kyseinen maksukyvyttömyys tapahtuma aiheutti Nasdaq Clearingin määritysosapuolille merkittäviä tappioita. Tappioita kärsineet määritysosapuolet olivat sekä rahoitusalan- että rahoitusalan ulkopuolisia yrityksiä, joiden oli osallistuttava maksukyvyttömyysturvan täydentämiseen sen jälkeen, kun osa siitä oli käytetty. Jälkikäteen Nasdaq Clearing AB korvasi tappioita kärsineille määritysosapuolilleen noin 20 miljoonaa euroa, mutta määritysosapuolten mukaan niiden lopulliset tappiot olivat silti n. 250–350 miljoonaa Ruotsin kruunua.⁸⁶ Ruotsin

⁸⁵ Bell - Holden 2018, s.75.

⁸⁶ Finanssinspektionen's decision 27 January 2021, s. 21-22. Ruotsin finanssivalvonta havaitsi myös, että Nasdaq Clearing AB:lla oli ollut vakavia puutteita siinä, miten se oli valvonut määritysosapuolten soveltuvuutta ja vaatimusten täyttämistä. Lisäksi tutkimukset osoittivat, että Nasdaq Clearing AB oli rikkonut mm. EMIR-

finanssivalvonta tutki Nasdaq Clearing AB:n toimintaa määrätyösapuolen maksukyvyttömyyteen liittyen, jossa se havaitsi Nasdaq Clearing AB:n soveltaneen virheellisiä laskelmia vakuusvaatimuksiin liittyen, minkä vuoksi se oli esittänyt liian matalia vakuusvaatimuksia. Ruotsin finanssivalvonta katsoi tästä syystä ja useista muista havaituista puutteista johtuen, että Nasdaq Clearing AB:n toiminta oli sisältänyt riskejä, joita ei voitu pitää hyväksyttävänä, ja jotka olisivat voineet aiheuttaa erittäin vakavia seurauksia rahoitusjärjestelmälle. Edellä esitettyyn perustuen ja ettei rikkomus toistuisi, Ruotsin finanssivalvonta päätyi antamaan Nasdaq Clearing AB:lle varoituksen, sekä 300 000 000 miljoonan Ruotsin kruunun sakon.⁸⁷

2.2 Pankkitakausten vakuuskäyttö

2.2.1 Pankkitakausten vakuuskäytön edellytykset

Energiakriisi asetti sähkön johdannaispörssien keskusvastapuolille, kuten Nasdaq Clearing AB:lle, jossa suurin osa myös suomalaisista sähköyhtiöistä selvittää johdannaisopimuksensa, paineita nostaa vakuusvaatimuksiaan, jotta nämä kattaisivat selvitystoimintaansa liittyvät riskit. Vakuusvaatimusten määrä ylitti merkittävästi sen, mitä määrätyösapuolilta ja heidän asiakkailtaan oli aiemmin vaadittu.⁸⁸ Nousseet vakuusvaatimukset puolestaan aiheuttivat ongelmia erityisesti sähkön tuottajille ja sähköyhtiöille, sillä niillä on tavallisesti paljon vähemmän likvidejä varoja kuin rahoitusalan toimijoilla. Tämän seurauksena sähkön tuottajat ja sähköyhtiöt joutuivat muun muassa vähentämään positioitaan johdannaismarkkinoilla, tai jättämään ne kokonaan suojaamatta ja alttiiksi lisähinnanvaihteluille.⁸⁹ Lisäksi johdannaispörssien korkeiden vakuusvaateiden vuoksi sähkön johdannaiskauppaa havaittiin siirtyvän etenkin Pohjoismaissa OTC-johdannaismarkkinoille.⁹⁰

Energiakriisin seurauksena Euroopan komissio pyysi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaista (jäljempänä ESMA) harkitsemaan, olisiko voimassa olevia

asetuksen sijoituskieltoa, sillä se oli sijoittanut itse johdannaisiin liian pitkään Aasin maksukyvyttömyyden jälkeen. Ks. Finanssinpektionen's decision 27 January 2021, s. 1-2.

⁸⁷ Ks. Finanssinpektionen's decision 27 January 2021, s. 1-2.

⁸⁸ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets. 29 September 2022, s.8.

⁸⁹ ESMA/Final Report 14 October 2022, s.2.

⁹⁰ HE 320/2022 vp, s.11.

tason 2 säännöksiä, kuten komission delegoitua asetusta (EU) N:o 153/2013 väliaikaisesti mukautettava vallitsevaan tilanteeseen sopivaksi.⁹¹ Pyynnössään, jonka komissio esitti ESMA:lle, se katsoi tarpeelliseksi muun muassa tarkistaa mahdollisuutta helpottaa pankkitakauksiin sovellettavaa sääntelyä, jotta niiden vakuuskäyttö olisi helpompaa ja laajempaa. ESMA:n ehdotuksen pohjalta komissio antoi osana EU:n energiapakettia 18.10.2022 esityksen delegoitujen asetustensa väliaikaisesta muuttamisesta liittyen keskusvastapuolien hyväksymiin vakuusvaihtoehtoihin. Muutos tuli voimaan 28.11.2022, kun se julkaistiin Euroopan unionin virallisessa lehdessä. Muutoksella laajennettiin keskusvastapuolten hyväksymien vakuuksien valikoimaa 12 kuukauden ajaksi pörssissä toimivien rahoitusalan ulkopuolisten määräytösapuolten osalta vakuudettomiin pankkitakauksiin.⁹²

Komissiolle antamassaan vastauksessa ESMA korosti, että vakuusvaatimukset ovat ensisijainen tapa suojata keskusvastapuolia EMIR-asetuksen mukaisesti, joten vakuuksien asianmukainen laskeminen, laatu ja oikea-aikainen kerääminen ovat keskeisiä tekijöitä keskusvastapuolien häiriönsietokyvyn ja rahoitusvakauden kannalta. Tämän vuoksi ESMA:n mukaan vakuusvaatimukseen tehtäviä muutoksia olisi harkittava huolellisesti, niiden olisi oltava sekä ajallisesti ja laadullisesti rajattuja ja niihin tulisi soveltaa tiukkoja ehtoja, jotta ennaltaehkäistään järjestelmäriskin syntyminen, eli riskin siirtyminen keskusvastapuolille ja leviäminen sitä kautta muuhun rahoitusjärjestelmään.⁹³

Lisäksi vastauksessaan ESMA mainitsi, että vakuudettomia pankkitakauksia ei ole hyväksytty delegoidussa asetuksessa (EU) N:o 153/2013 vakuudeksi, koska asetuksessa edellytetään, että pankkien on täytettävä vaatimukset, joiden mukaan takauksien on ensinnäkin oltava täysin turvattuja vakuuksilla, joihin ei itsessään kohdistu vääranlaista riskiä. Lisäksi vakuuksien on oltava keskusvastapuolten saatavilla ja konkurssioikeudellisesti erillisiä. ESMA totesi, että nämä delegoidun asetuksen vaatimukset vastaavat kansainvälisiä standardeja, joiden mukaan

⁹¹ ESMA/Final Report 14 October 2022, s.2.

⁹² EU/418/2022-VM-9, s.2(5).

⁹³ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 11. Ks. *Järjestelmäriski* syntyy usein esimerkiksi sen seurauksena, että pankit- ja muut rahoituslaitokset kokevat houkuttelevaksi alimitoitaa myöntämäänsä rahoitukseen liittyvän riskin, eli rahoitusriskin, mikä voi johtaa liialliseen riskien kertymiseen rahoitusjärjestelmässä. Rahoitusriskin korkea taso voi johtaa pankkien konkurssiin, jotka voivat levitä nopeasti pankkienvälisen järjestelmien kautta eri rahoitusjärjestelmien välillä, ja aiheuttaa siten pankki- tai rahoituskriisin. Ks. Kern – Dhubale – Eatwell 2005, s.12–13.

takaukset eivät ole hyväksyttäviä vakuuksia, elleivät ne ole täysin vakuudellisia tai keskuspankkien liikkeelle laskemia.⁹⁴ Edellä mainitusta huolimatta ESMA kuitenkin myönsi havainneensa, että esimerkiksi Yhdysvalloissa hyväksytään vakuudettomat pankkitakaukset (ns. remburssit⁹⁵) tietyin tiukoin ehdoin rahoitusalan ulkopuolisille toimijoille.⁹⁶ Lisäksi ESMA mainitsi olevansa tietoinen, että tietyissä jäsenvaltioissa pankkitakaukset hyväksyttiin vakuudeksi ennen EMIR-asetuksen käyttöönottoa, sekä siitä, että vakuudettomat pankkitakaukset hyväksytään vakuuksiksi edelleen muun muassa energian spot-markkinoilla.⁹⁷

Vakuudettomia pankkitakauksia käytettiin sähkön johdannaismarkkinoilla vakuutena ennen EMIR-asetuksen voimaantuloa esimerkiksi Suomessa. Eduskunnan talousvaliokunnan kannanotossa liittyen hallituksen esitykseen (HE 4/2013 vp) EMIR-asetuksen edellyttämien lainsäädäntömuutosten toimeenpanemiseksi onkin todettu, että EMIR-asetuksen sääntelyn myötä yritysten vakuuskelpoinen omaisuus vähenee, minkä vuoksi rahoituksen saatavuuden kannalta on tärkeää, ettei turvaavien vakuuksien käyttöä rajoiteta aiheettomasti. Lisäksi kyseisessä talousvaliokunnan kannanotossa mainitaan, että asiantuntijakuulemisissa on kiinnitetty erityistä huomiota tarpeeseen voida jatkossakin käyttää pankkitakauksia vakuuksina.⁹⁸

Myös vuonna 2013 kansainvälisessä energiakonferenssissa (International Conference on the European Energy Market) julkaistussa selvityksessä on tuotu esiin teoreettisia ja empiirisiä havaintoja siitä, että EU:n EMIR-asetuksessa asetetut velvoitteet voivat nostaa kaasu- ja sähköyhtiöiden suojauskustannuksia, kun niiden tekemiin transaktioihin sovelletaan pakollista marginaalia, mutta eivät kuitenkaan välttämättä poista järjestelmäriskiä tai edistä järjestelmäriskin hallintaa säädöksillä tavoitellulla tehokkuudella. Tämän riskin olemassaolon

⁹⁴ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 17.

⁹⁵ *Remburssi* on kansainvälisessä kaupassa käytettävä erityinen maksuväline, jossa myyjän ja ostajan välissä on kaksi pankkia, ostajan pankki ja myyjän pankki. Kyseinen maksujärjestely toteutetaan siten, että ostaja antaa pankilleen toimeksiannon, jonka perusteella ostajan pankki avaa remburssin myyjän kotimaan pankissa. Tämän jälkeen myyjän pankki ilmoittaa remburssista myyjälle, joka saa maksun pankilta esittäessään tälle remburssiehtojen mukaiset asiakirjat. Ks. Wuolijoki 2023, s.337–338.

⁹⁶ Yhdysvalloissa remburssit hyväksytään rahoitusalan ulkopuolisille toimijoille siten, että niiden enimmäismäärä on 25 prosenttia kaikista alkuvakuuksista tai enintään 500 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria määräytösapuolta kohti, mikäli tämä summa on pienempi kuin 25 prosenttia kaikista alkuvakuuksista. Ks. ESMA/Final Report 14 October 2022, s.10.

⁹⁷ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 17.

⁹⁸ TaVM 5/2013 vp; HE 4/2013 vp.

katsottiin olevan ilmassa selvityksen mukaan etenkin markkinahäiriöiden aikana.⁹⁹ On siis selvää, että EMIR-asetuksen mahdolliset kielteiset vaikutukset varsinkin sähkö- ja energiayhtiöiden kannalta tiedostettiin jo ennen EMIR-asetuksen voimaan tuloa, mutta vasta energiakriisin aiheuttama markkinahäiriö sähkön johdannaismarkkinoilla sai EU:n lainsäätäjän kiinnostumaan asiasta.

Sen jälkeen, kun ESMA oli komissiolle antamassaan vastauksessa aluksi esittänyt, miksei vakuudettomia pankkitakauksia ole aikaisemmin hyväksytty vakuudeksi komission delegoidussa asetuksen (EU) No 153/2013 perusteella, päätyi se kuitenkin edellä esitettyjen esimerkkien kaltaiseen päätelmään. ESMA katsoi, että keskusvastapuolissa hyväksyttävien vakuuksien laajentaminen alkuvakuuksien osalta vakuudettomiin pankkitakauksiin helpottaisi rahoitusalan ulkopuolisten toimijoiden likviditeettipuskurien ylläpidosta aiheutuvaa taakkaa stressaavissa markkinatilanteissa. Lisäksi tästä syystä se edistäisi ESMA:n mukaan näiden suojautumista avoimilla ja säännellyillä markkinoilla ja samalla ehkäisi näitä siirtymästä kaupankäyntiin OTC-johdannaismarkkinoille, kuten energiakriisin aikana oli havaittu.¹⁰⁰

ESMA kuitenkin totesi, ettei laajennus koske vaihteluvakuuksia, jotka muutoksen jälkeenkin olisi maksettava käteisenä markkinakäytännön mukaisesti. Lisäksi ESMA myös korosti, että kyseinen laajennus tulee aiheuttamaan lisää maksukyvyttömyys-, likviditeetti-, oikeudellisia ja operatiivisia riskejä, koska pankkitakausten vakuutena ei enää olisi vakuutta, jota keskusvastapuoli voi käyttää nopeasti, mikäli takaajana oleva pankki ei täytä takausta ajallaan. Tästä syystä ESMA katsoi ottaessaan huomioon vakuudettomiin pankkitakauksiin liittyvät riskit ja niiden käyttöön liittyvät epävarmuustekijät, että vakuudettomat pankkitakaukset olisi sallittava vakuuksiksi vain, mikäli niillä autetaan erityisesti määrätyösapuolina olevia finanssialan ulkopuolisia toimijoita, joilla on likviditeettiongelmia energiajohdannaismarkkinoilla.¹⁰¹

ESMA myös katsoi, että koska rahoitusalan ulkopuolisille toimijoille tarjottava luotonanto tyypillisesti on keskittynyt muutamiin pankkeihin, sovellettaisiin näihin pankkeihin delegoidussa asetuksessa (EU) No 153/2013 säädettyjä keskittymärajoja, jotta voidaan riittävästi hajauttaa luottoa tarjoaviin pankkeihin liittyviä maksukyvyttömyysriskejä, sekä

⁹⁹ Gentzoglani 2013, s.1.

¹⁰⁰ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 17.

¹⁰¹ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 18-19.

luottoluokituksen alentumiseen liittyviä riskejä. Tällä varmistetaan ESMA:n mukaan siltä, että vakuudet voidaan realisoida nopeasti ilman, että merkittävä markkinariski vaikuttaa tällaisen vakuuden arvoon.¹⁰²

ESMA:n mukaan väliaikaisen muutoksen aikana myönnettäviin vakuudettomiin pankkitakauksiin noudatettaisiin lisäksi kaikkia muita delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 liitteen I jakson 2 kohdan 1 edellytyksiä. Erityisesti ESMA korosti kuitenkin, että myönnettävien vakuudettomien pankkitakausten olisi oltava komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 liitteen I jakson 2 kohdan 1 alakohdan d) mukaisesti ensinnäkin peruuttamaton ja varaukseton, eikä takauksenantaja voi vedota mihinkään poikkeukseen tai muuhun oikeudelliseen tai sopimusperusteiseen keinoon vastustaakseen takauksen maksamista. Lisäksi ESMA totesi, että saman säädöksen e) alakohdan mukaisesti tällainen takaus tulee voida lunastaa pyynnöstä takauksen asettaneen maksukyvyttömän määräytösapuolen maksukyvyttömyysmenettelyn aikana ilman sääntelyyn liittyviä oikeudellisia tai toiminnallisia rajoituksia.¹⁰³

Kotimaisen oikeutemme tuntema tavallinen pankkitakaus ei kuitenkaan täytä tätä vaatimusta, vaan pankin edellytetään antavan säännöksen mukaan edellä alaluvussa 1.1.4 esitellyn First demand -ehtoisen pankkitakauksen. First demand -ehtoisen pankkitakauksen ehdot ja sanamuoto pyritään laatimaan yleensä mahdollisimman riidattomaksi ja esimerkiksi Tuomas Lehtisen mukaan First demand -ehtoinen takaus sisältää tyypillisesti seuraavan kaltaisen ilmaisen: ”*We shall pay you upon your first written demand...* eli ”Maksamme teille välittömästi ensimmäisestä kirjallisesta maksuvaatimuksestanne...”.¹⁰⁴

Euroopan pankkiviranomaisen (jäljempänä EBA) tekemässä selvityksessä esiintyi kuitenkin viitteitä siitä, ettei komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 väliaikaisella muutoksella välttämättä saavuteta kovin suuria etuja. sähkön tuottajien ja sähköyhtiöiden likviditeettiongelmiin vakuusvaatimusten ollessa korkealla.¹⁰⁵ Tämä johtui selvityksen mukaan muun muassa siitä, että pankit avustivat vaikeuksissa olevia sähkö- ja energiayhtiöitä jo ennen

¹⁰² ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 11.

¹⁰³ ESMA/Final Report 14 October 2022, s.18-19.

¹⁰⁴ Lehtinen 2007, s.243.

¹⁰⁵ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s. 5-6.

komission delegoidun asetuksen muutosta parhaan kykynsä mukaan. Lisäksi selvityksen mukaan pankkitakauksia oli mahdollisuus todellisuudessa käyttää sähkö- ja energiayhtiöiden tukena ja vakuutena jo ennen väliaikaista muutosta. Tämä tapahtui ja tapahtuu käytännössä siten, että pankkitakauksen myöntää pankki toisen pankin sähköyhtiölle myöntämän luottolimitin vakuudeksi. Lisäksi EBA:n tekemän selvityksen mukaan pakkitalaukset eivät ole käytännöllisistä ja hallinnollisista syistä yleisiä eikä tästä syystä myöskään pankkien ja keskusvastapuolten suosiossa.¹⁰⁶ Tämän puolesta puhuu myös se, ettei väliaikaisesta muutoksesta huolimatta Nasdaq OMX Commodities- pörssin keskusvastapuoli Nasdaq Clearing AB hyväksy vakuudettomia pankkitakauksia vakuudeksi ja käytännössä pörssissä käytetään vakuutena edelleen melkein pelkästään tilirahaa.¹⁰⁷

2.2.2 First demand -ehtoisten pankkitakausten erityispiirteet

Kuten muissakin henkilövakuuksissa, niin myös first demand -ehtoisen takaajan antaja kantaa vastuun siitä riskistä, että vakuudensaaja esittää takausehtojen mukaisen maksuvaatimuksen.¹⁰⁸ First demand -ehtoisen takauksen eroavat kuitenkin muista henkilövakuuksista, kuten kotimaisen oikeutemme paremmin tuntemasta takauksesta siten, että first demand -ehtoisen takauksen antajalla ei ole mahdollisuutta tehdä pääsopimukseen liittyviä väitteitä. First demand -ehtoisen pankkitakauksen antanut pankki ei esimerkiksi voi torjua maksuvelvollisuuttaan päävelan lakkaamisen tai pätemättömyyden perusteella samalla tavoin kuin perinteisen takauksen antanut pankki. Tämä johtuu siitä, että First demand -ehtoisella pankkitakauksella ei ole kotimaisen oikeutemme tunteman takauksen tavoin liitännäissuhdetta päävelkaan, mistä syystä first demand -ehtoisia sitoumuksia on kuvattu oikeuskirjallisuudessa myös luonteeltaan abstrakteiksi sitoumuksiksi.¹⁰⁹ First demand -ehtoisen pankkitakauksen antaneen pankin maksuvelvollisuus pysyy siis voimassa, vaikka velkojan saatava päävelalliselta olisi jollakin tavalla epäselvä tai riidanalainen.¹¹⁰

¹⁰⁶ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s. 5-6.

¹⁰⁷ Nasdaq Clearing AB – Clearing Appendix 10 – Commodity Derivatives. Effective date: 2022-06-22.

¹⁰⁸ Lehtinen 2007, s.243.

¹⁰⁹ Wuolijoki 2023, s.152.

¹¹⁰ Wuolijoki 2023, s.152.

Juuri tästä ehdottomuudesta ja abstraktisuudesta johtuen first demand -ehtoista sitoumusta pidetään tehokkaana vakuutena, sillä edunsaaja saa suorituksen takauksen antaneelta pankilta ilman perussuhteeseen liittyviä näyttövelvollisuuksia tai tuomioistuimen ratkaisua. Vaikka päävelallisella on mahdollisuus ajaa kannetta first demand -ehtoisen vakuuden edunsaajaa kohtaan, niin käytännössä tämä on harvinaista ja vaikeaa, sillä first demand -ehtoisen vakuuden käyttö liittyy tyypillisesti kansainvälisiin prosesseihin ja täytäntöönpanoihin, joissa edunsaajilla on usein vahva asema.¹¹¹ Tästä huolimatta kansainvälisessä oikeuskäytännössä on katsottu, ettei first demand -ehtoista sitoumusta voida erottaa kuitenkaan aivan kokonaan päävelkasuhteesta. Lisäksi oikeuskäytännössä sitoumuksen antajan on katsottu voineen kieltäytyä maksuvaatimuksesta, mikäli vaatimuksen esittämiseen on liittynyt esimerkiksi oikeuksien väärinkäyttöä.¹¹²

Lehtinen on kuvannut tyypillisen First demand -takausjärjestelyn koostuvan seuraavista vaiheista: 1) velkojan ja velallisen välisestä pääsopimuksesta, jossa velkoja ja velallinen joko neuvottelevat sopimusehdot, tai sopimusehdot ovat vakiot, joiden perusteella velallinen hyväksyy velallisen vakuusvaatimuksen ja antaa toimeksiannon; 2) toimeksiantosopimuksesta, jossa vakuudenantaja sitoutuu toimeksiannon mukaisesti antamaan first demand -ehtoisen takauksen ja vaatii vastaavasti velalliselta vastasitoumuksen; ja 3) First demand -takauksesta, jonka vakuudensaaja (velkoja) saa itselleen.¹¹³ Lehtinen on todennut, että kyseisen järjestelyn aikana vakuussitoumus kiertää velkojalta velallisen ja vakuudenantajan kautta takaisin velkojalle.¹¹⁴ Näin ollen takausjärjestelyssä yhdistyy Lehtisen mukaan kolme eri oikeussuhdetta 1. pääsopimus, 2. toimeksianto ja 3. vakuus, joiden ympärille muodostuu sopimusverkko, jonka eri osat tukevat toisiaan kansainvälisen sopimuksen tarkoituksen saavuttamiseksi.¹¹⁵

First demand -sitoumuksia käytetään tavallisesti siis kansainvälisissä sopimussuhteissa, ja usein jopa rajat ylittävissä kaupassa vakuudensaaja ei hyväksy muuta vakuusmuotoa.¹¹⁶ First demand

¹¹¹ Wuolijoki 2023, s.153.

¹¹² Wuolijoki 2023, s.154.

¹¹³ Lehtinen 2007, s.245.

¹¹⁴ Lehtinen 2007, s.245.

¹¹⁵ Lehtinen 2007, s.246.

¹¹⁶ Wuolijoki 2023, s.148–149.

-sitoumukset ovat kehittyneet ilman lainsäädännöllistä tukea, mistä syystä tyypillisesti itse sitoumus ja sen sisältö on tärkein oikeuslähde, mikäli sitoumukseen liittyvää oikeuskysymystä lähdetään ratkomaan. Joskus sitoumusta voidaan myös Sakari Wuolijoen mukaan täydentää viittaamalla kansainvälisen kauppakamarin julkaisemiin ICC Uniform Rules for Demand Guarantees – ohjeisiin. Lisäksi Wuolijoen mukaan kansainvälisen kaupan vakuussitoumuksia tarkasteltaessa olennainen on myös *lex mercatoria* – tyyppinen kansainväliseen vaihdantaan perustuva tapaoikeus.¹¹⁷

2.2.3 Voimassa oleva sääntely ja katse tulevaan

Seuraavat kuvat havainnollistavat, minkälaisia käytännön mahdollisuuksia lainsäädäntö ja komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 väliaikainen muutos tarjoavat tällä hetkellä vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttöön keskusvastapuoliselvityksessä. Lisäksi, mikäli Euroopan parlamentti ja neuvosto hyväksyvät komission 7.12.2022 antaman asetusehdotuksen, niin pankkitakaukset ovat käyttökelpoisia vakuuksia myös tulevaisuudessa¹¹⁸ Vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäytön käytötapa eroaa hieman riippuen siitä, selvittääkö sähköyhtiö johdannaiset suoraan itse keskusvastapuolella (sähköyhtiö on itse keskusvastapuolen määritysosapuoli) vai selvittääkö se ne epäsuorasti välittäjänä toimivan pankin kautta (keskusvastapuolen määritysosapuolena toimii pankki).¹¹⁹

Exhibit A: Pass-through uncollateralized bank guarantees

Exhibit A.1: Indirect model of energy company access to CCP

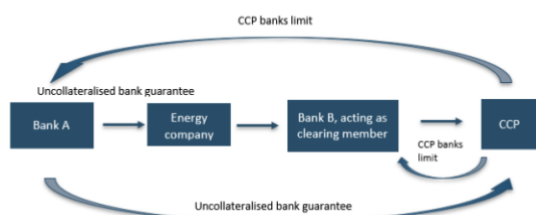


Exhibit A.2: Direct model of energy company access to CCP



Kuvat A1 ja A2.¹²⁰

¹¹⁷ Wuolijoki 2023, s.148.

¹¹⁸ U 121/2022 vp, s.10; COM(2022) 697 final, s.17.

¹¹⁹ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.14.

¹²⁰ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.14.

Molemmissa näistä esimerkeistä keskusvastapuoli altistuu pankki A:n luottoriskille, sillä kuvassa A1. sähköyhtiö selvittää johdannaissopimuksensa pankin B kautta, mutta silti pankki A toimii vakuudettomana takaajana. Kuvassa A2. pankki A myöntää vakuudettoman pankkitakauksen keskusvastapuolelle sähköyhtiön puolesta, joka toimii keskusvastapuolen määritysosapuolena. Korkeamman luottoriskin takia vakuudettoman pankkitakauksen myöntävälle pankille asetetaan myös korkeammat pääomavaatimukset kuin pankille, joka myöntää takauksen hyväksyttävää vakuutta vastaan. Vakuudettoman pankkitakauksen myöntävään pankkiin sovelletaan EBA:n mukaan samaa pääomavaatimusta kuin, mitä takauksen saaneelle sähköyhtiölle myönnettävään lainaan sovellettaisiin.¹²¹

Schuyler K. Henderson on todennut, ettei ole mitään erityistä syytä sille, miksi pankkitakauksiin suhtaudutaan johdannaissopimuksien vakuutena kielteisemmin kuin esimerkiksi lainan vakuudeksi myönnettyyn takaukseen.¹²² Hänen mukaansa pankkitakauksia käytettiin kuitenkin esimerkiksi swap-markkinoiden alkuaikana kattamaan johdannaisiin liittyvät maksut, mutta ei johdannaissopimuksen sulkeutumisen jälkeistä loppumaksua. Tällöin ajatuksena Hendersonin mukaan oli, että vakuudensaaja voisi vaatia takausta, kun transaktioiden mukaiset maksut erääntyivät sille. Sen sijaan takauksen kohteena olevalle velalliselle tapahtuneilla maksuilla ei katsottu olevan suurempaa merkitystä, sillä tärkeänä pidettiin ainoastaan sitä, että vastapuoli sai takuun mukaisen maksun ajallaan. Kuitenkin pian edunsaajat ymmärsivät, että nimenomaan loppumaksun saamisen varmistaminen johdannaissopimuksen sulkeutumisen jälkeen oli ratkaisevaa, erityisesti siinä tilanteessa, jossa takaaja itse oli maksukyvytön.¹²³

Tässä yhteydessä on hyvä kiinnittää huomiota edellä alaluvussa 2.1.3 kuvattuihin eroihin alkujä ja vaihteluvakuuksien välillä. Kuten mainittua alkuvakuudet ovat kiinteäarvoisia käteisvakuuksia, joiden tarkoituksena on toimia tietynlaisena vararahastona, jolla suojaudutaan määritysosapuolten maksukyvyttömyydeltä. Alun perin alkuvakuuksia ei kerätty muuta kuin keskusvastapuolella selvitetyissä johdannaistransaktioissa. Sen sijaan vaihteluvakuudet olivat ja ovat edelleen yleisin vakuusmuoto johdannaistransaktioissa markkinoista riippumatta, vaikka alkuvakuuksien merkitys on finanssikriisin jälkeen lisääntynyt myös esim.

¹²¹ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.15.

¹²² Henderson 2010, s.1096.

¹²³ Henderson 2010, s.1096.

kahdenvälisesti selvitettyillä OTC-markkinoilla.¹²⁴ Edellä Hendersonin käyttämässä esimerkissä, oli kyse ISDA Master Agreementin alla selvitettyistä johdannaisista, joiden vakuutena käytettiin ainoastaan vaihteluvakuuksia. Sen sijaan nyt käsitellyn komission delegoidun asetuksen 153/2013 väliaikaisella muutoksella vakuudettomat pankkitakaukset hyväksyttiin keskusvastapuolissa ainoastaan alkuvakuuksien osalta hyväksyttäväksi vakuudeksi. Kuitenkin esimerkiksi Suomessa sähköyhtiöiden kannalta ongelmallisia olivat nimenomaan korkeiksi nousseet vaihteluvakuudet, jonne sähköyhtiöiden oli siirrettävä rahaa ja lisää vakuuksia sähkön markkinahintojen noustessa, vaikka ne eivät olisi tehneet yhtään uusia johdannaiskauppoja.¹²⁵

Alaluvussa 2.1.4 tuotiin esille, että sähköyhtiöt pystyivät hyödyntämään todellisuudessa pankkitakauksia vakuutena keskusvastapuolissa jo ennen komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 153/2013 väliaikaista muutosta. Esimerkiksi pankit, jotka toimivat keskusvastapuolissa määritysosapuolina asiakkaidensa puolesta, voivat tarjota myös vakuuksien muuntopalveluita asiakkainaan oleville sähköyhtiöille. Tämä tapahtuu EBA:n mukaan käytännössä siten, että pankit ottavat sähköyhtiöiltä vastaan joukkovelkakirjalainoja tai muita omaisuuseriä (esim. päästötodistuksia) vastineeksi keskusvastapuolille toimitettavista vakuuksista. Pankit antavat siis sähköyhtiöille vakuuksia, kuten käteistä, jotka voidaan siirtää keskusvastapuolille, ja saavat itse tätä vastaan näiltä muita vakuuksia, joita ne käyttävät riskiensä vähentämiseen. Mikäli tällainen pankin vastaanottama vakuus täyttää EU:n vakavaraisuusasetuksen vaatimukset, se voidaan ottaa huomioon laskettaessa vastapuolen luottoriskin vastuuarvoa sen jälkeen, kun siihen on sovellettu asianmukaisia aliarvostuksia. Käytännössä tällaisessa tilanteessa pankkien sähköyhtiöille tarjoamien käteisvarojen määrä riippuu siitä, kuinka paljon ja minkä arvoisia vakuuksia sähköyhtiöillä on antaa pankeille vastavakuudeksi.¹²⁶

Toinen EBA:n mukaan pankkien käytössä oleva vaihtoehto on, että asiakkaidensa puolesta keskusvastapuolien määritysosapuolina toimivat pankit hyväksyvät vakuudeksi muiden pankkien antamia takauksia. Tällöin esim. pankki B saa pankilta A vastineeksi takauksen siitä, että sähköyhtiön puolesta johdannaiskauppaa käyvä pankki B vapauttaa sähköyhtiön

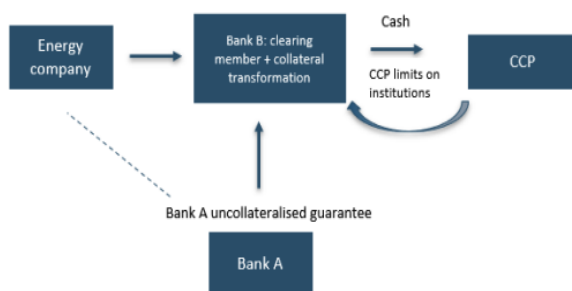
¹²⁴ Haentjens 2020, s.130.

¹²⁵ Fortum 8.9.2022.

¹²⁶ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.15.

alkuvakuuden asettamisesta. Tässä kyseisessä vaihtoehdossa keskusvastapuoli ei enää altistu luottoriskille, sillä se saa vakuudeksi käteistä pankilta B. Sen sijaan tällaisessa tilanteessa luottoriskin sähköyhtiön maksukyvyttömyydestä kantaa vakuudettoman pankkitakauksen pankille B myöntänyt pankki A. Seuraavassa kuvassa on havainnollistettu, miten tämä edellä esitetty järjestely käytännössä toteutetaan.¹²⁷

Exhibit B: Collateral transformation



Kuva B.¹²⁸

ESMA on todennut, että energiakriisin aikoihin sähkön johdannaismarkkinoiden vakuusvaatimukseen ja niiden täyttämiseen liittyi merkittäviä eroja riippuen siitä, olivatko sähköyhtiöt itse keskusvastapuolen määritysosapuolia vai selvittävätkö ne johdannaissopimuksensa välittäjäpankin kautta. Tämä johtui ESMA:n mukaan esimerkiksi siitä, että määritysosapuolina toimivat välittäjäpankit saattoivat soveltaa asiakkaisiinsa korkeampia vakuusvaatimuksia, koska näiden asiakkaiden luottokelpoisuus oli heikko. Pankit saattoivat tarjota asiakkailleen myös päivänsisäistä rahoitusta vakuusvaatimusten täyttämiseksi, sekä vakuudenvaihtopalveluita.¹²⁹

Sen sijaan keskusvastapuolten määritysosapuolina toimivien pankkien on täytettävä keskusvastapuolten vakuusvaatimukset asiakkaanaan olevien yritysten puolesta, mikä tapahtuu sekä päivänsisäisesti että päivän päätteeksi. Pankkien täyttäessä vakuuksia asiakkaidensa puolesta, jää väliin aikaviive ennen kuin pankit saavat vastaavat vakuudet asiakkailtaan. Toisin sanoen pankkien on täytettävä sekä päivän sisäiset että yön yli olevat rahoitusvajheet, jotka

¹²⁷ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.15.

¹²⁸ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.16.

¹²⁹ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 18-19.

voivat aiheutua energian hintoihin vaikuttavien äkillisten markkinakorjausten vuoksi. Tilanteissa, jossa on kyse merkittävistä hintojen muutoksista, näiden tarvittavien vakuuksien määrä saattaa olla huomattava.¹³⁰ EBA:n tekemän selvityksen mukaan sähkö- ja energiayhtiöille selvityspalveluita tarjoavien pankkien määrä on kuitenkin rajallinen, mikä kuvastaa sen mukaan selvityspalveluiden monimutkaisuutta, sekä pankkien tarvetta saavuttaa mittakaavaetuja, joita ne tarvitsevat kaupallisista näkökulmista. EBA katsoi, että sen tekemän selvityksen perusteella oli havaittavissa, että pankit olivat antaneet jo huomattavaa tukea energia- ja sähköyhtiöille ennen komission delegoidun asetuksen (EU) No 153/2013 väliaikaista muutosta ja vakuudettomien pankkitakauksien hyväksymistä vakuusmateriaaliksi. Tästä syystä EBA:n mukaan pankkien riskienotto- ja halukkuus vaikuttivat olevan kokonaisuudessaan suurempi este, mikä rajoitti pankkien lisätuen antamista energia- ja sähköyrityksille kuin niinkään liian tiukka sääntely.¹³¹

Toisaalta EBA:n selvityksen perusteella suurin osa pankkien esteistä sähköyhtiöiden tuelle energiakriisin aikaan oli peräisin nimenomaan pankkeja sitovista rajoitteista ja niiden sisäisistä riskiarvioinneista. Pankit joutuvat esimerkiksi turvautumaan huomattaviin pääomavähennyksiin, kun markkinoilla tapahtuu merkittäviä muutoksia. EBA kuitenkin totesi, tekemänsä selvityksen tuloksista huolimatta, että pankkien vakavaraisuustilanne on vakaa ja suunniteltu kestävä vakaana myös haastavampina aikoina. Tästä syystä EBA ei nähnyt energiakriisin aikana aiheelliseksi lähteä lieventämään vakavaraisuussääntelyä, vaan päinvastoin se katsoi, että sillä voisi olla arvaamattomia vaikutuksia, jotka heikentäisivät sääntelyn vakautta ja riskiherkkyyttä.¹³² EBA sen sijaan katsoi, että tulevaisuutta ajatellen pyrkimykset lisätä vakuusvaatimuksien avoimuutta olisivat tervetulleita.¹³³

Komission 7.12.2022 antamassa asetusehdotuksessa onkin esitetty muutoksia vakuusvaatimuksien läpinäkyvyyteen ja avoimuuteen. Kyseisen ehdotuksen mukaan

¹³⁰ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.8.

¹³¹ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.9.

¹³² EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.5–6.

¹³³ EBA response to the European Commission on the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets 29 September 2022, s.5–6.

esimerkiksi sekä keskusvastapuolten että määrittösapuolten, jotka tarjoavat määrittöspalveluita asiakkailleen olisi tiedotettava asiakkaitaan selkeästi ja avoimesti keskusvastapuolen vakuusmallien toiminnasta, ottaen huomioon myös stressitilanteet, ja toimitettava asiakkailleen simulaatio vakuusvaatimuksista eri skenaarioissa. Lisäksi ehdotuksen mukaan määrittösapuolten ja määrittöspalveluja tarjoavien asiakkaiden olisi annettava myös asiakkailleen riittävästi tietoa siitä, kuinka suuret tappiot ne voivat joutua kantamaan, mikäli keskusvastapuoli ajautuu lisärahoituksen tarpeeseen.¹³⁴ Tämä vaikuttaa lupaavalta myös edellä alaluvussa 2.1.4 esitetyn tapauksen valossa, jossa vuonna 2018 muut sähkön johdannaispörssin määrittösapuolleet kärsivät mittavia vahinkoja tilanteessa, jossa yksi määrittösapuoli joutui maksukyvyttömäksi ja Nasdaq Clearing AB joutui turvautumaan muiden määrittösapuolien lisärahoitukseen. Kyseisen tapauksen osalta Ruotsin finanssivalvonta totesi, että Nasdaq Clearing AB:n toiminta oli sisältänyt riskejä, joita ei voitu pitää hyväksyttävänä, ja jotka olisivat voineet aiheuttaa erittäin vakavia seurauksia rahoitusjärjestelmälle.

Myös vuoden 2022 energiakriisin pelättiin aiheuttavan pahimmillaan merkittäviä seurauksia rahoitusjärjestelmälle. Vaikka ESMA:n mukaan suurin osa keskusvastapuolien vakuusvaatimuksista hoidettiin energiakriisin aikaan vaikeuksista huolimatta ajallaan, niin joillakin keskusvastapuolien suorina määrittösapuolina toimivilla rahoitusalan ulkopuolisilla toimijoilla oli ongelmia täyttää vakuusvaatimuksia nopeasti.¹³⁵ Tästä syystä esimerkiksi EU:n jäsenvaltiot joutuivat lainaamaan vaikeuksissa oleville energia- ja sähköyhtiöille rahaa johdannaismarkkinoilla tarvittavien vakuuksien likviditeettitarpeen kattamiseksi.¹³⁶ Tämä johtui siitä, että joidenkin sähköyhtiöiden mukaan pankit eivät olleet enää valmiita tarjoamaan niille rahoitusta vakuusvaatimuksien täyttämiseksi, vaan esimerkiksi Suomen valtio joutui syksyllä 2022 järjestämään määräaikaisen siltarahoituksen Fortum Oyj:lle, jotta voitiin varmistaa, että Fortum Oyj:llä olisi riittävä likviditeettivarasto mahdollisesti vielä nousevien vakuusvaatimuksien täyttämiseksi.¹³⁷

¹³⁴ COM (2022) 697 final, s.16; U 121/2022 vp, s.9-10.

¹³⁵ ESMA/Final Report 14 October 2022, s. 18-19.

¹³⁶ Valtiovarainministeriö VN/25242/2022 1(5).

¹³⁷ Valtioneuvoston kanslian tiedote 6.9.2022.

3 EU:n markkinaintegraation oikeudelliset muutospaineet

3.1 Esineoikeuden harmonisointi

3.1.1 Rahoitusvakuusdirektiivi 2002/47/EY

EU:n esineoikeudellisen harmonisoinnin esteenä on kuvailtu olevan enemmän puuttuva konsensus asiakysymyksistä kuin puute sen tarpeesta. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin tunnustettu, että tarve vakuusoikeuksien harmonisoinnille kasvaa jatkossa entisestään, sillä vakuusoikeudet ovat erittäin keskeisiä tavaroiden ja pääomien vapaan liikkuvuuden kannalta.¹³⁸

Rahoitusvakuusdirektiivi sääntelee kahden välisiä rahoitusvakuusjärjestelyitä ja sen keskeinen tavoite on ollut vähentää jäsenvaltioiden vakuusoikeudellisten normistojen eroista johtuvia haittoja ja ongelmia EU:n rahoitusmarkkinoilla.¹³⁹ Rahoitusvakuusdirektiiviä sovelletaan tilanteisiin, joissa vakuutena käytetään joko arvopapereita, tilirahaa tai lainasaamisia. Yleisimmin näitä vakuusmuotoja käytetään vakuutena arvoperimarkkinoilla, johdannaismarkkinoilla sekä yritysrahoituksessa.¹⁴⁰ Rahoitusvakuusdirektiivillä on pyritty erityisesti vähentämään vakuuksien käytön tarvetta, varmistamaan vakuuksien käytön sujuvuus ja vakuudensaajan asema maksuhäiriö- ja insolvenssitilanteissa. Tähän direktiivillä on pyritty muun muassa varmistamalla, että esinevakuuksien vakuuskäyttö ja niihin liittyvät julkivarmistusvaatimukset olisivat mahdollisimman joustavia ja yhdenmukaisia sekä eri jäsenvaltioiden että esinevakuustyyppien välillä.¹⁴¹

3.1.2 *Pari passu* -periaate ja velkojien maksunsaantijärjestys

Perinteisesti tilanteessa, jossa useampi velkoja kilpailee insolvenssimenettelyssä maksunsaannista velalliselta, jonka varat eivät riitä kaikkien velkojen maksuun, jaetaan velallisen varat ilman parempaa etusijaa niin kutsutun *pari passu* -periaatteen mukaan. Tällöin jokaiselle velkojalle jaetaan velallisen varoja heidän saataviensa mukaisessa suhteessa.¹⁴²

¹³⁸ Haentjens 2020, s.2.

¹³⁹ Tuomisto 2013, s. 1/11.

¹⁴⁰ Wuolijoki 2023, s.136.

¹⁴¹ Tuomisto 2013, s. 2/21.

¹⁴² Juutilainen 2011, s.23.

Esinevakuus antaa kuitenkin velkojalle tavanomaista velkojaa paremman mahdollisuuden saada suorituksen saamisensa perusteella, eli toisin sanoen mahdollisuuden poiketa *pari passu*-periaatteesta. Tämä johtuu siitä, että esinevakuus antaa velkojalle muita paremman oikeuden tietyn tämän vakuudeksi yksilöidyn kohteen taloudelliseen arvoon.¹⁴³ Jotta velkojan saama esinevakuus on velallisen muihin velkoihin nähden sitova, ja siten oikeuttaa poikkeamaan *pari passu* -periaatteesta, edellytetään useimmissa oikeusjärjestyksissä jonkinlaista vakuusjärjestelyn julkivarmistusta.¹⁴⁴ Ongelmana kuitenkin on, että julkivarmistuksen tavat, sekä muut vakuusoikeuden pätevyuden muodolta vaadittavat edellytykset, kuten esim. yksilöitävyys vaatimukset vaihtelevat eri jäsenmaiden oikeusjärjestelmien välillä.¹⁴⁵

3.1.3 Julkivarmistus ja muut muotovaatimukset

Perinteisiin julkivarmistus tapoihin kuuluu ensinnäkin traditio, eli vakuuskohteen hallinnan siirto vakuudensaajalle, tällöin vähimmäisvaatimuksena on edellytys, että vakuuskohte on ainakin siirretty vakuudenantajan ulottumattomiin.¹⁴⁶ Tämän lisäksi julkivarmistus voidaan toteuttaa tietyille henkilötaholle tehdyllä ilmoituksella (denuntiaatio) tai kirjaamalla ja merkitsemällä vakuusjärjestely rekisteriin.¹⁴⁷ Denuntiaatiota käytetään erityisesti saatavien vakuuskäytössä, jolloin ilmoituksen saajana on vakuudeksi luovutettavan saatavan velallinen. Kaiken kaikkiaan julkivarmistus voidaan toteuttaa käyttäen apuna monenlaisia kirjaamisjärjestelmiä, joiden rekistöröitävänä rekisteriyksikkönä voi olla sekä esine (vakuuskohte) tai henkilö (vakuudenantaja).¹⁴⁸ Kuten mainittua, julkivarmistus tavat

¹⁴³ Tammi-Salminen 2015, s.10.

¹⁴⁴ Juutilainen 2011, s.24.

¹⁴⁵ Juutilainen 2011, s.24.

¹⁴⁶ Ks. Saarnilehto - Edelman - Lehtinen - Annola - Hemmo - Karhu - Kartio - Tammi-Salminen - Tolonen - Tuomisto - Viljanen 2012, s.788. ”Hallinnan siirron on kuvattu oikeuskirjallisuudessa muodostuvan tapahtumasta, jossa luovuttajan valta esineeseen lakkaa ja samalla luovutuksensaajan valta esineeseen alkaa. Oikeusvaikutuksien kytkemistä traditioon on perusteltu ensinnäkin sillä, että hallinnan siirtyminen tekee myös ulkopuolisille havaittavaksi esineeseen ja siihen kohdistuvan oikeuden siirtymisen luovuttajalta luovutuksensaajalle. Tämän päällimmäisenä tarkoituksena on ollut taata velkojille todenmukaisempi käsitys siitä, minkälainen velallisen maksukyky todellisuudessa on, sekä se, että velallisen hallussa oleva omaisuus kuuluu tälle. Lisäksi tradition tarkoituksena on myös katsottu olevan varmistua luovuttajan vakaasta harkinnasta, koska esineen hallinnan luovutuksen on ajateltu vaativan uhrausta luovuttajan puolesta, sillä tavallisesti tradition tapahduttua hän menettää mahdollisuuden itse käyttää esinettä”. Ks. Saarnilehto - Edelman - Lehtinen - Annola - Hemmo - Karhu - Kartio - Tammi-Salminen - Tolonen - Tuomisto - Viljanen 2012, s.788.

¹⁴⁷ Juutilainen 2011, s.24.

¹⁴⁸ Juutilainen 2011, s.24–25.

vaihtelevat melko paljon eri vakuustyyppien ja oikeusjärjestelmien välillä, minkä lisäksi myös vakuuskohteilta ja niiden yksilöinniltä edellytetyt vaatimukset eroavat eri oikeusjärjestyksien välillä.¹⁴⁹ Esimerkiksi tyyppillisesti Pohjoismaiden lainsäädännöissä edellytetään, että pankkien ja rahoituslaitoksien on säilytettävä asiakkaiden tilivarat eroteltuna erillisille asiakastileille ja eri asiakkaille kuuluvat arvopaperit erillään.¹⁵⁰

3.1.4 Rahoitusvakuusdirektiivi ja muodollisten vaatimusten kieltö

Rahoitusvakuusdirektiivillä on pyritty luopumaan muodollisista vaatimuksista, kuten esimerkiksi vakuusoikeuden pakollisesta rekisteröinnistä julkiseen rekisteriin tai pakollisten asiakirjojen laatimisesta vakuusoikeuden pätevyys edellytyksenä. Tästä syystä rahoitusvakuusdirektiivin 3 artikla sisältää muodollisten vaatimusten kiellon, jossa säädetään, että jäsenvaltiot eivät saa edellyttää, että rahoitusvakuusjärjestelyn luominen, pätevyys, julkivarmistus, täytäntöönpanokelpoisuus ja todistekelpoisuus tai rahoitusvakuuden antaminen rahoitusvakuusjärjestelyn nojalla olisi riippuvainen minkään toimen suorittamisesta. Sen sijaan samassa artiklassa kuitenkin todetaan myös, että rahoitusvakuusdirektiiviä sovelletaan annettuun rahoitusvakuuteen vasta, kun se on annettu ja antamisesta voidaan esittää kirjallinen todiste ja jos rahoitusvakuusjärjestelystä on esittää kirjallinen todiste tai oikeudellisesti vastaava todiste.¹⁵¹ Rahoitusvakuusdirektiivin mukaan, jotta vakuus katsotaan annetuksi, tulee vakuus olla toimitettu, siirretty, hallussa, rekisteröity tai muulla tavoin nimetty siten, että se on vakuudensaajan tai hänen puolestaan toimivan henkilön hallussa tai valvonnassa.¹⁵²

Rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan muodollisia vaatimuksia koskevan kiellon, sekä hallussapitoa tai valvontaa koskevan vaatimuksen seurauksena EU:n jäsenvaltiot voivat asettaa rahoitusvakuuksia koskevia muodollisia vaatimuksia vain siltä osin kuin nämä toimet ovat välttämättömiä ja riittäviä hallussapidon tai valvontaa koskevan vaatimuksen täyttämiseksi.¹⁵³ Rahoitusvakuusdirektiivissä ei kuitenkaan erikseen mainita, mitkä toimet ovat välttämättömiä

¹⁴⁹ Juutilainen 2011, s.25.

¹⁵⁰ Haentjens 2020, s.25.

¹⁵¹ Haentjens 2020, s. 194–195.

¹⁵² Haentjens 2020, s. 195.

¹⁵³ Lisäksi muotovaatimuksia koskeva kieltö ei ole ehdoton, sillä EU:n jäsenvaltiot voivat soveltaa tiettyjä muotovaatimuksia silloin, kun vakuudeksi on annettu luottosaamisia. Ks. Haentjens 2020, s.197.

ja riittäviä vaatimuksen täyttämiseksi. Tämän on oikeuskirjallisuudessa katsottu aiheuttavan hallussapitoa ja määräysvaltaa koskevan vaatimuksen erilaisiin tulkintoihin ja siten heikentävän oikeusvarmuutta säännöksen soveltamisessa. Rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan vaatimuksen täsmällisestä merkityksestä on ylipäättänsä oikeuskirjallisuuden mukaan paljon epävarmuutta, sillä kyseiset vaatimukset olivat suurilta osin aikaisemmin tuntemattomia useimpien jäsenvaltioiden aineellisissa esineoikeusjärjestelmissä. Rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan tulkinnallinen epävarmuus on kuitenkin ongelmallista, sillä juuri hallussapitoa ja määräysvaltaa koskevat vaatimukset määrittävät vakuusdirektiivin säännösten soveltamisalan. Eli toisin sanoen kyisen vaatimuksen täyttäminen on edellytys sille, että vakuustransaktio voidaan luokitella direktiivin mukaiseksi rahoitusvakuusjärjestelyksi.¹⁵⁴ Lisäksi rahoitusvakuusdirektiiviä ei ole myöskään pantu asianmukaisesti täytäntöön kaikissa jäsenmaissa, vaan esimerkiksi Alankomaissa edellytetään edelleen muodollisia asiakirjoja käteisvarojen vakuuskäytön yhteydessä.¹⁵⁵

Rahoitusvakuusdirektiivi on poistanut myös tietyn tyyppisten rahoitustoimien osalta oikeudelliset esteet, jotka ovat aikaisemmin estäneet vakuudensaajaa käyttämästä vakuudellisia omaisuuseriä ennen vakuudenantajan maksukyvyttömyyttä.¹⁵⁶ Tämä tarkoittaa sitä, että pantinsaaja saa panttikohteeseen panttisuhteen ajaksi omistajan määräämisvallan, jonka perusteella tällä on oikeus esimerkiksi pantata ja luovuttaa vakuuskohde uudelleen.¹⁵⁷ Kyseinen järjestely voidaan toteuttaa rahoitusvakuusdirektiivin mukaan joko *omistusoikeuden siirron* tai *vakuusjärjestelyn* perusteella, mutta näitä esinevakuustyyppisiä käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 4.¹⁵⁸ Kaikkiaan rahoitusvakuusdirektiivillä on saavutettu vallitseva oikeustila, jossa vakuudensaajalla on oikeus käyttää vakuudeksi saatuja omaisuuseriä ennen

¹⁵⁴ Haentjens 2020, s. 195.

¹⁵⁵ Haentjens 2020, s.201.

¹⁵⁶Haentjens 2020, s.5–6. ”Panttioikeutta on kuvailtu arvo-oikeudeksi ja sivullisiin nähden suojatuksi etuoikeudeksi saada rahamääräinen suoritus vakuuskohteen arvosta, joka kohteesta saadaan myynnissä”. Ks. Tammi-Salminen 2015.s.130 ja 147. Kun panttausta koskevat opit luotiin, niin alun perin ajatuksena oli esineiden vakuuskäyttö, jonka vuoksi oli luonnollista, että ajateltiin panttioikeuden olevan esineeseen kohdistuva oikeus. Kuitenkin nykyään ajatellaan, että panttioikeus kohdistuu esineen sijasta oikeuteen. Tästä syystä, mikäli irtaimen esineen omistaja antaa esineen pantinsaajalle, syntyy pantinsaajalle oikeus esineeseen kohdistuvaan omistusoikeuteen, vaikka tätä kutsuttaisikin vakiintuneen tavan vuoksi esineeseen kohdistuvaksi panttioikeudeksi. Panttioikeus voi lähtökohtaisesti kohdistua mihin tahansa varallisuus-oikeuteen, vaikka esineen omistusoikeuteen kohdistuva oikeus on edelleen merkittävin panttioikeuden muoto. Ks. Kaisto - Tepora - Hakkola 2016, s.46.

¹⁵⁷ Tuomisto 2013, s. 2/21.

¹⁵⁸ Haentjens 2020, s.5–6.

vakuudenantajan maksukyvyttömyyttä. Tämän lisäksi esimerkiksi johdannaisten sulkeutuva nettoutus voidaan käynnistää keskusvastapuolella vakuudenantajan likvidaatiomenettelyn estämättä.¹⁵⁹ Vaikka rahoitusvakuusdirektiivin voidaan todeta tuoneen edistystä unionin rahoitusvakuusjärjestelyihin, sekä niiden rajat ylittävien vaikutusten oikeudelliseen epävarmuuteen, niin siitä huolimatta sen soveltamiseen liittyy edellä esitetyllä perusteella sekä tulkinnallista että täytäntöönpanollista epävarmuutta.¹⁶⁰

3.2 Talouden ja oikeuden vuorovaikutus

3.2.1 Oikeusvarmuuden puute

Oikeusvarmuuden periaate on yksi EU:n yleisistä oikeusperiaatteista, joten sillä on tärkeä merkitys esimerkiksi EU-oikeuden tulkinnassa, sekä erityisesti tulkittaessa EU-oikeuden lainsäädännöllisiä aukkoja.¹⁶¹ Vaikka oikeusvarmuuden käsitettä ei ole erikseen määritelty EU:n primaarioikeudessa, voidaan sen perusta kuitenkin johtaa oikeusvaltion periaatteesta, joka on vahvistettu EU:n perusperiaatteeksi Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEU) 2 artiklassa.¹⁶² Lisäksi EUT on erikseen oikeuskäytännössään todennut, että oikeusvarmuuden periaate on osa unionin oikeusjärjestystä ja muodostaa yhden EU:n yleisistä oikeusperiaatteista.¹⁶³ Oikeusvarmuuden on katsottu oikeuskirjallisuudessa olevan yleiskäsite, joka ohjaa koko oikeusjärjestelmää ja toimii vuorovaikutuksessa muiden EU:n oikeusperiaatteiden kanssa, jotka ohjaavat EU:n toimivaltaa ja yksityisten toimijoiden välisiä suhteita. EUT on katsonut esimerkiksi, että oikeusvarmuuden periaatteella on tämän kaltainen yhteys luottamuksensuojan periaatteeseen, joka on oikeusvarmuuden tavoin osa EU:n oikeutta.¹⁶⁴

Luottamuksensuojan periaate määrittelee muun muassa sen, minkä verran taloudelliset toimijat voivat luottaa valtion toimien vakauteen ja pysyvyyteen. Luottamuksen suojan ohella

¹⁵⁹ Wuolijoki 2023, s.135.

¹⁶⁰ Haentjens 2020, s. 195 ja 201.

¹⁶¹ Ojanen 2016, s.41.

¹⁶² Huhta 2020, s. s.432.

¹⁶³ EUT C-1/02 Borgmann kohta 30; Ks. Huhta 2020, s.432.

¹⁶⁴ Huhta 2020, s. s.432.

oikeusvarmuuden osatekijänä EU-oikeudessa onkin korostettu ennakoitavuutta.¹⁶⁵ EUT on kaiken kaikkiaan antanut lukuisia ratkaisuja koskien oikeusvarmuuden periaatetta, joiden perusteella se on ajan saatossa kehittänyt oikeusvarmuuden ytimeen liittyvää tulkintaansa. Tätä tulkintaa peilaten on oikeuskirjallisuudessa katsottu, että oikeussääntöjen tulisi olla selkeitä, täsmällisiä ja vaikutuksiltaan ennustettavia, ja varsinkin silloin, kun oikeussäännöillä saattaa olla kielteisiä vaikutuksia yksityishenkilöille ja yrityksille. Toisin sanoen oikeussääntöjen tulee olla ennustettavia niiden osalta, joihin ne kohdistuvat.¹⁶⁶ Edellisessä jaksossa käsitellyn rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan voidaan esimerkiksi todeta olevan sekä oikeusvarmuuden periaatteen että luottamuksen suojan periaatteen kannalta ongelmallinen.

Koska rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan muodollisten vaatimusten kieltoa ei ole implementoitu asiallisesti kaikissa jäsenvaltioissa, eikä myöskään artiklan tulkinnasta ole täyttä varmuutta. On tällä hetkellä esimerkiksi epäselvää, mitä edellytyksiä vakuudensaajan on täytettävä, jotta tämä voi varmasti luottaa saavansa pätevän vakuusoikeuden tilirahaan rajat ylittävässä vakuustransaktiossa. Toisaalta on epävarmaa, voiko vakuudenantaja luottaa siihen, ettei tämän vakuudeksi antamien tilivarojen katsota sekoittuvan vakuudensaajan (esim. pankin) varoihin, mikäli näitä ei säilytetä erillisillä tileillä vakuudensaajan omien ja muiden asiakkaiden varojen kanssa. Esimerkkinä tästä voidaan käyttää sitä, että Pohjoismaiden lainsäädännössä edellytetään tyypillisesti, että pankkien ja rahoituslaitoksien on säilytettävä asiakkaiden tilivarat eroteltuna erillisille asiakastileille.¹⁶⁷ Mikäli Pohjoismaissa tulkitaan rahoitusvakuusdirektiiviä siten, että tilivarojen erottelu erillisille tileille on välttämätöntä tilirahojen hallussapidon tai valvonnan vaatimuksen täyttämiseksi, voi oikeudellisena riskinä olla, että vakuudenantajan varojen katsotaan sekoittuvan vakuudensaajan varoihin, mikäli varoja ei ole eroteltu erillisille tileille.¹⁶⁸ Tähän palataan kuitenkin myöhemmin luvussa 4.2.

¹⁶⁵ Huhta 2020, s. s.433.

¹⁶⁶ Huhta 2020, s. s.433.

¹⁶⁷ Haentjens 2020, s.25.

¹⁶⁸ Haentjens 2020, s.25.

3.2.2 Oikeudelliset riskit

Oikeudelliseksi riskiksi luokitellaan tappiot, jotka aiheutuvat lakien ja asetusten säätämisen, tulkinnan ja soveltamisen seurauksena.¹⁶⁹ Kuten edellisissä alaluvuissa on tuotu esiin, niin rahoitusvakuusdirektiivillä ei ole onnistuttu täysin poistamaan oikeusvarmuuteen liittyviä haasteita arvopapereiden, tilirahan ja lainasaamisten vakuuskäyttöä koskien. Tästä syystä myös tilirahan vakuuskäyttöön rajat ylittävissä tilanteissa liittyy oikeudellisia riskejä. Tilannetta mutkistaa entisestään se, että EU:n jäsenvaltioiden lainvalintasäännöt ovat epäyhtenäisiä, jolloin jäsenvaltiot voivat päätyä erilaisiin ratkaisuihin esimerkiksi sen suhteen, minkä maan lain mukaan tilirahan vakuusoikeuden pätevyys ratkaistaan.¹⁷⁰ Kuten tutkimuksen alussa on tuotu esille, niin tällä hetkellä ei ole esimerkiksi voimassa olevia unionin tasolla harmonisoituja lainvalintasääntöjä koskien saatavien siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia.¹⁷¹

Oikeusvarmuuden puute ja oikeudelliset riskit aiheuttavat epävarmuutta tilirahan vakuuskäytössä myös johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä, sillä kuten todettua, eri jäsenmaiden oikeusjärjestyksien aineellisessa oikeudessa suhtaudutaan eri tavoin muun muassa tilivarojen erotteluun. Tämän lisäksi saatavien siirrosta kolmansille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettavan lainvalintasäännön puutteen vuoksi, tällä hetkellä ei ole oikeusvarmuutta siitä, mitä lainvalintasääntöä sovelletaan sivullissuhteisiin, kun kyse on johdannaissopimukseen liittyvästä rahasaatavasta, joka muodostuu johdannaissopimuksen sulkemisen jälkeen jäljelle jäävästä velkamäärästä.¹⁷² Tätä voidaan pitää epätyydyttävänä tilanteena moneltakin kannalta, eikä vähiten siksi, että oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että johdannaisten historian suurimmat oikeudelliset riskit ovat aiheutuneet nimenomaan lainsäädännön epävarmuudesta ja siitä, ettei johdannaisten luonnetta ole pystytty selvittämään nykyisissä oikeusjärjestyksissä.¹⁷³ Tilivarojen erottelua ja vakuuskäyttöä keskusvastapuolella käsitellään kuitenkin jäljempänä luvussa 4.

¹⁶⁹ Henderson 2010, s.414.

¹⁷⁰ COM(2018)96 final, s.5.

¹⁷¹ COM(2018)96 final, s.6.

¹⁷² Juutilainen 2011, s.27.

¹⁷³ Henderson 2010, s.414.

Käytännössä vallitsevasta oikeusvarmuuden puutteesta johtuu, että mikäli saatavan (esim. johdannaissopimuksen nettosaatavan) rajat ylittävän siirron jälkeen nousee omistusoikeutta koskeva riita esimerkiksi vakuudenantajan ja vakuudensaajan velkojien kesken, sen ratkaisu voi olla riippuvainen siitä, mitä kansallista lakia asian käsittelevä jäsenvaltion tuomioistuin tai viranomainen soveltaa. Toisin sanoen, se tuottaako rajat ylittävä saatavan siirto kantajalle odotetun omistusoikeuden vai ei, riippuu sovellettavasta kansallisesta laista.¹⁷⁴ Tämän takia, mikäli johdannaissopimuksien osapuolet eivät olet tietoisia rajat ylittäviin vakuustransaktioihin liittyvistä oikeudellisista riskeistä tai päättävät olla ottamatta niitä huomioon, voi näille aiheutua odottamattomia taloudellisia tappioita. Ne voivat esimerkiksi menettää oikeuden siirrettyihin saataviin. Oikeudellinen riski siitä, kuka on saatavan omistaja rajat ylittävän siirron jälkeen, nousi esille esimerkiksi vuoden 2008 finanssikriisin aikana Lehman Brothers International European konkurssin yhteydessä. Tällä hetkellä sen selvittäminen, kuka on Lehman Brothersin omaisuuserien laillinen omistaja, onkin edelleen kesken. Komissio onkin todennut, että saatavien omistusoikeuteen liittyvä epävarmuus voi entisestään syventää ja pidentää finanssikriisin seurauksia.¹⁷⁵

Lisäksi, mikäli johdannaissopimuksien osapuolet haluavat varmistua rajat ylittäviin vakuustransaktioihin liittyvistä oikeudellisista riskeistä joutuvat ne todennäköisesti hankkimaan oikeudellista neuvonantoa siitä, mitä kansallisia lakeja saatavan rajat ylittävästä siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin voitaisiin soveltaa. Tämän jälkeen niiden tulisi käytännössä varmistaa omistusoikeutensa siirrettyihin saataviin noudattamalla näiden kaikkien lakien vaatimuksia. Tämä puolestaan lisää huomattavasti tällaisten rajat ylittävien vakuustransaktioiden kokonaiskustannuksia.¹⁷⁶ Epävarmuus ja oikeudellisten riskien pelko johdannaismarkkinoilla saattaa myös pidemmän päälle johtaa siihen, että johdannaismarkkinoiden määrittelyosapuolet ja näiden asiakkaat pidättyvät kokonaan tällaisista liiketoimista, jolloin seurauksena on liiketoimintamahdollisuuksien menetyksiä ja tämä heikentää rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä ja johdannaismarkkinoiden likviditeettiä.¹⁷⁷

¹⁷⁴ COM(2018)96 final, s.5.

¹⁷⁵ COM(2018)96 final, s.5.

¹⁷⁶ COM(2018)96 final, s.5.

¹⁷⁷ COM(2018)96 final, s.5.

3.2.3 Vakuuksien tarpeen lisääntyminen

Finanssikriisin jälkeen sekä vakuudellisen luotonannon tarve että luottoriskin vähentämistä koskevat sääntelyvaatimukset ovat lisänneet vakuudeksi kelpaavien likvidien ja korkealaatuisten vakuuksien tarvetta. Tämän on oikeuskirjallisuudessa esitetty johtuneen siitä, että finanssikriisin jälkeen vastapuoliriskiä koskeva huoli on kasvanut ja vakuudellisesta luotonannosta on tullut perinteinen tapa hankkia rahoitusta ja sen on katsottu jopa korvanneen vakuudettoman rahoituksen suurimmaksi osaksi. Lisäksi Basel III -sopimus ja pyrkimys parantaa rahoituslaitosten pääomitusta ja likviditeettiä ovat osaltaan vaikuttaneet siihen, että pankkien on pidettävä hallussaan aiempaa enemmän korkealaatuisia varallisuuseriä. Lisäksi finanssikriisin seurauksena säädetyillä EU:n EMIR-asetuksella ja Yhdysvaltojen Dodd-Frank Act- lain VII osalla, varmistetaan, että maailmanlaajuinen johdannaiskauppa selvitetään nykyisin laajemmin keskitetysti ja määrältään suurempien ja laadultaan korkeampien vakuuksien avulla, joista suurin osa on annettava rahoitusvakuuden muodossa.¹⁷⁸

Kaiken kaikkiaan edellä mainituiden syiden vuoksi vakuuskelpoisten vakuuksien ja vakuudeksi soveltuvien omaisuuserien maailmanlaajuinen kysyntä on kasvanut eksponentiaalisesti.¹⁷⁹ Samaan aikaan, kun vakuuksien tarve on kasvanut, niin esimerkiksi juuri vakuuksien keskittyminen keskusvastapuoliin on lisännyt puolestaan rajat ylittävien vakuustransaktioiden määrää. Tästä syystä myös yhä useammin enemmän kuin yksi oikeusjärjestelmä on merkityksellinen tarkasteltaessa rahoitusvakuusliiketoimien vastapuolten oikeudellista asemaa. Rajat ylittävien vakuustransaktioiden määrän kasvun ja lainsäädännöllisestä epävarmuudesta johtuvan monimutkaisuuden on luonnehdittu lisäävän rahoitusmarkkinoiden vakuuksiin liittyviä riskejä.¹⁸⁰ Eli toisin sanoen, samaan aikaan kun sääntelyä on tiukennettu ja vakuuksien määrän tarve on tämän seurauksena kasvanut, ovat lisääntyneet myös rajat ylittäviin vakuustransaktioihin liittyvät oikeudelliset riskit.

Kuten edellisessä alaluvussa on esitetty, aiheuttavat oikeudelliset riskit huomattavaa haittaa markkinoiden yhdentymiselle ja sitä kautta myös hidastavat talouskasvua. Taloustieteilijät ovatkin jo 1990-luvulta lähtien kiinnittäneet huomiota lain ja oikeudellisten instituutioiden

¹⁷⁸ Haentjens 2020, s.2.

¹⁷⁹ Haentjens 2020, s.7.

¹⁸⁰ Haentjens 2020, s.7.

merkitykseen talouskasvun edistämässä. Lain ja oikeudellisten instituutioiden merkitys on erityisesti yhdistetty yritysten rahoitukseen ja sen saatavuuteen.¹⁸¹ Oikeussäännöt tarjoavat sijoittajille ja pankeille tehokkaita keinoja, joilla nämä voivat suojata saatavansa, minkä ansiosta nämä ovat valmiita tarjoamaan rahoitusta yrityksille.¹⁸² Mikäli pankit eivät voi luottaa saataviensa takaisin saantiin, lainaavat ne vain niille lainanottajille, jotka muodostavat pienimmän riskin. Lisäksi on havaittu, että pankkien luotonantoon liittyvä luottamuksen puute on johtanut laajoihin vakuusvaatimuksiin, joihin etenkin pienet yritykset eivät voi vastata.¹⁸³

Yrityksien toimiva luotonsaanti on tärkeä osa talouskasvua, sillä luotonsaanti helpottaa yritysten markkinoille pääsyä ja edistää sitä kautta menestyviä yrityksiä laajentumaan. Yritykset tarvitsevat myös velkarahoitusta helpottamaan likviditeettivajeitaan, joita yritykset väistämättä toiminnassaan kohtaavat.¹⁸⁴ Mikäli yritysten luotonsaanti vaikeutuu, niin tästä aiheutuvista likviditeetti ongelmista johtuen yritysten riskinotto-kyky heikkenee. Toisaalta, vaikka oikeussäännöt mahdollistaisivat sijoittajille ja pankeille kuinka tehokkaat oikeuskeinot tahansa saataviensa varmistamiseksi velallisilta, niin tosiasia on, että saatavien turvaamiseksi ja takaamiseksi on oltava omaisuutta niiden vakuudeksi.¹⁸⁵ Tästä syystä esimerkiksi vakuudettomien pankkitakauksien ei voida olettaa missään tapauksessa ratkaisevan likviditeetti vajeesta kärsivien yritysten ongelmia. Sen sijaan voisi olla hedelmällisempää etsiä uusia tapoja hyödyntää yritysten olemassa olevaa varallisuutta tai tulevaisuudessa syntyvää tuloa vakuuskohteena. Esimerkiksi energiakriisin yhteydessä Fortumin toimitusjohtaja esitti, että ”Energiayhtiöiden, jotka suojaavat omilla voimalaitoksillaan tuotetun sähkön tulevia toimituksia tulisi voida käyttää omaa tuotantoaan vakuutena”.¹⁸⁶

Geoffrey M Hodgson onkin oikeuskirjallisuudessa käsitellyt omaisuuden -käsitettä. Hodgson on todennut, että useimmat taloustieteilijät mieltävät virheellisesti omaisuuden -käsitteen tarkoittavan ainoastaan ”hallussapitoa”, vaikka hallussapito on ensisijaisesti vain henkilön ja

¹⁸¹ Dahan 2015, s.3.

¹⁸² Dahan 2015, s.3.

¹⁸³ Dahan 2015, s.4.

¹⁸⁴ Dahan 2015, s.13.

¹⁸⁵ Dahan 2015, s.23.

¹⁸⁶ Fortum Oyj 6.9.2022.

esineen välinen suhde, eikä se merkitse omistusoikeutta.¹⁸⁷ Sen sijaan Hodgsonin mukaan omaisuudella tarkoitetaan omistajan tai omistajien oikeutta, jonka julkinen valta on virallisesti tunnustanut, jolloin omaisuutta on mahdollista myös hyödyntää vakuutena. Hodgsonin mukaan ennen julkisen vallan hyväksyntää on olemassa vain omistus, jota henkilö ei voi käyttää hyväkseen vakuutena tai siirtämällä eteenpäin ennen kuin muut tunnustavat tämän omistuksen ja valtio legitimoit tämän omistuksen omaisuudeksi. Omaisuus on siten Hodgsonin mukaan oikeusjärjestelmän luomus. Omaisuuteen liittyy laillisia ja täytäntöönpanokelpoisia oikeuksia, joten ei riitä, että oikeusjärjestelmä tunnustaa omistuksen, vaan tarvitaan lisäksi säännöt, joissa määrätään edellytykset, jotta henkilö voi hankkia saatavan omaisuuteen.¹⁸⁸

Jotta esimerkiksi sähköyhtiöt voisivat käyttää sähkön tuotantoaan vakuutena johdannaismarkkinoilla ja/tai pankissa, tulisi ensin luoda oikeussäännöt, joissa määrätään, miten omistusoikeus hankitaan ja menetetään. Aivan samalla tavalla tarvitaan toimivia yhdenmukaisia sääntöjä, jotta olemassa olevien vakuuskohteiden kuten tilirahan vakuuskäyttö voidaan taata. Juuri selkeät säännöt ja oikeusjärjestelmän institutionaaliset mekanismit, kuten yhtenäiset julkivarmistus keinot ja muut vakuudelta edellytettävät muotovaatimukset, kuten yhtenäiset varojen erotteluun liittyvät vaatimukset ovat välttämättömiä talouskehityksen kannalta.¹⁸⁹

¹⁸⁷ Hodgson 2016, s.42–43.

¹⁸⁸ Hodgson 2016, s.43.

¹⁸⁹ Hodgson 2016, s.43.

4 Tilirahan vakuuskäyttö

4.1 Tiliraha vakuutena ja saatavana

4.1.1 Tiliraha vakuutena

Kuten rahoitusvakuusdirektiiviä käsittelevässä alajaksossa 3.1.1 edellä on esitetty, sovelletaan rahoitusvakuusdirektiiviä tilirahan vakuuskäyttöön.¹⁹⁰ Esinevakuudet on tyypillisesti erotettu toisistaan *omistusoikeuden siirron* ja *vakuusjärjestelyn* perusteella, ja tätä erottelua käytetään myös rahoitusvakuusdirektiivissä.¹⁹¹ Sekä omistusoikeuden siirtoon perustuva vakuus (*transfer of title*)¹⁹² että panttioikeus, johon liittyy pantinsaajan määräysoikeus arvopaperiin tai tilirahaan luottoaikana (*vakuusjärjestely*), ovat implementoitu osaksi EU:n jäsenvaltioiden esineoikeusjärjestelmää rahoitusdirektiivillä.¹⁹³ Tavallisesti johdannaispörssien keskusvastapuolet edellyttävät, että niille annettavat vakuudet, kuten tiliraha, tulee antaa joko vakuusjärjestelyn¹⁹⁴ tai omistusoikeuden siirron perusteella.¹⁹⁵

4.1.2 Vakuusjärjestely

Vakuusjärjestelyä, jossa määräämisvalta panttikohteeseen luovutetaan pantinsaajalle, on oikeuskirjallisuudessa kutsuttu nimellä *pignus irregulare*, eli epätavalliseksi pantiksi.¹⁹⁶ Vakuusjärjestelyllä tiettyyn omaisuuteen luodaan vakuusoikeus velkojan hyväksi, mutta omaisuuden täysi ja tosiasiallinen omistusoikeus säilyy kuitenkin vakuudenantajalla. Tällöin toisin kuin omistusoikeuden siirtyessä, velkojalla/vakuudensaajalla ei ole vakuusjärjestelyssä oikeutta käyttää vakuutena olevaa omaisuutta ennen vakuudenantajan/velallisen laiminlyöntiä, ellei asiasta ole tehty erityistä sopimusta. Vakuusjärjestelyn onkin oikeuskirjallisuudessa katsottu olevan tästä syystä ainakin arvopapereiden vakuuskäytössä vakuudenantajan kannalta turvallisempi vaihtoehto kuin omistusoikeuden siirron. Sen sijaan, mikäli vakuus on

¹⁹⁰ Wuolijoki 2023, s.136.

¹⁹¹ Haentjens 2020, s.5–6.

¹⁹² HE 114/2013 VP; Finanssialan Keskusliitto 18.9.2014 s. 2(2).

¹⁹³ Tepora 2005, s.13.

¹⁹⁴ Ks. Wuolijoki 2023, s.138–139.

¹⁹⁵ Yeowart– Parsons 2016, s.558. HE 114/2013 VP; Finanssialan Keskusliitto 18.9.2014 s. 2(2).

¹⁹⁶ Tuomisto 2013, s. 9/21.

vakuusjärjestelyssä annettu käteisenä, niin esimerkiksi keskusvastapuoli voi tavallisesti käyttää tällaisia käteisvaroja uudelleen, mikäli niitä ei vaadita erikseen säilytettäväksi maksullisella tilillä.¹⁹⁷ Kaikesta huolimatta, vaikka vakuus annetaan vakuusjärjestelyllä, on velkojalla oikeus myydä omaisuuserä ja saada vakuuskohteesta saatavansa viimeistään siinä vaiheessa, kun velallinen laiminlyö suorituksensa.¹⁹⁸

4.1.3 Omistusoikeuden siirto

Omistusoikeuden siirrolla tarkoitetaan järjestelyä, jossa tiettyjen omaisuuserien omistusoikeus siirretään velan vakuudeksi, eli joko rahamääräisen tai muun omaisuuserän takaisinmaksun turvaamiseksi. Omistusoikeuden siirron tarkoituksena on, että mikäli velallinen laiminlyö maksunsa, niin luovutuksensaaja eli velkoja voi turvata oikeutensa hänelle siirretystä omaisuudesta. Tämä on mahdollista, koska velkojasta, eli siirronsaajasta on tullut vakuuden omistaja, joten hän voi käyttää tätä omaisuutta ja esimerkiksi siirtää sen halutessaan kolmannelle osapuolelle tai perustaa itse tähän omaisuuteen vakuusoikeuksia.¹⁹⁹ Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että vakuudenantajan on hyvä muistaa omistusoikeuden siirtoa käytettäessä, että vakuudenantaja ottaa vastapuoliriskin vakuudensaajaa kohtaan. Esimerkiksi, mikäli vakuudensaaja menee konkurssiin, kuuluu omistusoikeuden siirrolla annettu omaisuus vakuudensaajan konkurssipesään.²⁰⁰ Lisäksi vakuudenantajan asema vakuudensaajan makukyvyttömyystilanteessa ei ole turvattu vakuudella, vaan vakuudenantajalla katsotaan olevan ainoastaan sopimusperusteinen saatava vakuudensaajalta, eli vakuudenantaja on tällöin vakuudettoman velkojan asemassa.²⁰¹

Tästä syystä esimerkiksi määritysosapuoli, joka asettaa vakuuden keskusvastapuolelle omistusoikeuden siirtoon perustuvalla vakuudella altistuu teoreettisesti riskille siitä, ettei keskusvastapuoli palauta vakuutta määräaikaan mennessä. Vastaavasti määritysosapuolen asiakas altistuu riskille siitä, ettei keskusvastapuoli palauta vakuutta, minkä lisäksi se kantaa rikin siitä, ettei määritysosapuolena keskusvastapuolella sen puolesta toimiva määritysosapuoli

¹⁹⁷ Yeowart– Parsons 2016, s.566.

¹⁹⁸ Haentjens 2020, s.5.

¹⁹⁹ Haentjens 2020, s.5.

²⁰⁰ Wuolijoki 2023, s.139.

²⁰¹ Yeowart– Parsons 2016, s.565.

toimita vakuutta keskusvastapuolelle lainkaan, eikä myöskään palauta tätä asiakkaalle.²⁰² Toisin sanoen, esimerkiksi sähköyhtiö, joka selvittää johdannaisopimuksensa välittäjänä toimivan pankin kautta keskusvastapuolella, altistuu sekä pankin että keskusvastapuolen vastapuoli- ja luottoriskille, sekä siten näiden maksukyvyttömyydelle.²⁰³

Omistusoikeuden siirtoa ja vakuusjärjestelyä käytetään vakuusmuotoina useista eri syistä, mutta Jarno Tepora on käyttänyt esimerkkinä tilannetta, jossa vakuutena halutaan käyttää varallisuusobjektia, jota ei voida pantata siten, että panttauksella saavutettaisiin halutut oikeusvaikutukset, tai tilannetta, jossa panttaus ei muuten saavuta haluttua lopputulosta.²⁰⁴ Esimerkiksi juuri johdannaiskaupassa vakuus on annettava joko omistusoikeuden siirrolla tai vakuusjärjestelyllä sen vuoksi, että keskusvastapuolen on saatava disponointioikeus, eli määräysvalta vakuuskohteeseen, sen EMIR-asetuksen mukaisten velvoitteiden täyttämiseksi.²⁰⁵ Tämä käy hyvin esille EMIR-asetuksen 48 artiklan 5 ja 6 kohdasta, jossa edellytetään, että keskusvastapuolen on varauduttava sopimuksella määritysosapuolen maksukyvyttömyyden varalta siten, että sillä on mahdollisuus käynnistää menettelyt maksukyvyttömällä määritysosapuolella tämän asiakkaiden tiliin ylläpidettyjen omaisuuserien ja positioiden siirtämiseksi toiselle määritysosapuolelle.²⁰⁶ Kyseinen artikla edellyttää siis, että keskusvastapuolella on joko omistusoikeuden siirtoon perustuva omistusoikeus vakuuskohteeseen tai, että se on saanut vähintään sopimukseen perustuvan omistajan määräysvallan vakuusjärjestelyn avulla vakuuskohteeseen.

EMIR-asetuksen 48 artiklan 5 ja 6 kohdassa keskusvastapuolelle asetetulla velvoitteella on tarkoitus suojata määritysosapuolien asiakkaiden asemaa tilanteissa, joissa määritysosapuoli on maksukyvytön. Mikäli keskusvastapuolella ei olisi omistajalle kuuluvaa disponointioikeutta vakuuskohteeseen, ei se voisi siirtää määritysosapuolien asiakkaiden vakuuksia määritysosapuolelta toiselle. Käytännössä kyseinen artikla ei kuitenkaan turvaa

²⁰² Yeowart– Parsons 2016, s.565.

²⁰³ Yeowart– Parsons 2016, s.565.

²⁰⁴ Kaisto - Tepora –Hakkola 2016, s. 471.

²⁰⁵ Wuolijoki 2023, s.141.

²⁰⁶”EMIR-asetuksessa ei määritellä, mitä positioilla tarkoitetaan, mutta positiot muodostuvat johdannaisopimuksiin perustuvista oikeuksista ja velvoitteista. Asiakkaiden tiliin ylläpidetyissä muissa omaisuuserissä voi puolestaan olla kysymys esimerkiksi asiakkaille kuuluvista vakuuksista” Ks. HE 114/2014 vp.

maksukyvyttömän määritysosapuolen asiakkaiden oikeuksia välttämättä niin hyvin kuin olisi tarve, tähän palataan myöhemmin alaluvussa 4.21.

4.1.4 Saatavan siirto kolmannelle

Kuten tutkielman alussa alaluvussa 1.1.4 on esitetty, katsotaan tiliraha melkein poikkeuksetta oikeusjärjestyksestä riippumatta tilirahat tallettaneen henkilön pankkiin kohdistuvaksi saamisoikeudeksi.²⁰⁷ Saatavan siirrossa on kyse oikeustoimesta, jossa velkoja (siirtäjä) siirtää saatavaa koskevan oikeutensa velallista kohtaan toiselle henkilölle (siirronsaajalle).²⁰⁸ Saatavien siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuvilla vaikutuksilla tarkoitetaan kysymyksiä siitä, kenelle saatavan omistusoikeudet kuuluvat, sekä mitä vaatimuksia siirronsaajan on täytettävä varmistaakseen, että hänellä on laillinen omistusoikeus saatavaan siirron jälkeen. Lisäksi saatavan siirrosta kolmansille aiheutuvilla vaikutuksilla voidaan tarkoittaa kysymystä siitä, miten vakuudenantaja voi varmistua siitä, että se pystyy tarvittaessa todistamaan luovutuksensaajan maksukyvyttömyys tilanteessa vakuutena luovuttamansa tilirahan kuuluvan itselleen, eikä esimerkiksi luovutuksensaajan velkojille. Kolmannen osapuolen vaikutuksilla onkin merkitystä erityisesti silloin, kun luovuttaja tai luovutuksensaaja on maksukyvytön, jolloin kysymykseksi nousee, miten ratkaistaan esineoikeudelliset ensisijaisuuskonfliktit, eli tilanteet, joissa useampi velkoja kilpailee samasta esinevakuudesta. Tällaisessa tilanteessa ensisijaisuuskonfliktin osapuolia voivat olla esimerkiksi siirtäjä ja siirronsaajan velkoja/velkojat, tai siirronsaaja ja siirtäjän velkoja/velkojat.²⁰⁹

Tällä hetkellä ei ole voimassa olevia unionin lainvalintasääntöjä liittyen saatavien siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia, mikä on ongelmallista rajat ylittävien vakuustransaktioiden oikeusvarmuuden kannalta. Rahoitusmarkkinoilla ja rahoitusalalla saatavien siirto ja vakuuskäyttö on yleinen keino, jolla yritykset pyrkivät saamaan lisää likviditeettiä ja luottoa.²¹⁰ Tästä syystä rahoitusmarkkinoiden toimijoiden kannalta on ensiarvoisen tärkeää saada varma tieto siitä, kenelle saatava kuuluu rajat ylittävän siirron jälkeen.²¹¹ Edellä alaluvussa 3.2.2 on kuitenkin käsitelty jo kattavasti, mitä oikeudellisia riskejä puuttuviin lainvalintasääntöihin, sekä

²⁰⁷ Marjosola 2012, s. 311.

²⁰⁸ COM(2018) 96 final, s.9.

²⁰⁹ Heinze – Warmuth 2019, s.665; COM(2018) 96 final, s.10.

²¹⁰ Heinze – Warmuth 2019, s.664.

²¹¹ COM(2018) 96 final, s.9.

aineellisten esinevakuusjärjestelmien eroihin ja rahoitusvakuusdirektiivin tulkinnalliseen epävarmuuteen liittyä. Tästä syystä näihin ei enää tässä kohtaa palata. Sen sijaan seuraavaksi tarkoituksena on paneutua tarkemmin siihen, minkälaista lainsäädäntöä sopimusvelvoitteisiin perustuvien saatavien siirtoon liittyä. Lisäksi pyritään tarjoamaan lukijalle perusteellisempi käsitys siitä, minkälaista oikeuskäytäntöä ja tulkintaa oikeuskirjallisuudessa saatavan siirrosta kolmansille aiheutuviin esineoikeudellisiin vaikutuksiin ja niitä varten ehdotettujen lainvalintasääntöjen ympärille liittyä.

4.1.5 Rooma I-asetus

Sopimusvelvoitteisiin liittyvissä rajat ylittävissä vakuustransaktioissa sovelletaan Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EY) N:o 593/2008 (jäljempänä Rooma I-asetus) lainvalintasääntöjä. Rooma I-asetusta sovelletaan Suomessa ja kaikissa EU:n jäsenvaltioissa Tanskaa lukuun ottamatta. Sen sijaan Pohjoismaista Norjan ja Islannin tilanne ei ole aivan selvä, sillä koska ne eivät ole EU-maita, ei Rooma I-asetus ole luonnollisestikaan niissä suoraan sovellettavaa oikeutta.²¹² Norja ja Islanti ovat kuitenkin molemmat ratifioineet Luganon yleissopimuksen tuomioistuimien toimivallasta sekä tuomioiden tunnustamisesta ja täytäntöönpanosta siviili- ja kauppaoikeuden alalla.²¹³ Koska Luganon yleissopimusta on tulkittava yhdessä Bryssel I-asetuksen ja siten myös Rooma I-asetuksen kanssa, vaikuttaa Rooma I-asetus kuitenkin välillisesti myös Norjan ja Islannin lainsäädäntöön.²¹⁴ Lisäksi muun muassa Norjan korkein oikeus on viime vuosina perustanut useita päätöksiä periaatteisiin, jotka vastaavat Rooma I-asetuksen lainvalintasääntöjä.²¹⁵

Koska Rooma I-asetusta sovelletaan EU:n jäsenvaltioissa sopimusvelvoitteisiin liittyviin rajat ylittäviin vakuustransaktioihin, sovelletaan sen lainvalintasääntöjä koskien vakuudenantajan ja vakuudensaajan välistä sopimuskysymystä.²¹⁶ Tämän lisäksi Rooma I-asetusta sovelletaan myös tilanteisiin, jossa vakuus on annettu käteisenä, tai on kyse nettoutuksesta. Rooma I-asetuksen lainvalintasääntöjä sovelletaan myös johdannaisopimuksista johtuviin saataviin,

²¹² Cordero-Moss 2020, s.31-32.

²¹³ Cordero-Moss 2020, s.31-32. Ks. Convention on jurisdiction and the recognition and enforcement of judgment in civil and commercial matters L 147/5 10.6.2009.

²¹⁴ Cordero-Moss 2020, s.31-32.

²¹⁵ Cordero-Moss 2020, s.32.

²¹⁶ Haentjens 2020, s.144.

kuten niiden turvaksi talletettuihin tilirahoihin.²¹⁷ Kaikki johdannaissopimuksiin liittyvät saatavat eivät kuitenkaan ole sopimusvelvoitteisiin perustuvia, eivätkä siten kuulu ainakaan suoraan Rooma I-asetuksen soveltamisalaan. Näin on katsottu olevan esimerkiksi, kun kyse on johdannaissopimuksiin liittyvästä rahasaatavasta, joka muodostuu johdannaissopimuksen sulkemisen jälkeen.²¹⁸

Näin katsoi myös Euroopan komissio antaessaan 12.3.2018 Euroopan parlamentille ja neuvostolle ehdotuksen saatavien siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettavasta laista (COM(2018) 96 final), jonka tarkoituksena olisi yhdenmukaistaa EU:n jäsenvaltioiden lainvallintasääntöjä koskien saatavien siirtoa kolmansille ja tuoda siten unionin rahoitusmarkkinoille merkittävää lisäarvoa ja tehostaa unionin pääomamarkkinaunionia koskevaa tavoitetta.²¹⁹ Kyseisen asetusehdotuksen mukaan saatavien siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettaisiin sen maan lakia, jossa siirtäjän asuinpaikka on siirron tapahtuessa.²²⁰ Tätä asetusehdotusta ei ole kuitenkaan saatettu voimaan, sillä jäsenvaltiot eivät ole päässeet sopuun sen toteutuksesta.²²¹ Kuitenkin johdannaissopimuksiin liittyvien saatavien osalta komissio on ehdotuksessa todennut, että ”ehdotus ei koske sellaisten sopimusten, kuten johdannaissopimusten siirtoa, joihin liittyy sekä oikeuksia (eli saatavia) ja velvollisuuksia, vaan näihin sovellettaisiin edelleen Rooma I-asetuksen mukaisesti sopimusvelvoitteisiin koskevaa lakia”.

Sen sijaan toisenlaisen ryhmän saataviin kuuluvat komission ehdotuksen mukaan ”rahoitusvälineisiin, kuten juuri johdannaissopimuksiin liittyvät (”rahoitussaatavat”), jotka muodostuvat esimerkiksi johdannaissopimuksen sulkemisen jälkeen jäljelle jäävästä velkamäärästä”.²²² *Eva-Maria Kieninger* on kuitenkin oikeuskirjallisuudessa katsonut, että edellä esitetty komission ehdotus kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettavasta lainvalintasäännöstä on epäselvä esimerkiksi juuri johdannaissopimusten osalta.²²³ Kyseisen komission ehdotuksen

²¹⁷ Haentjens 2020, s.144.

²¹⁸ Kieninger 2019, s. 653; Ks. COM(2018) 96 final, s.8.

²¹⁹ COM(2018) 96 final, s.7.

²²⁰ COM(2018) 96 final, s.34.

²²¹ Heinze – Warmuth 2019, s.666.

²²² COM(2018) 96 final, s.7.

²²³ Kieninger 2019, s. 653.

pääsäännön mukaan saatavien siirrosta kolmansille aiheutuviin vaikutuksiin sovellettaisiin kyllä siirtäjän asuinpaikan lakia, mutta ehdotus sisältää myös kaksi poikkeusta kyseiseen pääsääntöön. Poikkeuksen muodostaisivat ehdotuksen mukaan luottolaitoksessa olevalle tilille talletetut rahat ja rahoitusvälineeseen perustuvat saatavat, joihin sovellettaisiin siirrettyyn saatavaan sovellettavaa lakia.²²⁴

Kieninger on kiinnittänyt huomiota, että vaikka komission ehdotuksessa rahoitusvälineisiin perustuviksi saataviksi on katsottu johdannaissopimuksen sulkemisen jälkeen jäljelle jäävä velkamäärä. Niin kyseisen ehdotuksen sanamuodosta ei kuitenkaan käy täysin selville, että tarkoitetaanko ehdotuksessa nimenomaan johdannaisten nettosaatavaa, eli saatavaa joka johdannaissopimuksen osapuolella on toista osapuolta vastaan sen jälkeen, kun johdannaissopimus on irtisanottu ja jäljellä olevat keskinäiset saatavat on kuitattu.²²⁵ Kuitenkin Kieningerin mukaan, mikäli asetusehdotuksessa tarkoitettaisiin pelkästään tilanteita, jossa ”rahoitussopimuksista”, kuten johdannaista johtuvat saamiset erotetaan ja siirretään erikseen johdannaista, sovellettaisiin asetusehdotuksen saataviin, jotka perustuvat rahoitusvälineisiin koskevaa poikkeusta hyvin rajalliseen määrään tilanteita. Lisäksi Kieninger on katsonut, että tällainen asetusehdotuksen tulkinta tuhoisi sopimusverkostojen yhtenäisyyden ja vaikeuttaisi, tai pahimmassa tapauksessa tekisi mahdottomaksi erityisesti johdannaissopimusten sukeutuvan nettoutuksen.²²⁶

Tästä syystä Kieninger on kuitenkin pitänyt todennäköisenä, että ehdotuksessa kuitenkin tarkoitettaisiin nimenomaan johdannaisten nettosaatavaa, eli saatavaa joka johdannaissopimuksen osapuolella on toista osapuolta vastaan sen jälkeen, kun johdannaissopimus on irtisanottu ja jäljellä olevat keskinäiset saatavat on kuitattu.²²⁷ Joka tapauksessa Kieninger on yhteenvetona todennut, että ”asetusehdotuksessa käytetyllä jargonilla, on jälleen kerran saavuttu tavoite, levittää pelkoa rahoitusmarkkinoiden epävakaudesta”. Myös Suomen valtioneuvoston kirjelmässä liittyen komission asetusehdotukseen (COM(2018) 96 final), on todettu, että ehdotuksen säännökset ovat osittain

²²⁴ COM(2018) 96 final, s.34.

²²⁵ Kieninger 2019, s. 653.

²²⁶ Kieninger 2019, s. 652.

²²⁷ Kieninger 2019, s. 653.

tulkinnanvaraisia eivätkä ne siten ole eri osapuolten kannalta riittävän ennustettavia, jotta ehdotuksella tavoitellut hyödyt voisivat parhaalla mahdollisella tavalla toteutua.²²⁸

4.1.6 Lainvalintasääntöihin liittyvät haasteet

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu lainvalintasääntöihin liittyvän tilanteen olevan epätoivottava ainakin kolmesta syystä. Ensinnäkin siitä syystä, että osa lainvalintasäännöistä rakentuu yhteyksille, joiden aiheuttamia seurauksia on välillä miltei mahdotonta ennakoida.²²⁹ Toiseksi syyksi on mainittu, että joissakin oikeusjärjestyksissä, kuten pohjoismaissa, lainvalintasäännöt ovat sisällöltään epäselviä.²³⁰ Kolmanneksi, koska oikeusjärjestyksissä sovelletaan eri varallisuuslajien osalta erilaisia lainvalintasääntöjä.²³¹ Tästä esimerkkinä *Teemu Juutilainen* on käyttänyt Rooma I-asetuksen 14 artiklaa, joka koskee saatavan siirtoa. Kyseisen Rooma I-asetuksen 14 artiklan 3 kohdan mukaan artikla soveltuu myös saatavan panttaukseen sekä muuhun vakuuskäyttöön.²³²

Rooma I-asetuksen 14 artiklan 3 kohtaa voidaan pitää siitä hämäävästä, että varallisuus oikeudelliset kysymykset jaotellaan tavallisesti esine- ja velvoiteoikeudellisiin kysymyksiin, joiden yhteydessä on tärkeitä erottaa toisistaan kysymykset *inter partes* ja *ultra partes*.²³³ Esine- ja velvoiteoikeuden erottaa tyypillisesti se, että sopimuksen osapuolet eivät voi keskinäisellä sopimuksella määrätä sivullissuojasta.²³⁴ Tämän on perusteltu johtuvan siitä, että sopimusoikeuden vallitseva näkemys on, että sopimus oikeuttaa ja velvoittaa vain sopimuksen osapuolia.²³⁵ Myös Rooma I-asetuksen 14 artiklan lainvalintasääntöjä sovelletaan vain ”vakuudenantajan (siirtäjä) ja vakuudensaajan (siirronsaajan) suhteeseen, minkä lisäksi artiklaa sovelletaan myös vakuuskohteena käytettävän saatavan velalliseen (siirtovelalliseen

²²⁸ U 16/2018 vp, s.5.

²²⁹ Juutilainen 2011, s.25.

²³⁰ Juutilainen 2011, s.26.

²³¹ Juutilainen 2011, s.26.

²³² Rooma I-asetus 14 artikla 3 kohta; Ks. Juutilainen 2011, s.26.

²³³ Kartio 1997, s.152. Ks. Haentjens, s.149.

²³⁴ Karhu 2012, s.121.

²³⁵ Kartio 1997, s.153.

eng. debitor cessus)”.²³⁶ Sen sijaan esineoikeus, kuten panttioikeus vakuuskohteeseen puolestaan mahdollistaa, että vakuudensaaja-velkoja A ja vakuudenantaja-velallinen B voivat määrätä B:n omaisuudesta A:n hyväksi siten, että mikäli B tulee maksukyvyttömäksi, niin C ei saa mitään.²³⁷ Vaikka Rooma I-asetuksen 14 artiklan 3 kohdassa todetaan, että artikla soveltuu myös saatavan panttaukseen sekä muuhun vakuuskäyttöön, niin kyseisessä artiklassa ei mainita mitään lainvalinnasta liittyen saatavan siirrosta kolmansille aiheutuvista vaikutuksista.²³⁸

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että ”tällä hetkellä Euroopassa kilpailee käytännössä neljä erilaista saatavan siirron sivullissuhteita koskevaa lainvalintasääntöä, joita ovat: siirtosopimukseen sovellettavan lain soveltaminen, mikä tarkoittaa sivullisiin asti ulottuvaa sopimusvapautta, siirtäjän kotipaikan lain soveltaminen, sekä siirrettyyn saatavaan sovellettavan lain soveltaminen ja siirtovelallisen kotipaikan lain soveltaminen”.²³⁹

4.1.7 Rooma I-asetuksen 14 artiklan tulkinta ja oikeuskäytäntö

EUT on käsitellyt tapauksessa (BGL BNP Paribas SA v. TeamBank AG Nuernberg C-548/18), 267 artiklaan perustuen ennakkoratkaisukysymystä koskien Rooma I-asetuksen 14 artiklan soveltumista ja tulkintaa koskien saatavan siirtoon liittyviä kolmansille osapuolille aiheutuvia vaikutuksia. Kyse oli tilanteesta, jossa saksalainen TeamBank- niminen pankki (jäljempänä TeamBank) ja virkamiehenä Saksassa toimiva Luxemburgin kansalainen (jäljempänä velallinen) tekivät 29.3.2011 keskenään Saksan lainsäädännön mukaisen lainasopimuksen. Lainasopimuksen vakuudeksi pankille asetettiin osa velallisen nykyisistä ja tulevista palkkasaatavista sekä velallisen eläkeoikeudet hänen luxemburgilaiselta työnantajaltaan. Työnantajalle ei kuitenkaan ilmoitettu kyseisestä siirrosta mitään. Tämän jälkeen velallinen teki heti 15.6.2011 toisen lainasopimuksen BNP:n kanssa, jossa tämä asetti samat eläkesaatavat jälleen lainansa vakuudeksi. BNP:n edellytti kuitenkin, että vakuuden siirrosta ilmoitettiin kirjallisesti velallisen työnantajalle kyseiseen lainasopimukseen sovelletun Luxemburgin oikeuden mukaisesti.²⁴⁰

²³⁶ Juutilainen 2011, s.26.

²³⁷ Juutilainen 2011, s.23.

²³⁸ Heinze – Warmuth 2019, s.665; COM(2018) 96 final, s.10.

²³⁹ Juutilainen 2011, s.27.

²⁴⁰ Ks. BGL BNP Paribas SA v. TeamBank AG Nuernberg C-548/18.

Velallista kohtaan aloitettiin vuonna 2014 maksukyvyttömyysmenettely Saksan oikeudessa, jonka yhteydessä nousi esiin epävarmuus siitä, kummalla velkojista oli parempi oikeus velallisen palkkasaataviin. Ymmärrettävästi molemmat asianosaiset sekä TeamBank että BNP vetosivat omiin etuoikeuksiinsa. Ongelmallisen tilanteesta teki se, että Saksan oikeuden mukaan saatavaan tuli soveltaa aikaprioriteetti-säännöstä riippumatta siitä, ettei julkivarmistusta ollut tehty. Tämä johtui siitä, ettei Saksan oikeuden mukaan TeamBank:lta edellytetty tällaista toimenpidettä, vaan saatavan siirron katsottiin olevan pätevä ilman kyseistä julkivarmistusta. Sen sijaan Luxemburgin oikeuden mukaan julkivarmistus tuli tehdä, jotta saatavan siirto voitiin katsoa päteväksi kolmatta kohtaan. TeamBank oli siis sitä mieltä, että sillä oli etuoikeus velalliselta oleviin saataviin aikaprioriteetti-periaatteen mukaan, kun taas BNP:n vetosi siihen, että vaikka saatavien siirto oli tehty TeamBank:n hyväksi ennen sitä, niin ensin mainitusta siirrosta ei ollut ilmoitettu luxemburgilaiselle työnantajalle. Kyseinen oikeusongelma olisi ollut helppo ratkaista, mikäli tilanteessa olisi ollut selvää, että sovelletaanko tapaukseen Saksan vai Luxemburgin oikeutta.²⁴¹

Tapauksessa EUT joutui ottamaan kantaa siihen, oliko Rooma I-asetuksen 14 artiklaa tulkittava siten, että, laki, jota sovelletaan saatavan siirron oikeusvaikutuksiin kolmansiin nähden silloin, kun sama velkoja on siirtänyt saatavan useammin kuin kerran peräkkäisille siirronsaajille, määräytyy suoraan tai analogisesti Rooma I -asetuksen 14 artiklan mukaan. Tarkastellessaan ennakkoratkaisukysymystä EUT totesi ensinnäkin unionin oikeuden tulkintaan liittyen, että vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan unionin oikeuden säännöksiä tai määräyksiä, tulee tulkita paitsi niiden sanamuodon mukaan, mutta myös huomioiden säännöksillä tavoitellut päämäärät, asiayhteys, sekä unionin oikeuden säännökset ja määräykset kokonaisuudessaan.²⁴² Tämän jälkeen EUT arvioi sitä, kävikö Rooma I -asetuksen 14 artiklasta eksplisiittisesti ilmi, laki jota tulee soveltaa saatavan siirron oikeusvaikutuksiin kolmansiin nähden, silloin kun saatava on siirretty useammin kuin kerran. Tätä arvioituaan EUT totesi, että asetuksen 14 artiklassa kyllä säännellään sanamuotonsa mukaisesti saatavan siirtoa rajat ylittävissä

²⁴¹ Ks. BGL BNP Paribas SA v. TeamBank AG Nuernberg C-548/18.

²⁴² Ks. Wightman C-621/18 kohta 47.

tilanteissa, mutta sanamuodossa ei viitata saatavan siirron oikeusvaikutuksiin kolmansiiin nähden.²⁴³

Seuraavaksi EUT otti tarkasteltavakseen kysymyksen siitä, voidaanko Rooma I- asetuksen 14 artiklasta analogisesti johtaa päätelmä laista, jota on sovellettava arvioitaessa saatavan siirron oikeusvaikutuksia kolmansiiin nähden. Tässä yhteydessä EUT katsoi, että vaikka Rooma I -asetusta koskevassa komission ehdotuksessa on esitetty, että lainvalinta saatavan siirtoon liittyviin vaikutuksiin kolmansiiin nähden, määräytyy sen valtion mukaan, jossa siirtäjän asuinpaikka on siirtohetkellä, ei tätä kyseistä esitystä ole kuitenkaan hyväksytty. Edellä esitetyllä perusteella EUT katsoi, ettei Rooma I- asetuksen 14 artiklasta voida suoraan eikä analogisesti määrätä lakia, jota sovelletaan saataviin, jotka velallinen on siirtänyt useammin kuin kerran peräkkäisille velkojille.²⁴⁴ Kyseisellä ennakkoratkaisullaan EUT siis vahvisti, ettei Rooma I-asetuksen 14 artiklasta voida analogisesti johtaa lakia, jota sovellettaisiin saatavien siirrosta kolmansiiin aiheutuviin vaikutuksiin.

4.1.8 Norjan oikeuskäytäntö

Kuten edellä alaluvussa 4.1.5 on esitetty vaikuttaa Rooma I-asetus Luganon yleissopimuksen myötä välillisesti myös Norjan ja Islannin lainsäädäntöön, vaikka nämä eivät olekaan EU:n jäsenmaita. Lisäksi Norjan korkein oikeus on viime vuosina perustanut useita päätöksiä periaatteisiin, jotka vastaavat Rooma I-asetuksen lainvalintasääntöjä.²⁴⁵ Norjan lainsäädännöllä ja oikeuskäytännöllä saattaa olla merkitystä arvioitaessa esimerkiksi Pohjoismaiden Nasdaq OMX Commodities -pörssissä sähkön johdannaiskauppaa käyvien määritysosapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimusten nettosaatavien sivullissitovuutta. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että kyseisillä markkinoilla sähkön johdannaiskauppaa käyvät määritysosapuolet ovat suureksi osaksi Pohjoismaista, kuten Suomesta, Ruotsista, Norjasta ja Tanskasta. Toiseksi siksi, että Nasdaq OMX Commodities -pörssin selvityksestä vastaa Nasdaq Clearing AB, jonka sääntöjen mukaan keskusvastapuolella selvitettävien hyödykejohdannaisten, kuten sähköjohdannaisten selvitystoimintaan sovelletaan Norjan lakia.

²⁴³ Ks. BGL BNP Paribas SA v. TeamBank AG Nuernberg C-548/18.

²⁴⁴ Ks. BGL BNP Paribas SA v. TeamBank AG Nuernberg C-548/18.

²⁴⁵ Cordero-Moss 2020, s.32.

Kyseisten sääntöjen mukaan Norjan lakia sovelletaan kuitenkin ainoastaan lainvalintasääntöjä lukuun ottamatta.²⁴⁶

Kuten tutkimuksessa on aikaisemmin useasti mainittu, Pohjoismaiden lainsäädännössä tavallisesti edellytetään, että pankkien ja rahoituslaitoksien on säilytettävä asiakkaiden tilirahat eroteltuna erillisille asiakastileille, jotta tilirahojen ei katsota sekoittuvan esimerkiksi rahoituslaitoksen omiin tai näiden muiden asiakkaiden varoihin.²⁴⁷ Tästä seuraa luonnollisesti epävarmuutta, mikäli jonkun muun valtion mukaan toteutettua tilirahojen vakuuskäyttöä arvioidaan esimerkiksi Norjan lainsäädännön vakuusoikeuden pätevyydeltä vaadittujen edellytysten valossa. Seuraavassa luvussa keskitytään tarkemmin tilirahojen erottelua koskevaan sääntelyyn keskusvastapuoliselvityksessä. Oikeudellista epävarmuutta lisää kuitenkin entisestään se, että Pohjoismaiden kansalliset lainvalintasäännöt ovat sisällöltään epäselviä.²⁴⁸ Varsinkin Norjan lainvalintasäännöt ovat puutteellisia, mikä saattaa olla syy siihen, miksi Nasdaq Clearing AB:n sääntöjen mukaan Norjan lakia sovelletaan johdannaisten selvitystoimintaan lainvalintasääntöjä lukuun ottamatta.²⁴⁹ Seuraava Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu kuitenkin osoittaa, että Norjan korkein oikeus on päätenyt soveltamaan Norjan lakia tilanteessa, jossa panttisopimuksessa sovellettavaksi laiksi oli määrätty englannin laki.

Norjan korkein oikeus käsitteli ratkaisussaan HR-2017-1297-A lainvalintaa koskevaa kysymystä liittyen vakuusoikeuden pätevydestä ja sille annettavasta oikeussuojasta. Kyseisessä tapauksessa oli kyse monikansalliseen konserniin kuuluvasta norjalaisesta tytäryhtiöstä, joka oli mennyt konkurssiin. Yhtiöllä oli luottosopimus kansainvälisten rahoittajapankkien kanssa, jossa oli sovittu, että luottosopimukseen sovelletaan Englannin lakia. Kyseisen luoton vakuutena oli norjalaisen yhtiön saatavia sen omilta liikekumppaneilta ympäri maailmaa. Myös näiden saatavien panttaussopimuksessa oli sovittu sovellettavaksi Englannin lakia. Ratkaisussaan Norjan korkein oikeus totesi, että Luganon yleissopimusta sovelletaan Norjan lakina EU:n jäsenvaltioiden, Islannin ja Sveitsin välillä. Tämän jälkeen

²⁴⁶ General Terms - Clearing Rules - Commodity Derivatives, issued by Nasdaq Clearing AB, s. 44(44).

²⁴⁷ Haentjens 2020, s.25.

²⁴⁸ Juutilainen 2011, s.26.

²⁴⁹ Cordero-Moss 2020, s.34.

Norjan korkein oikeus totesi, että tapaukseen sovellettavat säännöt ovat samat kuin EU:n lainsäädännössä ja EUT:n päätökset ovat siten kyseisessä tapauksessa painava oikeuslähde.²⁵⁰

Norjan korkein oikeus päätyi ratkaisussaan kuitenkin siihen, että tapaukseen oli sovellettava vakuudenantajan kotipaikan lakia, eli kyseisessä tapauksessa Norjan lakia.²⁵¹ Tämän Norjan korkein oikeus perusteli viittaamalla EUT:n oikeuskäytäntöön²⁵² ja sillä, ettei Rooma I-asetusta sovelleta sivullissuhteisiin.²⁵³ Samassa ratkaisussa Norjan korkein oikeus kuitenkin vahvisti myös sen, ettei Norjan lainsäädännöstä löydy lainvalintasääntöjä liittyen saatavan siirron kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin, ja katsoi että kysymys vakuuden pätevyydestä ratkaistaisiin myös velallisen kotipaikan lain, eli Norjan lain mukaan.²⁵⁴ Tämän ratkaisun perusteella vaikuttaa siltä, että mikäli EU:n lainsäädäntö olisi sisältänyt lainvalintasäännöt koskien saatavien siirrosta kolmansille aiheutuvia vaikutuksia, olisi myös Norjan korkein oikeus tätä lainvalintasääntöä soveltanut. Kuitenkin tosiasia on, että EU:n lainsäädäntö ei ole Norjassa sitovaa oikeutta, joten niiden soveltaminen on lopulta täysin Norjan tuomioistuimien harkinnassa.²⁵⁵

Toinen Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu HR-2020-837-A käsitteli puolestaan kysymystä vakuusjärjestelyn sitovuudesta Norjan lain mukaan. Tapauksessa oli kyse tilanteesta, jossa yhtiö oli pantannut kaikki nykyiset ja tulevat myyntisaamisensa pankille ja panttaussopimus täytti Norjan lain edellytykset. Norjan korkein oikeus päätyi kuitenkin ratkaisuun, ettei panttisopimuksella ollut saavutettu sitovaa vakuusjärjestelyä, koska sopimusta ei ollut rekisteröity eikä saatavia ollut yksilöity, vaikka asiakkaille oli ilmoitettu sopimuksesta. Norjan korkein oikeus katsoi, ettei yleinen ennakoilmoitus panttauksesta ole riittävä toimi vakuuden oikeussuojan saamiseksi, minkä lisäksi se totesi, että oikeuskäytäntö tukee näkemystä, jonka mukaan vakuuden rekisteröinti on tarpeen, vaikka oikeusteoria ei annakaan kysymykseen yksiselitteistä vastausta.²⁵⁶ Kyseinen tapaus on hyvä esimerkki siitä, minkälaisia riskejä liittyy

²⁵⁰ Ks. HR-2017-1297-A kohta (37).

²⁵¹ Ks. HR-2017-1297-A kohta (93); Ks. Wuolijoki 2023, s.120–121.

²⁵² Ks. HR-2017-1297-A kohta (37). Ks. C-133/78 - Gourdain v Nadler ja C-295/13 H v. H.K.

²⁵³ Ks. HR-2017-1297-A kohta (79). Ks. Wuolijoki 2023, s.120–121.

²⁵⁴ Ks. HR-2017-1297-A kohta (76) ja (77).

²⁵⁵ Cordero-Moss 2020, s.34.

²⁵⁶ HR-2020-837-A

sihen, että eri oikeusjärjestelmissä sovelletaan erilaisia muotovaatimuksia pätevän vakuusoikeuden saamiseksi. Lisäksi tapaus on oiva osoitus siitä, miten tärkeätä saatavien yksilöinnin, kuten esimerkiksi tilivarojen erottelun huomioon ottaminen on, mikäli riskinä on, että vakuuden pätevyyden arviointi voi päätyä esimerkiksi juuri Norjan oikeuden arvioitavaksi.

4.2 Tilirahan erottelu keskusvastapuoliselvityksessä

4.2.1 Tilirahan erottelu

Jo roomalaisesta oikeudesta lähtien useimmissa oikeusjärjestelmissä on säädetty, että tallettajalla on ehdoton oikeus saada tallettamansa varat takaisin.²⁵⁷ Roomalaisen oikeuden käsitteen *depositum (regulare)* mukaan tallettajalla oli omistusoikeus yksittäisiin talletettuihin varoihin, mikä tarkoitti käytännössä sitä, että säilyttäjän oli rekisteröitävä hallussaan olevat eri tallettajille kuuluvat varat erikseen.²⁵⁸ Tätä käytäntöä jatkettiin vuosisatojen ajan sekä rahaan että myöhemmin arvopapereihin. Kuitenkin käytäntö, jossa yksittäisten tallettajien varat säilytettiin erillään, aiheutti raskaita hallinnointikustannuksia, jonka seurauksena varoja alettiin hallita kollektiivisesti siten, että ne sekoittuivat säilytysyhteisössä. Tämä on kuitenkin oikeudellisesti ongelmallista, sillä useimmissa oikeusjärjestelmissä varojen sekoittuminen johtaa omistusoikeuden menettämiseen tai ainakin siihen, ettei tallettaja voi osoittaa omistusoikeuttaan, jolloin sijoittajalla on tasavertainen saatava *pari passu*-periaatteen mukaan säilyttäjäänsä vastaan, jolloin hänellä on vain vähän tai ei lainkaan suojaa säilyttäjän maksukyvyttömyystilanteessa.²⁵⁹

Varojen, kuten tilirahan sekoittumiseen liittyvät oikeusseuraamukset ovat peräisin useimmissa oikeusjärjestelmissä omaksutusta periaatteesta, jonka mukaan omistusoikeutta ei voi syntyä kohteeseen, jota ei voida yksilöidä. Tämän periaatteen on katsottu edistävän sekä vaihdannan sujuvuutta että ylipäättään oikeusvarmuutta.²⁶⁰ Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on myös yleisesti otaksuttu, että tämä on väärin, sillä varojen tallettajalla pitäisi olla ehdoton oikeus saada omaisuutensa takaisin varojen säilyttäjältä. Kyseisen ongelman ratkaisemiseksi eri oikeusjärjestelmissä on kehittynyt erilaisia ratkaisuja, joiden avulla tallettajan oikeus varoihinsa

²⁵⁷ Haentjens 2020, s.21–22.

²⁵⁸ Haentjens 2020, s.21–22.

²⁵⁹ Haentjens 2020, s.21–22.

²⁶⁰ Marjosola 2012, s. 312.

voidaan taata. Yksi näistä ratkaisuista on *oikeudellinen-* erottelu, mikä tarkoittaa sitä, että tallettajien varat on erotettava sekä säilyttäjyhteisön että muiden tallettajien varoista.²⁶¹

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että varojen erottamiseen liittyvä käsite tulee ymmärtää kahdella tavalla. Ensinnäkin erottelu tulee ymmärtää *toiminnallisena-* erotteluna, joka takaa sen, että asiakkaat saavat tarvittaessa heille kuuluvat varansa takaisin nopeasti, koska varat voidaan erottaa säilyttäjälle ja muille asiakkaille kuuluvista varoista. Tämä edellyttää sitä, että käteisvarat tulee säilyttää (joko omnibustileillä²⁶² tai erillisillä tileillä) siten, että asiakkaiden varat voidaan erottaa sekä säilyttäjän omista varoista että muiden asiakkaiden varoista. Samalla tavalla esimerkiksi arvopaperit on kirjattava erillisille arvopaperitileille. Toiseksi erottelu tulee toteuttaa *oikeudellisena-* erotteluna siten, että asiakkaiden varat ovat omistusoikeudellisesti erotettavissa sekä säilyttäjyhteisön että muiden asiakkaiden velkojia vastaan, eli asiakkaiden varat ovat konkurssioikeudellisesti erillisiä muiden asiakkaiden ja säilyttäjyhteisön kanssa.²⁶³

Varojen yksilöitävyyden periaate on yleisiä esineoikeudellisia periaatteita, mistä tavallisesti seuraa, että mikäli esimerkiksi tilivaroja säilyttäjyhteisö ei kirjaa hallussaan olevia varoja, erikseen kunkin asiakkaan osalta, tai mikäli nämä varat eivät ole millään tavoin tunnistettavissa tietylle asiakkaalle kuuluviksi varoiksi, niin useimpien oikeusjärjestysten siviilioikeudellisten normistojen mukaan nämä varat katsotaan säilyttäjyhteisön omaisuudeksi. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli asiakkaan tilivaroja säilyttävä säilyttäjyhteisö ajautuu maksukyvyttömäksi, katsotaan asiakkaan varat osaksi säilyttäjyhteisön konkurssipesää.²⁶⁴

Asiakkaiden varojen erottelun tarve vaikuttaa selkeältä tavoitteelta jo esimerkiksi keskusvastapuolen käytännön toiminnan kannalta. Kuten todettua, niin toiminnallinen- erottelu takaa, että asiakkaat saavat tarvittaessa heille kuuluvat varat nopeasti, sillä varat voidaan erottaa säilyttäjälle ja muille asiakkaille kuuluvista varoista. Toiminnalliseen erotteluun riittää siis, että varat ovat tunnistettavissa toisistaan nopeasti ja vaivattomasti. Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin katsottu, että oikeudellisen- erottelun kannalta esimerkiksi omnibustilit tarjoavat

²⁶¹ Haentjens 2020, s.22.

²⁶² (Omnibustilit) ovat yhteistilejä, joilla tilinhoitajat säilyttävät asiakkaidensa tilivaroja- ja arvopapereita omissa nimissään. Ks. Marjosola Lakimies 2/2012, s. 305.

²⁶³ Haentjens 2020, s.22; Priem 2020, s. 931.

²⁶⁴ Haentjens 2020, s.23.

oikeussuojan riittävänä erottelun tasona ainoastaan niillä lainkäyttöalueilla, jossa oikeussuojan taso on sama erottelun tasosta riippumatta.²⁶⁵ Esimerkiksi, kuten edellä alaluvussa 3.2.3 on tuotu esille, niin useiden Pohjoismaiden lainsäädännössä edellytetään, että pankkien ja rahoituslaitoksien on säilytettävä asiakkaiden tilivarat eroteltuna erillisille asiakastileille ja eri asiakkaille kuuluvat arvopaperit erillään.

4.2.2 Yksilöllinen asiakaserottelu ja omnibustilit

Matthias Haentjensin mukaan, jotta voidaan ymmärtää vakuudensaajan oikeudellista asemaa tilirahaa käytettäessä tarkemmin, on kiinnitettävä huomiota MIFID II- direktiivin 16 artiklan 9 kohtaan, jossa edellytetään, että sijoituspalveluyrityksen on asiakkaille kuuluvia varoja hallussa pitäessään, toteutettava riittävät järjestelyt asiakkaiden oikeuksien turvaamiseksi, sekä luottolaitoksia lukuun ottamatta²⁶⁶, estettävä asiakkaan varojen käyttö omaan lukuunsa.²⁶⁷ Lisäksi Haentjens on nostanut samassa yhteydessä esille, että komission delegoidun direktiivin 2017/593 2 artiklan 1 kohdan a) alakohdan säännöksessä puolestaan edellytetään, että jäsenvaltiot varmistavat, että sijoituspalveluyritykset pitävät kirjaa ja kirjanpitoa, joiden avulla ne voivat milloin tahansa ja viipymättä erottaa toisistaan yhden asiakkaan lukuun pidettävät varat minkä tahansa muun asiakkaan lukuun pidettävistä varoista ja omista varoistaan.²⁶⁸ Haentjensin mukaan nämä MIFID II-direktiivin ja delegoidun direktiivin 2017/593 säännökset ovat luonteeltaan ainoastaan hallinnolliseen sääntelyyn liittyviä, eivätkä ne ole yksityisoikeudellisesti harmonisoituja. Haentjens on katsonut, että mikäli näiden säännöksiä olisi tarkoitettu sitovan esim. ylempään tason arvopaperivälittäjiä ja keskusvastapuolia, niin

²⁶⁵ Priem 2020, s. 944.

²⁶⁶ Tässä yhteydessä Haentjens on nostanut esiin käteisvarojen osalta sen, että useimmilla Euroopan lainkäyttöalueilla sijoituspalveluyritykset eivät saa pitää asiakkaidensa puolesta käteisvaroja hallussaan, jotka liittyvät sijoituspalvelujen tarjoamiseen. Tämä johtuu siitä, etteivät nämä voi toimia pankkina ilman asianmukaista toimilupaa. Pankkeja koskeva poikkeus MIFID II-direktiivin 16 artiklan 9 kohdassa, jonka mukaan nämä saavat käyttää asiakkaiden varoja omaan lukuunsa johtuu puolestaan siitä, että niitä koskee erillinen velvollisuus turvata asiakkaidensa varoja. Sen sijaan sijoituspalveluntarjoajilla tämänlaista turvaamisvelvollisuutta ei ole. Lisäksi Haentjens on nostanut myös esiin, että PSD II-direktiivin 10 artiklan 1 kohdassa jäsenvaltioille on jätetty harkintavalta siitä, miten tämä käytännössä toteutetaan, sillä kyseisen kohdan mukaan jäsenvaltiot voivat valita toteutetaanko asiakkaiden varojen turvaaminen oikeudellisen erottelun vai vakuutuksen avulla. Ks. Haentjens 2020, s.78.

²⁶⁷ Haentjens 2020, s.78.

²⁶⁸ Haentjens 2020, s.78.

delegoidun direktiivin 2017/593 2 artiklan 1 kohdan a alakohdassa kiellettäisiin tosiasiallisesti omnibustilien käyttö.²⁶⁹

Haentjens on kiinnittänyt huomiota, että EMIR-asetuksen 39 artiklan 1–4 kohdasta löytyy sisällöltään hyvin samanlainen tarkoitus kuin edellä esitetyistä MIFID II-direktiivin 16 artiklan 2 kohdasta ja delegoidun direktiivin 2017/593 2 artiklan 1 kohdan a alakohdasta. EMIR-asetuksen 39 artiklan 1 kohta asettaa keskusvastapuolille velvoitteen pitää erillistä kirjausluetteloa ja tilejä, joiden perusteella se voi milloin tahansa viipymättä tunnistaa ylläpitämissään tileissä yhden määrityspuolen tiliin ylläpidetyt omaisuuserät²⁷⁰ ja positiot toisen määritysosapuolen tiliin ylläpidetyistä omaisuuseristä sekä omista omaisuuseristään. Tämän lisäksi artiklan 2 kohdan mukaan keskusvastapuolten on tarjouduttava pitämään erillistä kirjausluetteloa ja tilejä, joiden avulla jokainen niiden määritysosapuoli pystyy tunnistamaan keskusvastapuolen ylläpitämistä tileistä sekä omat omaisuuserät ja positionsa, sekä ne omaisuuserät ja positiot, jotka määritysosapuoli selvittää keskusvastapuolella asiakkaidensa puolesta. (*yhteisasiakaserottelu*). Lisäksi artiklan 3 kohdan mukaan keskusvastapuolten on tarjouduttava pitämään erillisiä kirjausluetteloita ja tilejä siten, että jokainen niiden määritysosapuolista voi selkeästi tunnistaa keskusvastapuolen ylläpitämistä tileistä tietyn määritysosapuolen asiakkaan tiliin ylläpidetyt omaisuusvarat ja positiot muiden asiakkaiden tiliin ylläpidetyistä omaisuuseristä ja positioista (*yksilöllinen asiakaserottelu*).

Lisäksi EMIR-asetuksen 39 artiklan 4 kohdassa varojen erillään pitämisen velvoite ulotetaan keskusvastapuolten lisäksi niiden määritysosapuoliin. Kyseisen kohdan mukaan määritysosapuolten on pidettävä erillistä kirjausluetteloa ja tilejä, joiden perusteella ne voivat erottaa sekä keskusvastapuolten ylläpitämässä että omissa tileissään omaisuuseränsä ja positionsa asiakkaidensa tiliin ylläpidetyistä omaisuuseristä ja positioista.²⁷¹ Täyttääkseen EMIR-asetuksen erotteluvaatimukset keskusvastapuolten on siis varmistettava, ettei

²⁶⁹ Haentjens 2020, s.27.

²⁷⁰ Yeowart– Parsons 2016, s.559. EMIR-asetuksen 39 artiklan 10 kohdan mukaan ”*Omaisuuserillä* tarkoitetaan positioiden kattamiseen tarkoitettua vakuutta, jotka sisältävät oikeuden siirtää kyseistä vakuutta vastaavia omaisuuseriä tai vakuuden rahaksi muuttamisesta kertyneen tuoton, mutta eivät sisällä maksukyvyttömyysrahastoon suoritettavia maksuja”.

²⁷¹ Haentjens 2020, s.32.

johdannaispositioita nettouteta eri tileillä olevien positioiden välillä, ja että vakuudet, jotka ovat kirjattu yhdelle tilille, eivät ole alttiita toisille tileille kirjattujen positioiden tappioille.²⁷²

Haentjensin mukaan sen enempää MIFID II-direktiivissä kuin EMIR-asetuksessa ei ole kummassakaan mainintaa siitä, mitä mahdollisia seurauksia näissä säädöksissä edellytetyllä erottelulla voi olla maksukyvyttömyystilanteessa. Tästä syystä Haentjens on katsonut, että säännöksillä pyritään ainoastaan *toiminnalliseen* -erotteluun. Tämä vahvistetaan hänen mukaansa myös jälkikäteen EMIR-asetukseen säädetyssä 39 artiklan 9 kohdassa, jonka mukaan vaatimus omaisuuserien ja positioiden erottelusta keskusvastapuolella täyttyy, mikäli omaisuuserät ja positiot kirjataan erillisille tileille, eri tileille kirjattujen positioiden nettoutus on estetty ja tilille kirjatut positiot kattaviin omaisuuseriin ei kohdistu jollekin toiselle tilille kirjattuihin positiioihin liittyvää tappioiden riskiä. Haentjens on katsonut, ettei 39 artiklan 9 kohdalla olisi merkitystä, mikäli olisi olemassa täysi oikeusvarmuus siitä, että kaikilla 39 artiklassa säädetyillä vaatimuksilla on yksityisoikeudellisia vaikutuksia keskusvastapuolen tai keskusvastapuolen määräytösapuolten maksukyvyttömyystilanteessa.²⁷³

EMIR-asetuksen mukaan keskusvastapuolien määräytösapuolilla on siis oikeus itse valita omnibustilin- yhteisasiakaserottelun ja yksilöllisen asiakaserottelun välillä. Tilivarojen yksilöllinen erottelu on kuitenkin keskusvastapuolille luonnollisesti sekä operatiivisesti hankalampaa että kustannuksiltaan kalliimpaa kuin omnibustilien -yhteisasiakaserottelu. Tästä syystä on myös luonnollista, että yksilöllisen asiakaserottelun valitsevilta peritään korkeampia selvityspalkkioita.²⁷⁴ EMIR-asetuksen 39 artiklan 7 kohdassa säädetäänkin, että keskusvastapuolien ja määräytösapuolien tulee julkistaa tarjoamansa tilivarojen erottelun suojan tasot, sekä erottelun tasoihin liittyvät eri kustannukset, sekä tarjota tällaisia palveluja kohtuullisin ehdoin.

Omnibus -erotteluun liittyvä epävarmuus koskee pääosin keskusvastapuolten määräytösapuolten asiakkaiden vakuuksien säilytystä keskusvastapuoliselvityksessä. Tämä johtuu siitä, että määräytösapuolten asiakkaat ovat epäsuorassa yhteydessä

²⁷² Yeowart– Parsons 2016, s.559.

²⁷³ Haentjens 2020, s.33.

²⁷⁴ Priem 2020, s. 917.

keskusvastapuoleen, eikä niiden välillä tavallisesti ole sopimussuhdetta. Määritysosapuolien asiakkailta on tyypillisesti sopimussuhde ainoastaan määritysosapuoleen. Esimerkiksi sähköyhtiö, joka suojaa sähkötuotantoaan johdannaisilla keskusvastapuolella välittäjänä toimivan pankin kautta, on ainoastaan pankin kanssa sopimussuhteessa.²⁷⁵ Sen sijaan määritysosapuolena toimiva pankki on sopimussuhteessa keskusvastapuolen kanssa. Tavallisesti pankki kerää yhteen useamman asiakkaansa selvitettävät johdannaissopimukset, jotka se selvittää keskusvastapuolella, ja toimittaa näihin liittyvät vakuudet yhdessä keskusvastapuolelle yhteisasiakaserotteluun perustuvalla omnibustilille. Mikäli määritysosapuoli menee konkurssiin, niin varojen sekoittuminen voi aiheuttaa tilanteen, jossa määritysosapuolen asiakkaiden varat katsotaan kuuluvaksi määritysosapuolen konkurssipesään. Tämä johtuu siitä, että määritysosapuolen asiakkaiden voi olla vaikea osoittaa, että mitkä määritysosapuolen omnibustilillä olevat varat kuuluvat niille.²⁷⁶ Tällaisessa tilanteessa määritysosapuolen asiakas voi joutua kilpailemaan saatavistaan määritysosapuolen muiden velkojien kanssa vakuudettoman velkojan asemassa.

Siitä huolimatta, että EMIR-asetus asettaa velvoitteet sekä keskusvastapuolille että määritysosapuolille pitää asiakkaidensa varat erotettuina omistaan, niin vaikuttaisi siltä, että näillä säännöksillä saavutetaan ainoastaan *toiminnallinen*-erottelu, joka ei saa aikaan haluttua oikeusvaikutusta kaikissa jäsenmaissa. Lisäksi, vaikka EMIR-asetus edellyttää, että keskusvastapuolen on varauduttava sopimuksella määritysosapuolen maksukyvyttömyyden varalta siten, että sillä on mahdollisuus käynnistää menettelyt maksukyvyttömällä määritysosapuolella tämän asiakkaiden tiliin ylläpidettyjen omaisuuserien ja positioiden siirtämiseksi toiselle määritysosapuolelle.²⁷⁷ Niin oikeuskirjallisuudessa on pidetty hyvin epävarmana sitä, että määritysosapuolien asiakkaat, joiden omaisuuserät on sijoitettu omnibustilille, voisivat todellisuudessa siirtää johdannaissopintojaan ja vakuuksiaan keskusvastapuolen määrittelemien suppeiden siirtomahdollisuuksien puitteissa.²⁷⁸ Lisäksi EMIR-asetuksen 48 artiklan 5 kohdan mukaan maksukykyinen määritysosapuoli on velvollinen hyväksymään

²⁷⁵ Priem 2020, s. 928.

²⁷⁶ Priem 2020, s. 931.

²⁷⁷ Hallituksen esityksen mukaan EMIR-asetuksessa ei määritellä, mitä positioilla tarkoitetaan, mutta positiot muodostuvat johdannaissopimukseen perustuvista oikeuksista ja velvoitteista. Asiakkaiden tiliin ylläpidetyissä muissa omaisuuserissä voi puolestaan olla kysymys esimerkiksi asiakkaille kuuluvista vakuuksista”. Ks. HE/114/2014 vp.

²⁷⁸ Yeowart– Parsons 2016, s.581.

maksukyvyttömältä määritysosapuolelta tämän asiakkaiden tiliin ylläpidettyjen omaisuuserien ja positioiden siirron sen lukuun vain, mikäli sillä on näiden asiakkaiden kanssa aikaisempi sopimussuhde, jonka perusteella se on sitoutunut hyväksymään ne.

Mikäli maksukyvyttömän määritysosapuolen tämän asiakkaiden tiliin ylläpidettyjen omaisuuserien ja positioiden siirtäminen maksukykyiselle määritysosapuolelle ei ole jostain syystä mahdollista. Keskusvastapuoli voi EMIR-asetuksen 48 artiklan 5 kohdan mukaan ryhtyä kaikkiin säännöissään sallittuihin toimenpiteisiin kyseisiin positioihin liittyvien riskiensä hallitsemiseksi, kuten maksukyvyttömän määritysosapuolen asiakkaidensa tiliin ylläpitämien omaisuuserien ja positioiden realisointiin. Sen sijaan EMIR-asetuksen 48 artiklan 7 kohdan mukaan asiakkaiden joko yhteisasiakaserottelun tai yksilöllisen asiakaserottelun perusteella tunnistettavissa olevat vakuudet on käytettävä yksinomaan kattamaan heidän tiliinsä ylläpidetyt positiot. Minkä lisäksi samassa kohdassa todetaan, että keskusvastapuolelle mahdollisesti jäävä ylijäämä on palautettava välittömästi näille asiakkaille, jos ne ovat keskusvastapuolen tiedossa, tai muussa tapauksessa määritysosapuolelle sen asiakkaiden tiliin. Toisin sanoen, sen jälkeen, kun maksukyvyttömän määritysosapuolen asiakkaiden johdannaissopimukset on suljettu ja jäljellä olevat keskinäiset saatavat ovat kuitattu, palauttaa keskusvastapuoli jäljelle jäävät johdannaissopimusten nettosaatavat takaisin maksukyvyttömän määritysosapuolen asiakkaidensa tiliin ylläpitämälle tilille, mikäli keskusvastapuolen tiedossa ei ole mille asiakkaalle kyseiset nettosaatavat kuuluvat.

Riskinä tällaisessa tilanteessa on, mikäli tilivarojen erottelussa on käytetty omnibustiliä, että määritysosapuolen asiakkaan johdannaissopimuksien nettosaatavat katsotaan sekoittuneeksi määritysosapuolen ja sen muiden asiakkaiden varoihin, jolloin ne ovat osa määritysosapuolen konkurssipesää. Käytännössä mikäli tällaisessa tilanteessa esimerkiksi johdannaissopimuksien nettosaatavien osalta nousee omistusoikeutta koskeva riita maksukyvyttömän määritysosapuolen asiakkaan ja maksukyvyttömän määritysosapuolen muiden velkojien kesken, saattaa sen ratkaisu olla riippuvainen siitä, mitä kansallista lakia asian käsittelevä jäsenvaltion tuomioistuin tai viranomainen soveltaa. Toisin sanoen, se saako määritysosapuolen asiakas tällaiseen nettosaatavaan omistusoikeuden vai ei, riippuu sovellettavasta kansallisesta laista.²⁷⁹

²⁷⁹ COM(2018)96 final, s.5.

5 Johtopäätökset

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää lainopillisin keinoin, minkälaiseksi keskusvastapuolen, sekä määritysosapuolten ja näiden asiakkaiden johdannaissopimuksiin liittyvä vastapuoliriski muodostuu voimassa olevan oikeuden mukaan sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä, kun vakuutena käytetään tilirahaa verrattuna siihen, että vakuutena käytetään vakuudettomia pankkitakauksia.

Tutkimuksen kysymyksenasetteluun ja näkökulmaan vaikutti merkittävästi se, että vakuudettomia pankkitakauksia on pidetty oikeuskirjallisuudessa lähes poikkeuksetta vakuudensaajan vastapuoliriskin kannalta epävarmempina vakuuksina kuin tilirahaa. Tämä johtuu siitä, että tiliraha tarjoaa vakuudensaajalle, kuten keskusvastapuolelle suorituksensaantioikeuden itse vakuuskohteena toimivaan tilirahaan. Tällöin keskusvastapuolella on käytössään nopeasti vakuus, mikäli keskusvastapuolen määritysosapuoli laiminlyö suorituksensa. Sen sijaan, mikäli keskusvastapuoli saa vakuudeksi ainoastaan pankkitakauksen, ottaa se samalla riskin siitä, että määritysosapuolen laiminlyödessä velvoitteensa, ei takaajana toimiva pankki täytäkään maksuvelvoitettaan ajoissa. Myös tämän tutkimuksen perusteella voidaan todeta, ettei ole epäilystä siitä, etteikö tiliraha tarjoaisi vakuudensaajalle, kuten keskusvastapuolelle paremman suojan vastapuoliriskin kannalta kuin vakuudeton pankkitakaus.

Tästä päästäänkin siihen, että tutkimuksen perusteella vaikuttaa vahvasti siltä, että käytettäessä tilirahaa vakuuskohteena, siirtyy vastapuoliriski keskusvastapuolelta ennemminkin määritysosapuolille ja vielä suurimmassa määrin näiden asiakkaille. Toisin sanoen, tutkimuksessa esitetyllä perusteella voidaan todeta, että vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttö sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä vaikuttaisi tarjoavan määritysosapuolille ja näiden asiakkaille vakuudenantajina oikeudellisesti paremman aseman kuin tilirahaa käytettäessä. Kuten tutkimuksessa on tuotu esiin, johtuu tämä ensinnäkin siitä, että johdannaissopirssien keskusvastapuolet tavallisesti edellyttävät, että niille vakuudeksi annettava tiliraha, tulee antaa joko omistusoikeuden siirron tai vakuusjärjestelyn perusteella. Mikäli määritysosapuoli asettaa vakuuden keskusvastapuolelle esimerkiksi omistusoikeuden siirtoon perustuvalla vakuudella, altistuu määritysosapuoli teoreettiselle vastapuoliriskille keskusvastapuolta kohtaan. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli keskusvastapuoli joutuisi maksukyvyttömäksi kuuluisi omistusoikeuden siirrolla annettu tiliraha keskusvastapuolen

selvitysmenettelyn piiriin. Tällöin vakuuden antaneella määräytösapuolella katsottaisiin olevan ainoastaan sopimusperusteinen saatava vakuudensaajalta, eli määräytösapuoli olisi vakuudettoman velkojan asemassa.

Vaikka sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuolista esimerkiksi Nasdaq Clearing AB joutui vaikeuksiin vuonna 2018 ja turvautui tästä syystä maksukykyisten määräytösapuolten lisärahoitukseen, kuten tutkimuksen alaluvussa 2.1.4 on esitetty. Niin vaikuttaisi kuitenkin siltä, että riski keskusvastapuolen makukyvyttömyydestä on ainakin tällä hetkellä melko teoreettinen. Esimerkiksi, kuten vuoden 2022 energiakriisi osoitti, ovat valtiot tarvittaessa valmiita ennemmin rahoittamaan vaikeuksiin joutuneita määräytösapuolia suojellakseen keskusvastapuolia ja välttääkseen järjestelmäriskien muodostumista ja siten uusien finanssikriisien syntymistä. Sen sijaan tutkimuksen perusteella voidaan esittää tilirahan vakuuskäyttöön liittyvän huomattavasti todennäköisempi riski, joka koskee käytännössä pelkästään määräytösapuolien asiakkaita tilanteessa, jossa niiden puolesta johdannaiskauppaa keskusvastapuolella käyvä määräytösapuoli ajautuu maksukyvyttömäksi.

Tämä on tutkimuksen perusteella seurausta siitä, ettei sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuolella käytettyjen omnibustilien yhteisasiakaserottelun oikeusvarmuus ole selvä. Minkä vuoksi on olemassa huomattava riski siitä, ettei omnibustilien yhteisasiakaserottelulla saavuteta kaikissa jäsenmaissa ja muissa johdannaismarkkinoiden kannalta relevanteissa oikeusjärjestelmissä vaadittavaa *oikeudellisen* -erottelun vaatimusta ja siten tavoiteltua oikeusvaikutusta. Omnibustilien yhteisasiakaserotteluun liittyvä oikeudellinen epävarmuus johtuu puolestaan sekä rahoitusvakuusdirektiivin soveltamista koskevasta täytäntöönpanollisesta ja tulkinnallisesta epävarmuudesta että puuttuvista lainvalintasäännöistä. Vaikka rahoitusvakuusdirektiivillä on käytännössä kielletty muodolliset vaatimukset jäsenvaltioiden välillä pätevän vakuusoikeuden saamiseksi. Voivat EU:n jäsenvaltiot kuitenkin rahoitusvakuusdirektiivin 3 artiklan mukaan asettaa rahoitusvakuuksia koskevia muodollisia vaatimuksia siltä osin kuin nämä toimet ovat välttämättömiä ja riittäviä hallussapidon tai valvontaa koskevan vaatimuksen täyttämiseksi. Tulkinnallista epävarmuutta kuitenkin aiheuttaa se, ettei rahoitusvakuusdirektiivissä mainita, mitkä toimet ovat välttämättömiä ja riittäviä vaatimuksen täyttämiseksi.

Mikäli esimerkiksi Pohjoismaissa tulkitaan rahoitusvakuusdirektiiviä siten, että tilivarojen erottelu erillisille tileille on välttämätön tilirahojen hallussapidon tai valvonnan vaatimuksen

täyttämiseksi, voi oikeudellisena riskinä olla, että vakuudenantajan varojen katsotaan sekoittuvan vakuudensaajan varoihin, mikäli varoja ei ole eroteltu erillisille tileille. Tämä puolestaan merkitsisi sitä, että omnibustilien -yhteisasiakaserottelun ei katsottaisi tällaisessa tilanteessa täyttävän tilivarojen *oikeudellisen*- erottelun vaatimusta. Tällöin riskinä on, että maksukyvyttömän määräytösapuolen asiakkaiden tilirahat, kuten johdannaissopimuksien nettosaatavat katsotaan sekoittuneeksi maksukyvyttömän määräytösapuolen ja tämän muiden asiakkaiden varoihin ja kuuluvan siten osaksi maksukyvyttömän määräytösapuolen konkurssipesää. Tutkimuksen mukaan omnibustilien yhteisasiakaserotteluun liittyviä riskejä lisää entisestään se, ettei tällä hetkellä ole oikeusvarmuutta siitä, mitä lainvalintasääntöä sovelletaan saatavan siirrosta kolmansille aiheutuviin vaikutuksiin, kuten johdannaissopimuksien nettosaataviin.

Tässä valossa ESMA:n näkemystä siitä, että vakuudettomien pankkitakausten vakuuskäyttö johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä lisää esimerkiksi oikeudellisia riskejä voidaan jollakin tasolla haastaa. On totta, että vakuudettomia pankkitakauksia käytettäessä keskusvastapuolella ei ole vakuutta, jonka se voi nopeasti käyttää, mikäli takaajana oleva pankki ei täytä takausta ajallaan. Kuitenkin samalla vaikuttaisi siltä, ettei first demand -ehtoiseen pankkitakaukseen liity samanlaisia lainsäädännöllisiä epävarmuuksia kuin tilirahan vakuuskäyttöön. Sillä first demand -ehtoisia pankkitakauksia tulkittaessa itse vakuussopimus on oikeuslähteenä merkittävä, eli sopimusosapuolet voivat disponoida siitä melko vapaasti. Toisaalta tässä yhteydessä on hyvä todeta, ettei tutkimuksen tarkoituksena ole esittää, että vakuudettomat pankkitakaukset olisivat ratkaisu esimerkiksi likviditeettiongelmissa kärsivien yritysten ongelmiin tai avain onneen, sillä kuten tutkimuksessa on todettu, niin tosiasia on, että saatavien turvaamiseksi ja takaamiseksi on oltava omaisuutta niiden vakuudeksi.

Tutkimuksen perusteella voidaan pikemminkin de lege ferenda esittää, että tulevaisuudessa EU:n lainsäätäjän tulisi keskittyä vähintään lainvalintasääntöihin liittyvän epävarmuuden ratkaisemiseen, jotta esimerkiksi juuri johdannaismarkkinoilla toimivat markkinatoimijat pystyisivät paremmin ennakoimaan, mitä lakia heidän vakuustransaktioihinsa sovelletaan ja mitkä ovat siten heille vakuustransaktioista seuraavat oikeusvaikutukset. Lisäksi jo nopeammalla aikavälillä oikeusvarmuutta voisi parantaa se, että omnibustilit kiellettäisiin siihen saakka, kunnes niihin liittyvät oikeudelliset riskit olisivat lainsäädännön tasolla ratkaistu. Vaikka tilivarojen yksilöllinen erottelu olisi keskusvastapuolille sekä operatiivisesti hankalampaa että kustannuksiltaan kalliimpaa ja nämä kustannukset luonnollisesti nostaisivat

jonkin verran asiakkaiden selvityskustannuksia. Niin tästä huolimatta vakuustransaktioiden kokonaiskustannukset saattaisivat alentua, sillä oikeusvarmuuden lisääntyminen keskusvastapuoliselvityksessä alentaisi todennäköisesti lainsäädännöllisestä epävarmuudesta johtuvia ylimääräisiä transaktiokustannuksia. Kuten tutkimuksessa on esitetty, aiheuttaa EU:n esineoikeudellisen lainsäädännön oikeudellinen epävarmuus tällä hetkellä yrityksille huomattavia transaktiokustannuksia.

Esimerkiksi, mikäli markkinatoimijat haluavat varmistua rajat ylittäviin vakuustransaktioihinsa liittyvistä oikeudellisista riskeistä joutuvat ne todennäköisesti hankkimaan oikeudellista neuvonantoa sitä koskien, mitä kansallisia lakeja saatavan rajat ylittävistä siirrosta kolmansille osapuolille aiheutuviin vaikutuksiin voitaisiin soveltaa. Tämän jälkeen niiden tulee käytännössä varmistaa omistusoikeutensa siirrettyihin saataviin noudattamalla näiden kaikkien lakien vaatimuksia. Lisäksi tässä yhteydessä on hyvä erikseen mainita, että Pohjoismaiden sähkön johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä markkinatoimijoiden, kuten määrätyösapuolten ja näiden asiakkaiden on EU:n jäsenvaltioiden lainsäädännön lisäksi huomioitava myös Norjan lainsäädäntö. Aikaisemmin tutkimuksessa käsitellyt Norjan korkeimman oikeuden ratkaisut HR-2017-1297-A ja HR-2020-837-A ovat myös oiva osoitus siitä, miten tärkeää saatavien yksilöinnin, kuten tilivarojen erottelun huomioon ottaminen on, mikäli riskinä on, että vakuuden pätevyys arviointi voi päättyä esimerkiksi juuri Norjan oikeuden arvioitavaksi.

Tutkimuksen mukaan vallitseva oikeudellinen epävarmuus ja oikeudellisten riskien pelko johdannaismarkkinoilla, saattavat pidemmän päälle johtaa myös siihen, että johdannaismarkkinoiden määrätyösapuoleet ja näiden asiakkaat pidättyvät kokonaan tällaisista liiketoimista, jolloin seurauksena on liiketoimintamahdollisuuksien menetyksiä ja tämä heikentää rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä ja johdannaismarkkinoiden likviditeettiä. Kuten mainittua, ovat oikeus ja talous jatkuvassa vuorovaikutuksessa keskenään. Siinä missä epäselvä ja puutteellinen lainsäädäntö saattaa hidastaa talouskasvua, toimii ihanteellinen lainsäädäntö taloudellisen kehityksen mahdollistajana. Koska oikeudellisilla instituutioilla on merkittävä asema talouskasvun edistämisessä, tulisi EU:n esineoikeudellista lainsäädäntöä kehittää pikemminkin siihen suuntaan, että se mahdollistaisi tulevaisuudessa jopa uusien vakuusmuotojen käytön. Tutkimuksen aikana kirjoittaja havaitsi, että varsinkin rahoitusalan ulkopuoliset toimijat, kuten esimerkiksi sähköyhtiöt voisivat hyötyä uudentlaisista

vakuusmuodoista, joilla ne voisivat paremmin hyödyntää liiketoiminnan luonteeseensa sopivaa ja kuuluvaa omaisuutta vakuutena.

Yhteenvedona tutkimuksen perusteella voidaan perustellusti todeta, että tiliraha tarjoaa vakuusmuotona keskusvastapuolelle odotetusti paremman suojan vastapuoliriskiltä kuin vakuudettomat pankkitakaukset. Sen sijaan selvää tutkimuksen perusteella näyttäisi olevan myös se, että tilirahan vakuuskäyttöön liittyy enemmän riskejä määritysosapuolien ja näiden asiakkaiden vastapuoliriskin kannalta kuin vakuudettomien pankkitakausten käyttöön. Kaiken kaikkiaan tutkimuksen perusteella suurimman vastapuoliriskin tilirahan vakuuskäytöstä johdannaismarkkinoiden keskusvastapuoliselvityksessä vaikuttaisi kantavan kuitenkin määritysosapuolien asiakkaat.

Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä korostaa, että tutkimus on toteutettu ainoastaan lainopillista menetelmää hyödyntäen, eikä apuna ole käytetty esimerkiksi empiirisiä tutkimusmenetelmiä, kuten laadullista tai määrällistä tutkimusta.²⁸⁰ Tästä syystä tutkimustulokset eivät ole yksissään millään tavalla luotettavia arvioimaan tilirahan ja vakuudettomien pankkitakauksien vakuuskäyttöä sähkön johdannaismarkkinoilla, sekä näihin vakuusmuotoihin liittyvää vastapuoliriskiä keskusvastapuolen, sekä määritysosapuolten ja näiden asiakkaiden kannalta.²⁸¹ Tutkimustuloksia voidaan pikemminkin hyödyntää aihepiiriin liittyvän voimassa olevan lainsäädännön kokonaisuuden hahmottamisessa, sekä nykyiseen lainsäädäntöön liittyvien epäkohtien, kuten tulkinnallisten epäselvien säännöksiä ja puuttuvien lainvalintasääntöjen arvioimisessa.

²⁸⁰ Ks. Ervasti 1998, s.367 ja 373.

²⁸¹ Ks. Ervasti 1998, s.367 ja 373.