

ARVOPAPERILAINAUS

Oikeustaloustieteellinen tutkielma

HELSINGIN YLIOPISTO
Oikeustieteellinen tiedekunta
Oikeustaloustieteen projekti 1999-2000
Professori Matti Heimonen

Pro-gradu -työ
Hannele Korhonen

URN:NBN:fi-fe20001116

SISÄLLYS

SISÄLLYS	I
LÄHTEET	III
LYHENTEET	IX
ALKUSANAT	X
1. JOHDANTO	1
1.1 MÄÄRITELMIÄ	2
1.2 TAUSTAA.....	5
1.3 TUTKIMUSMENETelmäSTÄ SEKÄ TUTKIMUKSEN TAVOITTEISTA.....	6
1.4 TUTKIMUKSEN RAJAUS.....	8
2. ARVOPAPERILAINAUSSOPIMUS	8
2.1 SOPIMUS OIKEUSTALOUSTIETEESSÄ.....	9
2.2 LAINAUSSOPIMUKSEN VAIHTOEHTOISET TOTEUTUSTAVAT	11
2.3 OSAPUOLET	12
2.4 LUOVUTUS, OMISTUSOIKEUDEN SIIRTO.....	13
2.5 PREEMIO	14
2.6 SOPIMUKSEN KESTO.....	14
2.7 VAKUDET.....	15
2.8 VÄLITTÄJÄN ROOLI.....	16
2.9 ARVOPAPERILAINAUKSEN PUITESOPIMUKSET.....	17
3. MOTIIVIT	19
3.1 SYITÄ KYSYNNÄLLE.....	19
3.1.1 Pörssi kauppojen selvitysvaikeuksien ehkäisy	20
3.1.2 Lyhyeksi myynnin mahdollistaminen.....	21
3.1.3 Arbitraasi	24
3.1.4 Arvopapereiden käyttö lainan vakuutena	25
3.1.5 Yhtiöveron hyvitys järjestelmän hyväksikäyttö	25
3.2 SYITÄ TARJONNALLE	28
4. ARVOPAPERILAINAUKSEEN LIITTYVÄT RISKIT	29
4.1 VASTAPUOLIRISKI.....	30
4.2 VAKUUSRISKI	32
4.3 JÄRJESTELMÄRISKI	32
4.4 OPERATIONAALISET RISKIT KANSAINVÄLISESSÄ LAINAUSTOIMINNASSA.....	33
4.4.1 Lainsäädäntö- ja verotusriskit	33
4.4.2 Valuuttariski	34

5. ARVOPAPERILAINAUKSEN TALOUDELLISET JA OIKEUDELLISET VAIKUTUKSET	35
5.1 VAIKUTUS RAHOITUSMARKKINOIHIN	35
5.2 VAIKUTUS OMISTUSOIKEUTEEN	36
5.3 ARVOPAPERIN TUOTTO	38
5.4 YHTIÖOIKEUDELLISET TOIMENPITEET	39
5.4.1 Osallistumis- ja äänioikeus yhtiökokouksessa	40
5.4.2 Rahastoanti ja uusmerkintä	43
5.4.3 Osakkeiden yhdistäminen, jakaminen tai nimellisarvon alentaminen	44
5.4.4 Lunastustarjous, ostotarjous, selvitystila ja konkurssi	45
6. ARVOPAPERILAINAUS SUOMESSA	47
6.1 SUOMEN LAINSÄÄDÄNTÖ	47
6.1.1 Arvopaperimarkkinalaki 4:5 a	47
6.1.2 Elinkeinotulon verottamisesta annettu laki 6 §	48
6.1.3 Varainsiirtoverolaki 15 §	49
6.1.4 Sijoitusrahastolaki 11-12 luvut	50
6.1.5 Lainsäädäntöhankkeet	50
6.2 SUOMEN ARVOPAPERILAINAUS KÄYTÄNNÖSSÄ	52
6.2.1 LEX-osakelainaus	53
6.2.2 HETIX-osakelainaus	56
6.2.3 Arvopaperikeskuksen osakelainaus	57
7. KANSAINVÄLINEN ARVOPAPERILAINAUS	57
7.1 KANSAINVÄLISEN LAINAUSTOIMINNAN ERITYISPIIRTEET	58
7.2 VERTAILUKOHTANA RUOTSI	59
7.3 KANSAINVÄLISET PUITESOPIMUKSET	62
7.3.1 <i>Overseas Securities Lending Agreement OSLA</i>	62
7.3.2 <i>European Master Agreement EMA</i>	63
8. DE LEGE FERENDA	64
8.1 SYITÄ LAINAUSMARKKINOIDEN KEHITYKSELLE.....	64
8.2 LAINSÄÄDÄNNÖN KRITIIKKI	66
8.2.1 <i>Epäkohdat</i>	67
8.2.2 <i>Kansainväliset paineet</i>	76
8.3 JULKISESTA EDUSTA	77
8.4 SOPIMUSVAPAUESTA	80

LÄHTEETKirjallisuus:

- Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki
Osakeyhtiölaki
WSOY, Porvoo 1997
- Arvopaperilainausseminaari -materiaali
Radisson SAS Hesperia 8.-9.9.1998
- Astola, Tiina
Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt
Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1990
- Back Office 2000 -seminaarin materiaali
Scandic Hotel Kalastajatorppa 9.3.2000
- Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C.
Principles of Corporate Finance
Fifth edition
The McGraw-Hill Companies Inc, USA 1996
- Brooks, Alison
International Securities Lending: Book I
The Successful Lender
Asset International, Inc., Greenwich 1992
- Brooks, Alison
International Securities Lending: Book II
The Role of Intermediaries
Asset International, Inc., Greenwich 1992
- Brooks, Alison
International Securities Lending: Book III
Borrowers And Their Motives
Asset International, Inc., Greenwich 1992
- Burke, Kevin – Martello, George
The Evolution of Securities Lending
Fabozzi, Frank J. (ed.)
Securities Lending and Repurchase Agreements
Frank J. Fabozzi Associates
New Hope, Pennsylvania 1997
- Hemmo, Mika
Sopimus oikeus I
Lakimiesliiton Kustannus, Jyväskylä 1997

- Hemmo, Mika
Sopimusoikeus II
Lakimiesliiton Kustannus, Jyväskylä 1997
- IOSCO
Securities Lending Transactions: Market Development and Implications
www.iosco.org
Poimintapäivä 10.10.1999
- Kaisanlahti, Timo
Osakkeen jakamattomuus ja osakkaan äänioikeuden perusta
Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.)
Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2, s. 81-101
Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998
- Kivimäki, T.M. – Ylöstalo, Matti
Suomen siviilioikeuden oppikirja, yleinen osa
Kolmas uudistettu painos
Werner Söderström Oy, Porvoo 1973
- Kolehmainen, Esa
Säilytyksessä olevan arvo-osuuden luovutuksesta
Tepora, Jarno (toim.)
Kirjoituksia varallisuusosoikeudesta muuttuvassa toimintaympäristössä, s. 77-
194
Forum Iuris - Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut
Hakapaino Oy, Helsinki 2000
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle
Osakeyhtiö
Edita, Helsinki 1997
- Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle
Osakeyhtiö
Edita, Helsinki 2000
- Kärävä, Simo – Riihimäki, Antti – Kärävä, Hannu
Pankkitoimen lakiasiat
Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998
- Lauha, Janne
OTC-johdannaiset ja Suomen oikeus
Suomen Pankin Keskustelualoitteita 4/96
Suomen Pankin monistuskeskus, Helsinki 1996
- LEX-osakelainaussopimukset
SOM Oy:n esite

- Linna, Tuula
Ulosottorealisoinnista de lege ferenda
Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 175
Vammala 1987
- Malkamäki, Markku – Vesala, Jukka
Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityspiirteet
Malkamäki, Markku (toim.)
Suomen rahoitusmarkkinat 1996, s. 13-36.
Suomen Pankin tutkimuksia A:99, 1996
Oy Trio-Offset Ab, Helsinki 1996
- Martikainen, Teppo
Rahoituksen perusteet
WSOY, Porvoo 1998
- Määttä, Kalle
Oikeustaloustieteen aakkoset
Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut
Hakapaino Oy, Helsinki 1999
- Patomäki, Heikki
The Tobin-tax: How to Make it Real. Towards a Socially Responsible and
Democratic System of Global Governance
Ulkopoliittinen instituutti – UPI working papers 13/1999
<http://www.upi-fiia.fi/upiwp13.pdf>
Poimintapäivä 17.4.2000
- Penttilä, Seppo
Verotus tietoyhteiskunnassa
<http://www.sitra.fi/tietoyhteiskunta/suomi/st21/sitra1812.htm>
Poimintapäivä 16.4.2000
- Rudanko, Matti
Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus
Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998
- Suomen Pankki
Suomen maksu- ja selvitysjärjestelmät
Suomen Pankki A:84, Helsinki 1992
- Svenska Fondhandlareföreningen
Värdepapperslån-moniste
11.11.1991
- Timonen, Pekka
Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.)
Näkökulmia oikeustaloustieteeseen, s. 129-159
Gaudeamus, Tampere 1996

Timonen, Pekka
Määräysvalta, hinta ja markkinavoima
Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997

Tolonen, Hannu (toim.)
Sopimusoikeudellisia kirjoituksia
Turun oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja
Karhu-Kopio, Turku 1997

Zitting, Simo – Rautiala, Martti
Esineoikeuden oppikirja, yleinen osa
Vammalan Kirjapaino Oy, Vammala 1963

Virallislähteet:

Harmaan talouden projektiryhmän loppuraportti
Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1/99
Helsinki 1999

HE 209/1997
Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta
sekä muuksi arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi

HE 218/1997
Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperien lainaussopimusten ja takaisinostosopimusten verotusta koskevaksi lainsäädännöksi

HE 31/1998
Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi varainsiirtoverolain 3 §:n ja 15 §:n
muuttamisesta

HE 99/1999
Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan
sekä selvitysjärjestelmän ehdoista ja laiksi arvo-osuustileistä annetun lain 5 a
§:n muuttamisesta

Repotyöryhmän muistio
Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1995:25
Valtiovarainministeriö vero-osasto

Suomen Pankkiyhdistyksen lainsäädäntöaloite valtiovarainministeriölle 26.10.1998

Sveriges Finansinspektionens Författningssamling
Finansinspektionens föreskrifter angående handel och tjänster på värdepappers-
marknaden FFFS 1991:2

Sveriges Riksdag
Regeringens Proposition 1990/91:142

Sveriges Riksdag
Näringsutskottets betänkande 1990/91:NU37

Artikkelit:

Arvopaperikeskus

4/98 Arvopaperikeskus info:

Osakelainaus turvaa kaupankäynnin jatkuvuuden

http://www.apk.fi/apkinfo4_98/osake.html

Poimintapäivä 7.8.1999

Brooks, Alison

A loan, a loan, my kingdom for a loan

www.assetpub.com/archive/gc/94-02gcsumme...mer94GC088.html

Poimintapäivä 7.8.1999

European Savings Banks Group

Master Agreement for Financial Transactions

Explanatory memorandum

http://www.fbe.be/f_e_ema.htm

Poimintapäivä 16.4.2000

ISLA News 6.2.2000

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

Poimintapäivä 16.4.2000

Kapanen, Ari

Aie osakelainauksen verohelpotuksista ajautui vastatuuleen

Taloussanomat 17.9.1999

Keinonen, Markku

Arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimukset: tausta, kirjanpito ja verotus

Verotus 1998:2; s. 153-175

Schrey, Asko

Suomi astuu osakelainauksessa sivistysmaiden joukkoon

Positio 1/1998; s. 2

Wilson, Kevin

Global Investor/IFL Rev Special Supplement, 10/1991, s. 5-23

Haastattelut:

Panu Jousimies
Pankkiiriliike Evli-Optiot Oy, markkinatakaaja
31.3.2000

Jarkko Karjalainen
Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto
18.4.2000

Jukka-Pekka Kärkkäinen
Varma-Sampo, salkunhoitaja
27.3.2000

Markku Savikko
Arvopaperinvälittäjien Yhdistys, toimitusjohtaja
23.3.2000

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
APK	Arvopaperikeskus
APVY	Arvopaperivälittäjien Yhdistys
EMA	European Master Agreement
EMU	European Monetary Union
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360
GESLA	Gilt Edged Securities Lending Agreement
GMSLA	Global Master Securities Lending Agreement
HEX Oy	Helsingin Pörssi
IOSCO	The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions
ISLA	International Securities Lenders Association
MEFISLA	Master Equity and Fixed Income Security Lending Agreement
OSLA	Overseas Securities Lending Agreement
OTC	Over the Counter
OYL	Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734
Rata	Rahoitustarkastus
SOM	Suomen Optiomeklarit Oy
TVL	Tuloverolaki 30.12.1992/1535
VSVL	Varainsiirtoverolaki 29.11.1996/931

Alkusanat

Tutkielmani aiheeksi valikoitui arvopaperilainaus Kalle Määtän ehdotuksesta kesällä 1999. Vaikka taival aiheen valinnasta valmiiseen työhön onkin ollut välillä epätoivon sävyttämä, haluan vilpittömästi kiittää häntä tästä ehdotuksesta. Osoittautui nimittäin, että aihe on todella mielenkiintoinen sisältäen paljon myös juridisia ongelmia niin kiinteästi kuin se arvopaperimarkkinoihin liittyikin. Matkan varrella selvinnyt karu totuus relevantin ja käyttökelpoisen lähdeaineiston hyvin vähäisestä määrästä osoittautui loppujen lopuksi siunaukseksi, näin uskon. Se nimittäin pakotti minut käyttämään omaa päätäni, eikä sitä voi koskaan oppia liikaa. Aihe osoittautui hyvin laajaksi, mutta yritin kuitenkin koota arvopaperilainauksesta yleisesityksen, vaikkakin suppean sellaisen.

Haluan myös lämpimästi kiittää lakimies Mirjami Kajanderia kaikista vuoden mittaan annetuista ohjeista ja neuvoista. Alkusyksystä tavatessamme hän kertoi arvopaperilainauksen olevan hänen “lempilapsensa”; läpi lukuvuoden jatkuneen oman tutkimukseni jälkeen voin melkein sanoa samaa omalta kohdaltani.

Tutkimuksen ydin on kaiken aikaa ollut oikeustaloustieteellinen näkökulma aiheeseen. Tämäkin osoittautui erinomaiseksi lähtökohdaksi nimenomaan arvopaperilainauksen tutkimisen kannalta – näkökulma mahdollisti (siinä missä lähteiden vähyys pakotti) oman pään käyttämisen argumentoinnissa. Sen jälkeen, kun on ymmärtänyt oikeustaloustieteen idean, se antaa loputtomat mahdollisuudet uudelle ajattelulle. Kuten Kalle Määttä aihetta antaessaan osuvasti sanoi: oikeustaloustiede on elämäntapa.

Helsingissä 2.5.2000

Hannele Korhonen

1. Johdanto

Arvopaperilaina¹ on Suomessa vielä melko tuore ja osin hieman tuntematonkin arvopaperikaupan instrumentti. Kansainvälisillä markkinoilla sitä on kuitenkin käytetty jo kauan – joidenkin tietojen mukaan jossain muodossa jo satoja vuosia. Tästä johtuen on luonnollista, että kansainvälinen sääntely ja käytäntö ovat Suomea edellä. Viime vuosina on kuitenkin myös Suomessa ollut vireillä keskustelu arvopaperilainauksen sääntelystä ja erityisesti verolainsäädäntöä on muutettu tarkoituksena mahdollistaa arvopaperilainauksen laajempi käyttö. Arvopaperilaina¹ on olennainen osa toimivia arvopaperimarkkinoita ja onkin sanottu, että siinä missä johdannaiset ovat markkinoiden moottori, ovat lainaussopimukset markkinoiden öljy.

Tämän tutkielman kantava kysymys koskee juuri Suomen ja kansainvälisen arvopaperilainauksen eroja, niiden syitä ja seurauksia. Osaltaan kirjoitus on siis vertailevaa, mutta – kuten oikeustaloustieteellinen tutkimus usein – tutkielma on myös osittain de lege ferenda –tutkimus. Lähtökohtana pidän sopimusvapautta ja sitä, että arvopaperilainauksen tulisi olla samaan tapaan vapaata kuin vaikkapa rahan lainaus, jossa rahalainan kysyntä ja tarjonta kohtaavat lainan koron ollessa hinta. Näin ei tilanne ole, vaan kuten jäljempänä käy ilmi arvopaperilainauksesta säädellään monin, sen käyttämistä (tai ainakin sen kannattavuutta) heikentävin säännöksin.

Rajoittavan sääntelyn taustalla on aiemmin ollut mm. halu estää oikeudettomien verohyötyjen hankkiminen esimerkiksi käyttämällä väärin osinkojen verotukseen liittyvää yhtiöveron hyvitysjärjestelmää. Voimassaoleva sääntely kuitenkin käytännössä lähes estää lainaksiottajan taloudellisen hyötymisen arvopaperilainauksella keskittyen lähinnä pörssikauppojen selvitystoiminnan edellytysten parantamiseen. Osakelinaussopimuksia voi pörssissä tehdä myös muutoin kuin toimitushäiriöiden kattamiseksi; sopimukset tehdään tällöin johdannaissopimuksina, jotka poikkeavat ehdoiltaan kansainvälisestä käytännöstä. Suomessa arvopaperilaina¹ on tällä hetkellä vähäistä ja Suomen lainausmarkkinat ovat eristyneet kansainvälisistä markkinoista.

¹ Securities lending, värdepapperslån.

Tutkimuksessani pohdin nykyisen lainsäädännön perustaa ja vaikutuksia tuoden esille samalla mahdollisia taloudellisesti tehokkaampia vaihtoehtoja.

Arvopaperilainauksen sääntelyn uudistuksen kannattajat perustelevat näkemyksiään mm. kansainvälistymisellä. Suomen kilpailukyky kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla vaatii toimivan lainausjärjestelmän, ja toimivan järjestelmän edellytyksenä taas on ulkomaisten osapuolten mukanaolo. Kun ulkomailla on tarjolla lainauspalveluja, vaativat ulkomaiset sijoittajat myös Suomesta samoja palveluja. Kansainvälinen kilpailukyky edellyttää kansainvälisen arvopaperilainausjärjestelmän kanssa yhdenmukaista järjestelmää myös Suomessa. Lisäksi Suomen markkinoiden pieni koko vaatii mukautumista kansainväliseen kehitykseen, koska vapaassa taloudessa arvopaperien lainausmarkkinat siirtyvät edullisimmille ja joustavimmille markkinoille. Myös yhteinen valuutta-alue on osaltaan lisäämässä yhdenmukaistamisen paineita.²

1.1 Määritelmiä

Arvopaperilainauksessa arvopaperien omistaja luovuttaa tilapäisesti arvopapereitaan niitä väliaikaisesti tarvitsevalle. Lainaus tapahtuu korvausta vastaan, ja lisäksi lainaksiantaja saa myös korvauksen mm. laina-aikana arvopapereille kertyneestä tuotosta. Lainaksiottaja sitoutuu palauttamaan samanlaiset arvopaperit lainaksiantajalle laina-ajan päättyttyä.

Kyseessä on ns. lajiesineen laina, koska lainaksiantajalle ei palauteta samoja vaan ainoastaan samanlaisia arvopapereita. Palautusvelvollisuus ei siis ole esinekohtainen vaan velvollisuudella on vain velvoiteoikeudellinen vaikutus. Arvo-osuusjärjestelmä mahdollistaa lainaustoiminnan kehittämisen, koska järjestelmässä ei erotella tai numeroida samanlaisia arvo-osuuksia. Lainaustoiminta olisi huomattavan paljon vaikeampaa, jos samanlaiset arvopaperit eroaisivat toisistaan. Koska luovutus-oikeustoimi ja palautusvelvollisuus ovat erillisiä oikeustoimia, ei lainausso-
pimusta voida pitää purkavaehtoisena kauppana, eikä toisaalta kyseessä ole myös-

² Suomen Pankkiyhdistyksen lainsäädäntöaloite, s. 1.

kään lainasta perinteisessä mielessä, koska Kauppakaaren mukaan lainalla tarkoitetaan vastikkeetonta oikeustointa, jossa lainansaajalla ei ole oikeutta luovuttaa lainaesinettä edelleen vaan vain oikeus käyttää sitä hyväkseen.³ Lainaussopimuksella lainaksiottaja saa kuitenkin lainaamiinsa arvopapereihin rajoittamattoman omistusoikeuden ja voi näin esimerkiksi luovuttaa ne kolmannelle.⁴

Arvopaperilainaussopimukseen liittyy vakuus, joka voi olla rahaa tai arvopapereita. Vakuuden arvon tulisi ylittää lainattujen arvopapereiden arvo ja vaihtelee kansainvälisessä käytännössä tavallisimmin 100-110 %:n välillä. Vakuus turvaa lainaksiottajan saamista sekä estää lisävakuuksien tarpeen lainatun arvopaperin pienten hinnanmuutosten johdosta.⁵

Arvopaperilainaus on lainsäädännön kannalta ongelma sen vuoksi, että se rakentuu useammasta perinteisestä siviilioikeudellisesta oikeustoimesta, jotka on koottu sopimuksella yhteen. Sopimusosapuolten oikeudellinen asema määräytyy vasta näin muodostuvan kokonaisuuden perusteella. Oikeustoimet ovat usein luonteeltaan toisensa kumoavia, ja omistusoikeuden tila on haluttu muuttaa vain sopimusajaksi. Omistusoikeuden siirtyessä edestakaisin joudutaan käyttämään erilaisia omistajan määritelmiä. Arvopaperilainaus onkin arvioitava lainsäädännön kannalta kokonaisvaltaisesti, ilman keskittymistä yksittäisiin kokonaisuuden osia muodostaviin oikeustoimiin. Kokonaisvaltaisessa arvioinnissa taloudellinen tavoite ja lopputulos ovat ratkaisevassa asemassa.⁶

Arvopaperilainaus muistuttaa ns. reposopimusta⁷ l. takaisinostosopimusta. Reposopimukseen sisältyy myynnin lisäksi molempia osapuolia velvoittava ostolauseke, ja takaisinostohinta sovitaan ensimmäisen luovutuksen yhteydessä. Sovitun ajan kulluttua ostaja myy saman määrän samanlaisia arvopapereita takaisin alkuperäiselle myyjälle. Kuten lainauksessakin, myös reposopimuksessa ostaja saa ostamiinsa arvopapereihin täyden omistusoikeuden. Ostaja saa korvauksen myynti- ja takaisinostohinnan erotuksena. Reposopimusta käytetään rahoituskeinona ennen kaik-

³ Laji- ja erityisesineistä Kivimäki – Ylöstalo 1973, s.222. Lainaussopimuksen oikeudellisesta luonteesta HE 209/1997.

⁴ HE 218/1997, s. 2. Rajoittamattoman omistusoikeuden siirtymisen vuoksi on nimitys "lainaus" hieman harhaanjohtava, osuvampaa voisi olla nimittää transaktiota esim. vuokraksi.

⁵ Brooks I 1992, s. 14-15.

⁶ Keinonen, s. 153.

⁷ Repo on lyhenne ja tulee englannin kielen sanoista "repurchase agreement".

kea lyhytaikaisiin rahoitustarpeisiin; sopimus vastaa rahaluottosopimusta, jonka vakuudeksi luotonottaja antaa arvopapereita. Takaisinostosopimuksia voidaan käyttää myös mm. eri pituisten lainojen korkoeron hyödyntämiseen sekä myös arvopaperilainauksen tapaan pörssikauppojen toimitusvaikeuksien ehkäisemiseksi.⁸

Arvopaperilainaus eroaa takaisinostosopimuksesta siinä, että lainaussopimuksen yhteydessä maksetaan lainaksiantajalle pelkästään lainaus*preemio* eikä varsinaista kauppahintaa lainkaan. Reposopimuksessa kauppahinta suoritetaan kokonaan, ja tämän lisäksi ostaja saa vielä korkohyvityksen sopimusajalta. Sopimusten yhteisiä piirteitä on mm. se, että kummankin sopimustyyppin perusehtoihin kuuluu alkuperäisen omistajan oikeus arvopaperin tuottoon sopimusajalta.⁹

Linaussopimus vastaa takaisinostosopimusta taloudellisesti, jos lainaussopimuksen vakuutena käytetään rahavakuutta, ja lainaksiottaja luovuttaa sen lainaksiantajalle. Takaisinosto- ja lainaussopimusten käyttö on eriytynyt siten, että lainaussopimuksia käytetään tyypillisesti osakemarkkinoilla, kun taas takaisinostosopimukset ovat yleisiä instrumentteja raha- ja velkakirjamarkkinoilla, näin on myös kansainvälisillä markkinoilla.¹⁰

Arvopaperilinaussopimus liittyy läheisesti myös johdannaissopimuksiin. Yksi harvoista Suomen lainaustuotteista LEX-osakelinaussopimus muodostuukin kahdesta nollahintaisesta termiinisopimuksesta, joista toinen päättyy heti ja johtaa arvopaperin luovutukseen. Arvopaperilinausta käytetään sitä paitsi kiinteässä yhteydessä johdannaisiin mm. suojautumiseen termiinien aiheuttamalta hintariskiltä.

Yleisesti johdannaissopimukset voidaan määritellä ”sopimuksiksi, joiden arvo johdetaan sovittun varallisuusesineen, hyödyke-erän, viitekurssin tai indeksin arvosta tai sen muutoksista”.¹¹ Juridisesti johdannaissopimukset ovat tulevaisuudessa toteutettavia kaupp- tai luovutusopimuksia, ja niiden keskeisin merkitys sopimuksen osapuolten kannalta on niiden ominaisuus tulevan hinnan määrittämisessä. Johdannaissopimukset eivät yleensä johda kohde-etuuksien konkreettiseen vaihtumiseen sopimusajan päättyessä, vaan useimmiten riittää, että sopimuksen päättyessä osapuolet

⁸ HE 218/1997, s. 1.

⁹ Keinonen, s. 154.

¹⁰ HE 218/1997, s. 2.

¹¹ Lauha 1996, s. 7.

suorittavat vallitsevan markkinahinnan ja sopimuksessa sovitun hinnan erotuksen. Termiinisopimus asettaa molemmille osapuolille velvollisuuden täyttää sopimuksen sen ehtojen mukaisesti sopimuksen päättyessä. Termiini eroaa optiosta siinä, että optio asettaa toiselle osapuolelle suoritusvelvollisuuden, mutta toiselle osapuolelle ainoastaan oikeuden täyttää sopimuksen tarkoittaman suorituksen.¹²

Sijoittaja, joka ei halua käyttää johdannaisia sijoitusstrategiassaan voi pidemmällä aikavälillä ilman arvopaperilainausa hyödyntää arvopaperin kurssinousun ostamalla arvopapereita, joiden hinta tulee sijoittajan näkemyksen mukaan nousemaan, ennen oletettua kurssinousua ja myymällä arvopaperit korkeampaan hintaan kurssinousun realisoiduttua. Ns. intraday-kaupassa voidaan kuitenkin hyötyä kurssilaskusta myös ilman lainausa myymällä aamulla osakkeita, joita ei omisteta, mutta jotka ostetaan vielä saman päivän aikana toimitusta varten markkinoilta. Arvopaperilainaus mahdollistaa hyötymisen arvopaperin hinnan laskusta pidemmällä aikavälillä ilman johdannaissopimuksia tarvitsematta omistaa kyseisiä arvopapereita.¹³

1.2 Taustaa

Arvopaperilainaus on kehittynyt arvopaperikaupan rinnalla ja on siis alkanut jo 1600-luvulla Amsterdamissa. Arvopaperikauppa kehittyi alunperin tarpeesta jakaa kauppalaivojen rahoituksen riskit; osuudet kauppalaivoista olivat vaihdettavissa, ja aluksi kauppaa käytiin kaduilla, kunnes ensimmäinen pörssi perustettiin vuonna 1611. Arvopaperikauppaan liittyi jo silloin läheisesti laskevien kurssien hyväksikäyttämisen mahdollistava lyhyeksi myynti, ja täten syntyi myös arvopaperilainaus turvaamaan myynnistä aiheutuvaa toimitusvelvollisuutta.¹⁴

Arvopaperilainaus kehittyi Iso-Britanniassa 1800-luvulla, mutta Lontooseen se saapui vasta 1960-luvulla. Yhdysvalloissa lainaustoiminta alkoi 1900-luvun alussa lyhyeksi myynnin myötä. 1960-luvulla lainausa käytettiin pääasiassa back officen

¹² Ibid.

¹³ Harmaan talouden projektiryhmän loppuraportti 1999, s. 117.

¹⁴ Burke – Martello 1997, s. 1.

oheistuotteena auttamaan pörssi kauppojen selvitystä.¹⁵ Kehitystä eri puolilla maailmaa on ajan mittaan leimannut epäluuloinen suhtautuminen lyhyeksi myyntiin ja sitä myötä myös arvopaperilainaukseen. Lyhyeksi myynti saattaa vääristää hintoja, sillä myyjä on pakotettu ostamaan markkinoilta myymänsä osakkeet mihin hintaan hyvänsä toimitusvelvollisuuden täyttämiseksi.¹⁶

Arvopaperilainaustoiminta on kuitenkin keskeinen osa markkinoiden toimivuuden ja ennen kaikkea niiden likvidiyden turvaamisessa. Se on myös tärkeä väline riskien hallinnassa ja tehostaa hinnanmuodostusta markkinoilla, koska arvopaperikauppoja voidaan lainaussopimusten ansiosta tehdä enemmän. Lainaussopimukset voivat myös lisätä vaihdantaa arvopaperimarkkinoilla, sillä lyhyeksi myynti mahdollistaa markkinaosapuolten tehokkaamman hyötymisen näkemyksistään laskevasta hintakehityksestä, eikä se johda lainauksen myötä välittömästi vaikeuksiin.¹⁷

1.3 Tutkimusmenetelmästä sekä tutkimuksen tavoitteista

Tutkielmani tulee olemaan *de lege ferenda* –tutkimus, joka onkin melko luonteva lähtökohta oikeustaloustieteelliselle tutkimukselle. *De lege ferenda* –tutkimus sijoitetaan yleensä oikeuspoliittisen tutkimuksen osaksi samalla kun tehdään rajanveto voimassa olevan oikeuden tutkimuksen, *l. lainopin* ja oikeuspoliittisen tutkimuksen välillä.¹⁸ Linna määrittelee väitöskirjassaan *de lege ferenda* –tutkimuksen *justifioivaksi* oikeuspoliittiseksi tutkimukseksi.¹⁹ *Justifioivalla* oikeuspoliittisella tutkimuksella kartoitetaan ja systematisoidaan valittavat tavoite- ja keinovalikoimat tietyn ongelman ratkaisemiseksi.

Olenaisena osana *de lege ferenda* –tutkimukseen kuuluu myös voimassa olevan lainsäädännön sisällön selvittäminen. Tämä on luonnollista, sillä on mahdotonta kri-

¹⁵ Ibid., s. 2-3.

¹⁶ Ibid., s. 3.

¹⁷ HE 218/1997, s. 4.

¹⁸ Timonen 1996, s. 131.

¹⁹ Linna jakaa oikeuspoliittisen tutkimuksen tehtävät kolmeen ryhmään: 1. lainsäädäntöprosessin a. kuvaaminen, b. selittäminen; 2. lakitekstin a. vaikutusten kuvaaminen, b. vaikutusten selvittäminen; 3. tarvittavan lainsäädännön *justifioiminen*. Linna 1987, s. 8-9. Timonen ei pidä näitä tehtäviä toisiaan pois-

tisoida normeja tai esittää niille vaihtoehtoja, ellei tiedä mitä lainsäädäntö tällä hetkellä asiasta sanoo, ja mitkä ovat tämänhetkiset vallitsevat asenteet ja mielipiteet. Tutkimuksessani voimassaolevan lainsäädännön tutkiminen onkin tärkeällä sijalla. Yksi syy de lege ferenda -tutkimusmenetelmän valinnalle oli se, ettei tässä tutkimuslajissa pääosa argumenteista tule kirjoitetusta laista, sen esitöistä tai kommentaareista. Linna erottelee neljä erilaista argumentaatiomuotoa sen mukaan, kuinka sidottua argumentaatio on. Eri muodot ovat: tavoite-keinosidottu -, tavoitesidottu -, keinosidottu – ja tavoitekeinoavoin de lege ferenda –tutkimus.²⁰ Argumentaation sidottuus kartoittaa sitä, kuinka paljon tutkija voi käyttää vapaita ja sidottuja argumentteja vapaan argumentaation salliessa kaikki sellaiset argumentit, jotka ovat loogisesti kestäviä ja relevantteja. Linna myös aiheellisesti muistuttaa, ettei edes tavoite-keinoavoin de lege ferenda –tutkimuksessa argumentaatio voi olla täysin vapaata, sillä lainsäädäntöehdotus on sidottava lainsäädäntöympäristöön, eikä ehdotus voi olla riippumaton voimassaolevasta oikeudesta.²¹ Kuitenkin tavoitteiden ja keinovalintojen ollessa vapaita, on normiehdotusten ja säännösvaihtoehtojen seuraamukseen perustuva argumentointi paremmin mahdollista de lege ferenda –tutkimuksessa kuin perinteisessä lainopissa tai –tulkinnassa. De lege ferenda –näkökulman käytölle ja argumentaation sidottuudelle ei oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa ole olemassa mitään kaavamaisista ratkaisua.²²

Omassa tutkielmassani en tule esittämään mitään konkreettisia säädösehdotuksia nykyisen lainsäädännön tilalle. Kuten sanottu tutkielmani tulee olemaan oikeustaloustieteellinen tutkimus, ja argumentit ovat suurelta osin taloustieteellisiä - oikeudellisia argumentteja kuitenkin unohtamatta. Linnan luokitusta mukaellen tutkimukseni tulee olemaan tavoite-keinoavointa tutkimusta, jossa ideana nimenomaan on voimassa olevan lainsäädännön epäkohtien selvittäminen sekä tehokkuusargumenttien kautta tapahtuva muutosehdotusten ja niiden tavoitteiden pohtiminen.

sulkevana vaan katsoo, että lainsäädännön vaikutusten kuvaaminen voi olla osa justifikaatiota. Timonen 1996, s. 135.

²⁰ Linna 1987, s. 21-22.

²¹ Ibid., s. 26-27.

²² Timonen 1996, s. 136.

1.4 Tutkimuksen rajaus

Arvopaperilainasta koskeva tutkielmani ei tarkoituksellisesti rajoitu tarkastelemaan ainoastaan Suomen arvopaperilainasta. Esityksen rakenteella pyrin tuomaan esiin sen, että Suomessa lainsäädännöllä sekä käytännössä toteutettu malli on vain yksi vaihtoehto monien joukossa, ja siksi esittelenkin ”Suomen mallin” vasta yleisen esityksen jälkeen. Tutkimukseni kartoittaa aluksi arvopaperilainaussopimusta ja sen piirteitä yleensä: sen toteutustapoja ja siihen liittyviä ehtoja. Tuon esiin arvopaperilainaussopimusten motiiveja lainaussopimuksen tekemiselle sekä sopimukseen liittyviä riskejä. Oikeustieteellistä esitystä ei voi kirjoittaa ilman tutkitun ilmiön vaikutuksia koskevaa lukua – luku esittelee lainaustoiminnan vaikutuksia rahoitusmarkkinoihin sekä sopimuksen vaikutuksia osapuolten oikeuksiin ja velvollisuuksiin. Tutkielma pyrkii käsittelemään arvopaperilainasta kokonaisuudessaan, mutta keskittyy paikoin osakelainauksen erityispiirteiden kuvaamiseen. Suomen arvopaperilainasta käsittelevässä luvussa käyn läpi lainsäädännölliset puitteet sekä lainauksen käytännön toteutuksen. Tämän jälkeen onkin hedelmällistä esitellä kansainvälinen malli, josta Suomen lainaustoiminta poikkeaa huomattavasti eristäen Suomen lainausmarkkinat kansainvälisistä markkinoista. Esimerkkimaana kansainvälisestä mallista olen poiminut Ruotsin, joka on usein ollut lainsäädännön mallimaa Suomelle. Lopuksi keskityn Suomen nykytilanteen kriittiseen arviointiin poimien siitä esiin muutoksia vaativia epäkohtia. De lege ferenda –osuudessa tarkastelen myös arvopaperilainauksen keskeistä merkitystä ja sitä koskevan lainsäädännön muuttamisen välttämättömyyttä niin yleisen kuin yksityisenkin edun turvaamiseksi.

2. Arvopaperilainaussopimus

Arvopaperilainaus on Suomessa sopimusperusteista, eikä laki sinällään aseta sopimukselle mitään muotovaatimuksia. Käytännössä kuitenkin lainauksen verotuksellinen kohtelu johtaa sopimusten tekemiseen Ratan hyväksymän sopimusmallin mukaisesti tai käyttämään vakioituja ehtoja. EVL 6 §:n mukaan nimittäin sopimuksessa on käytettävä Ratan vahvistamia sopimusehtoja tai ehdot on vakioitava optioyhte-

sön tai arvopaperikeskuksen säännöissä, jotta lainaustapahtumaa ei käsiteltäisi luovutuksena, eikä se realisoisi luovutusvoittoveroaa. Lainaussopimukset on lainkohdan mukaan myös selvitettävä selvitys- tai optioyhteisössä. Arvopaperilainaukseen liittyvät olennaisesti myös puitesopimukset, joita käytetään yksittäisten sopimusten pohjana.

2.1 Sopimus oikeustaloustieteessä

Oikeustaloustieteessä oikeutta arvioitaessa on lähtökohtana taloudellinen tehokkuus. Teorian pohjana on rationaalinen toimija, joka pyrkii maksimoimaan hyötynsä markkinoilla. Sopimus on työväline, jolla markkinoilla olevat toimijat vaihtavat hyödykkeitä. Sopimuksella toimijat myös pienentävät toimintansa riskitekijöitä ja lisäävät osapuolten luottamusta toisiinsa – sopimus siis lisää ennakoitavuutta markkinoilla toimivien osapuolten välillä.²³ Lähtökohtana on sopimusvapaus, joka tarkoittaa yksilöiden autonomiaa määrätä suhteistaan toisiin markkinaosapuoliin.

Täydellinen sopimus oikeustaloustieteen kannalta on sellainen tehokas sopimus, joka edistää optimaalisella tavalla osapuoltensa päämääriä. Myös julkisen vallan interventio perustellaan tehokkaasta sopimuksesta käsin: mikäli sopimus ei toteuta osapuolten tavoitteita tehokkaasti, on julkisen vallan puuttuminen oikeutettua.²⁴ Sopimus katsotaan tehokkaaksi taloustieteen kannalta, mikäli sen täyttämiskustannukset ovat pienemmät kuin täyttämisestä saatu hyöty. Ehdon täytyessä on osapuolten kannattavaa täyttää sopimus, kun taas päinvastaisessa tilanteessa on tehokkaampaa rikkoa sopimus. Tämä näkökohta on lainsäädännössä otettava huomioon sopimusrikkomuksen seuraamuksista säädettyä; vain siinä tapauksessa, että vastuu ylittää velalliselle sopimuksen täyttämisestä aiheutuvat kustannukset, on hänellä taloudellinen kannustin sopimuksen täyttämiseen. Sopimusvastuun tulisi sisäistää sopimusrikkomuksen kustannukset, jolloin vastuun on katettava vastapuolen menettämä hyöty.²⁵

²³ Sopimuksesta Tolonen 1997, s. 179-183.

²⁴ Ibid., s. 184.

²⁵ Rudanko 1998, s. 199.

Arvopaperilainaukseen liittyvät sopimukset ovat tyypillisesti ns. vakiosopimuksia, eli niiden ehtoja ei yleensä neuvotella yksityiskohtaisesti lainausosapuolten välillä vaan sopimuksissa käytetään standardoituja vakioehtoja. Suuri merkitys sopimuksia laadittaessa on myös erilaisilla mallisopimuksilla ja puitesopimuksilla, jollaisen Suomessa on laatinut APVY, ja jonka ehdot Rata on hyväksynyt. Suomessa on myös lainaussopimusten laissa säädettyjen vaikutusten edellytykseksi asetettu esim. Ratan hyväksymien sopimusehtojen käyttäminen. Vakiosopimuksia käytettäessä tulevat transaktiokustannukset yksittäistä sopimusta kohti halvemmiksi kuin yksilöllisten sopimusten kohdalla. Vakiosopimusten laadinnassa voidaan hyödyntää suurtuotannon etuja, mutta toisaalta asiakkaiden vaatimat erityispiirteet jäävät vakiosopimuksissa ottamatta huomioon.²⁶ Suomen arvopaperilainausmarkkinoita hallitseva tuote LEX-osakelainaussopimus on ehdoiltaan vakioitu HEXin säännöissä, ja tästä johtuen kaikki kaupankäynnin kohteena olevat LEX-sopimukset ovat samanlaisia. Tämän on katsottu takaavan osakelainauksen sujuvuuden ja luotettavuuden sekä tuovan markkinoille tarvittavaa likviditeettiä. Vakioiduilla sopimuksilla on myös ko. näkemys mukaan helpompi käydä kauppaa eli ne luovat toimivat jälkimarkkinat.²⁷

Linaussopimuksen ehtojen vakioinnin eduista huolimatta ei voida sivuuttaa kuitenkaan osapuolten tarvetta yksilöllisten sopimusten solmimiseen joissain tilanteissa. Laina-aika halutaan ehkä sopia vakioehdoista poikkeavaksi tai vakiosopimuksen tarkoittama kohde-etuuksien määrä (esim. LEX-sopimuksissa yhden lainaussopimuksen kohde-etuutena on 100 osaketta) on osapuolten kannalta epätarkoituksenmukainen. Vakioidut sopimukset eivät saisi tästä syystä olla ainoita markkinoilla olevia vaihtoehtoja vaan myös yksilöllisesti neuvoteltavien sopimusten (ns. OTC-tuotteet) tulisi olla lainsäädännöllisesti mahdollisia. Kansainvälisillä lainausmarkkinoilla OTC-lainat muodostavat suuremman osan markkinoista kuin vakioidut lainat. Tämänhetkisten LEX-sopimusten hallitsemilla kotimaisilla markkinoilla osapuolet eivät voi neuvotella haluamiaan sopimuksia ja esimerkiksi verolievennyksetkin, joiden perusteella lainausta ei pidetä verotuksessa luovutuksena, koskevat ainoastaan elinkeinonharjoittajia EVL:n mukaan. Taloudellisesti kannattavat sopimukset jäävät näin jopa tekemättä kokonaan.

²⁶ Määttä 1999, s. 51.

²⁷ LEX-osakelainaussopimukset, s. 7.

2.2 Lainaussopimuksen vaihtoehtoiset toteutustavat

Arvopapereiden lainausta voidaan harjoittaa joko omaan lukuun tai välittäjän kautta, jolloin lainaaja delegoi koko lainausoperaation välittäjälle ja antaa tälle suhteellisen vapaat kädet toteuttaa strategioitaan tehdyn sopimuksen puitteissa. Omaan lukuun harjoitettavassa ns. suorassa lainauksessa lainaksiantaja hoitaa itse kaiken päätöksenteon sekä lainauksen käytännön toimet. Tällöin tietysti lainaksiantaja saa myös koko tuoton itselleen tarvitsematta jakaa sitä välittäjän kanssa, mutta toisaalta kantaa myös kaiken riskin lainaksiantonsa onnistumisesta ja kannattavuudesta. Näiden äärivaihtoehtojen välillä on olemassa välivaihtoehtoja, joissa ainoastaan osa toiminnasta on delegoitu välittäjille.

Arvopaperilainausta harjoittavien välittäjien tekemiä lainaussopimuksia on käytännössä kahta eri tyyppiä; *principal-malli*, jossa välittäjä tulee suoraan lainaussopimuksen osapuoleksi ja näin kantaa myös suuren osan riskistä, sekä *agentti-malli*, jossa välittäjä toimii vain välittäjän roolissa, eikä tule siis sopimuksen osapuoleksi. Kansainvälisesti käytössä on yleisemmin *principal-malli*, koska kansainväliset asiakkaat usein haluavat sopimussuhteeseen jo aikaisemmin tuntemansa instituution kanssa. Tämä johtuu osin turvallisuussyistä, ja toisaalta näillä sopimuksia välittävillä instituutioilla on myös vakavaraisuutta kantaa vastapuoliriski. Välittäjien käyttämisestä suoraan sopimusosapuolena puoltaa myös se, että vakuustarpeen arvioimiseksi tarvitaan usein erilaisia riskiluokituksia, ja toisaalta esim. ulkomaisille rahastoille on saatettu asetettu rajoituksia, joiden mukaan ne saavat lainata arvopapereitaan vain tietyt kriteerit täyttävillä yrityksillä. *Principal-mallissa* on lisäksi se etu, että sopimusosapuolena toimiva instituutio voi lainata osakkeet myös pidemmäksi aikaa ja jakaa ne edelleen lyhyempinä lainoina esim. lainaksiottajien lyhytaikaisia selvitystarpeita varten. Sopimuksia tehdään *principal-mallissa* jokaista lainaa kohden kaksi. Ensimmäinen niistä solmitaan lainaksiantajan ja välittäjän välillä ja toinen välittäjän ja lainaksiottajan välillä. Tämä mahdollistaa varsinaisten osapuolten anonymiteetin ja välittäjä vastaa molemmille vastapuolille sopimuksen toteuttamisesta.²⁸

²⁸ Pankkiyhdistyksen lainsäädäntöaloite, s. 3.

Agentti-mallissa puolestaan lainaksiantaja ja lainaksiottaja kantavat pääosan sopimukseen liittyvistä riskeistä välittäjän toimiessa ainoastaan lainasopimuksen välittäjänä. Usein agenttina toimivan välittäjän lainaussopimuksissa välittäjä nimenomaisesti rajaa vastuunsa vain omiin laiminlyönteihinsä, joista välittäjä on vahingonkorvausvastuussa.²⁹

2.3 Osapuolet

Lainaksiantajat

Lainaksiantajia ovat ennen kaikkea suuret institutionaaliset sijoittajat, joilla on arvopapereita suuria määriä salkuissaan, ja jotka haluavat saada omistuksilleen lisätuottoa. Tällaisia ovat mm. eläkeyhtiöt, ja –kassat sekä vakuutusyhtiöt. Myös sijoitusrahastot lainaavat omistamiaan arvopapereita sääntöjensä puitteissa. Suomessa sijoitusrahastojen lainaksiantoa on säännelty sijoitusrahastolain 81 §:ssä. Sen mukaan rahastoyhtiö voi tehdä sijoitusrahaston arvopapereista lainaus- ja takaisinostosopimuksia tehokkaan omaisuudenhoidon edistämiseksi. Arvopapereiden lainaksianto kiinnostaa ennen kaikkea suurten salkkujen omistajia siksi, että tällaisissa salkuissa arvopaperilainauksen tuoma pienikin lisätuotto kannattaa transaktiokustannuksista huolimatta, kun taas pieniä määriä lainattaessa voivat transaktiokustannukset syödä koko lainauksesta saatavan hyödyn. Toisaalta Suomen tämänhetkinen verolainsäädäntökin mahdollistaa lainaksiannon ainoastaan elinkeinonharjoittajille siten, että yksityishenkilöiden lainaussopimuksia käsitellään verotuksessa tavanomaisena luovutuksena kun taas elinkeinonharjoittajien tekemiä lainaussopimuksia koskee EVL:n poikkeussääntö, jonka mukaan lainaussopimuksia ei ole tietyin edellytyksin käsiteltävä luovutuksina, eivätkä ne siis realisoi myöskään luovutusvoittoveroa.

²⁹ Brooks II 1992, s. 16.

Lainaksiottajat

Lainaksiottajien yhteinen piirre on tarve lainata arvopapereita toimitusvelvollisuuden kattamiseksi. Suuri lainauksen käyttäjäryhmä on markkinatakaajat. Markkinatakaajalla on velvollisuus antaa hinta arvopaperin myyjälle, ja mikäli kauppa syntyy siirtyy kaupan kohteena oleva arvopaperi ja sen mukana myös arvopaperin hintariski markkinatakaajalle. Markkinatakaajalla on myös velvollisuus antaa hinta tarvittaessa arvopaperin ostajalle. Markkinatakaajien tehtävänä on parantaa markkinoiden toimintaa; lisätä markkinoiden likvidiyyttä sinne, mistä sitä puuttuu. Markkinatakaaja ostaa, jos arvopapereilla on tarjontaa tai myy jos niillä on kysyntää. Tällainen kaupankäynti kuitenkin synnyttää riskejä, joilta on pysyttävä suojautumaan. Useissa tapauksissa markkinatakaajalla ei ole myymäänsä arvopaperia salkussaan, ja tässä tilanteessa arvopaperilainaus auttaa markkinatakaajaa täyttämään toimitusvelvoitteen.³⁰

Toinen ryhmä on arvopaperimarkkinoilla toimivat välittäjät. Välittäjät tarvitsevat arvopaperilainaukseen kattamaan toimitushäiriötilanteita, joissa arvopapereiden myyjä ei kykene toimittamaan ajoissa myymiään arvopapereita selvitystä varten. Jos välittäjä ei saa ajoissa kohde-etuutena olevia arvopapereita, se voi lainata nämä markkinoilta ja välttää sanktion kauppaketjun katkeamisesta. Arvopapereita lainaavat myös ainakin kansainvälisillä markkinoilla erilaisia sijoitusstrategioita hyödyntävät sijoittajat. Arvopaperilainaukseen tarvitaan mm. lyhyeksimyynnissä, kun myydään arvopapereita, joita ei omisteta, mutta toimitusvelvollisuus on kuitenkin täytettävä.

2.4 Luovutus, omistusoikeuden siirto

Arvopaperilainaus sopimukseen sisältyy täydellinen omistusoikeuden siirtyminen lainaksiottajalle. Lainaksiottaja voi laina-aikana käyttää yleensä kaikkia omistajalle kuuluvia oikeuksia. Omistusoikeus esineeseen tarkoittaa omistajan täydellistä valtaa siihen eli omistajalle kuuluvat kaikki ne oikeudet, joita siitä ei ole nimen omaisesti erotettu. Omistusoikeus on myös yksinomainen eli eksklusiivinen, joka tar-

³⁰ Schrey 1998.

koittaa sitä, että omistajalla on valta estää muita käyttämästä esinettä.³¹ Omistusoikeuden siirto on lainattujen arvopapereiden hyödyntämisen edellytys, ja tärkeimpänä ominaisuutena lainaustoiminnan kannalta voidaan pitää sitä, että lainaksiottaja voi luovuttaa arvopaperit pätevästi kolmannelle. Omistusoikeuden siirtyminen lainaksiottajalle asettaa kuitenkin suuria vaatimuksia vakuuksien hallinnalle, jotta lainaksiantajan oikeudet voidaan turvata häiriötilanteissa.

2.5 Preemio

Lainaksiottaja maksaa lainaksiantajalle lainaamistaan arvopapereista korvauksen laina-ajalta. Verrattuna rahan lainaukseen maksettu preemio on verrattavissa rahalainan korkoon. Preemion suuruuteen vaikuttaa yleensä arvopaperin likvidiys, ja vähemmän likvideillä arvopapereilla preemio on suurempi kuin arvopapereilla, joilla käydään vilkasta kauppaa. Tämä selittyy sillä, että likvideillä arvopapereilla tarjonta on suurempaa ja lainaksiantajia on runsaasti markkinoilla kun taas ei-likvidien arvopapereiden lainaksiantajia on toisinaan hyvinkin vaikeaa löytää. Kansainvälisesti preemiotasot ovat alhaisemmat kuin Suomessa – kun lainojen hinnat liikkuvat Suomessa 1-2 %:n välillä ovat vastaavat luvut ulkomailla n. 0,3-0,8 %, johtuen jo suuremmasta lainaussopimusten vaihdosta.³²

2.6 Sopimuksen kesto

Arvopaperisopimus voidaan tehdä määräajaksi tai toistaiseksi, jolloin osapuolet voivat irtisanoa sopimuksen haluamansa ajan kuluttua. Se, onko sopimus määräaikainen vai toistaiseksi voimassa oleva, vaikuttaa lainauksesta maksettavaan korvaukseen. Yleensä määräajaksi tehdystä lainaussopimuksesta maksettava korvaus on alempi kuin määräämättömäksi ajaksi tehdystä sopimuksesta maksettava. Tämä

³¹ Zitting – Rautiala 1963, s. 169.

³² Arvopaperilainausseminaari 1998, Torasvirran esitys.

johtuu siitä, että määräaikainen sopimus takaa lainaksiantajalle tietynsuuruisen tu-
lon, kun taas avoimessa sopimuksessa lopullista sopimuksen tuottoa ei voi etukäteen
tietää. Lisäksi määräaikaisia sopimuksia käytetään usein suurempien arvopaperimää-
rien lainaukseen kuin avoimia sopimuksia. Toisaalta määräaikaiset sopimukset kui-
tenkin vähentävät lainassa olevien arvopapereiden likvidiyyttä ja lainaksiantajan
mahdollisuutta saada niitä joustavasti takaisin tarvittaessa kaupankäyntiin. Näin
maksettava korvaus voi olla myös isompi määräaikaisissa lainoissa.³³ Sopimuksen
kestoon vaikuttaa merkittävästi lainsäädäntö, ja vaikka laeissa ei sinänsä asetettaisi-
kaan esteitä osapuolten vapaalle sopimiselle saattavat esim. verosäännökset ohjata
osapuolet käyttämään ainoastaan tietynpituisia laina-aikoja. Tämä on tilanne Suo-
messä; varainsiirtoverolain mukaan yli 10 päivän pituisista, pörssin ulkopuolisista
lainoista on maksettava varainsiirtovero.

2.7 Vakuudet

Lainaksiottaja joutuu asettamaan vakuuden turvaamaan velvoitteidensa suorittami-
sen. Vakuuden on tarkoitus vähentää lainaksiantajan riskiä. Mikäli lainaksiottaja ei
palauta lainaamiaaan arvopapereita, lainaksiantaja voi käyttää vakuudeksi asetetun
omaisuuden vastaavien arvopaperien ostamiseen markkinoilta takaisin. Vakuus on
arvoltaan yleensä noin 100 - 110 % kohde-etuutena olevien arvopapereiden markki-
na-arvosta. Koska markkina-arvot vaihtelevat suuresti lainaussopimuksen aikana, on
jatkuva vakuudenhallinta keskeistä osapuolten oikeuksien turvaamiseksi.

Arvopaperilinaussopimuksen osapuolten on seurattava päivittäin kohde-etuutena
olevan arvopaperin kurssikehitystä markkinoilla. Arvopaperin hinnan noustessa on
lainaksiottajan asetettava lisävakuus siten, että vakuuden arvo pysyy sovitussa ra-
joissa. Toisaalta kohde-etuuden hinnan laskiessa voi lainaksiottaja vaatia lainak-
siantajaa palauttamaan osan vakuutena olevasta omaisuudesta ja näin estää lainak-
siantajaa saamasta perusteetonta etua esim. korkotulojen muodossa.³⁴

³³ Brooks I 1992, s. 32-33.

³⁴ Ibid., s. 19.

Lainaksiottaja voi asettaa vakuudeksi monenlaista varallisuutta. Käteisen rahan ollessa vakuutena on seurattava kohde-etuuden hinnan lisäksi myös korkotasoa, jotta varmistetaan rahan arvon riittävyys suhteessa kohde-etuuden hintakehitykseen. Jos vakuutena on toisia arvopapereita, on vakuudenhallinnassa luonnollisesti näiden instrumenttien kurssikehitys olennaista. Omat vaatimuksensa luo myös se, jos vakuutena olevat arvopaperit ovat eri valuuttamääräisiä kuin kohde-etuusarvopaperit; esim. kohde-etuudet ovat euromääräisiä ja vakuusarvopaperit USD-määräisiä. Tällöin vakuuksien turvaamiseksi on seurattava arvopaperin hintakehityksen lisäksi valuuttakursseja. Vaikka lainaksiottajalla onkin velvoite asettaa lisävakuuksia kurssimuutosten vuoksi, ei riski ko. muutoksista ole kuitenkaan täysin lainaksiottajalla. On muistettava, että lainaksiantaja kantaa yksin riskin kurssien noususta siinä tapauksessa, että lainaksiottaja ei palauta lainaamiaan arvopapereita ja lainaksiantaja joutuu ostamaan ne markkinoilta sen hetkiseen hintaan. Tällöin on mahdollista, että kurssit ehtivät nousta yli asetetun vakuuden ennen kuin lainaksiantaja ehtii ostaa arvopaperit.³⁵

2.8 Välittäjän rooli

Lainaussopimuksen tekemiselle suoraan lainaksiantajan ja lainaksiottajan välillä on vaihtoehtona välittäjän käyttäminen. Arvopaperilainaussopimusten tekeminen välittäjän kautta vähentää sopimusosapuolten työtä, sillä välittäjän kautta tehdyssä lainauksessa osapuoli tekee ainoastaan yhden sopimuksen välittäjän kanssa, ja välittäjä hoitaa käytännön toimet. Lainaksiantajaa tai -ottajaa hyödyttää myös se, että sopimuksen vastapuoli on tuttu, ja ylimääräiset kustannukset vastapuolen arvioimiseksi sekä vastapuoliriskiін varautumiseksi jäävät pois. Välittäjä voi tarjota osapuolille monipuolisia palveluja, jotka helpottavat lainaustoiminnan ja sen aiheuttamien tuottojen sekä kustannusten seuraamista. Välittäjien keskittyessä arvopaperilainaussopimintaan niillä on myös lainausosapuolia enemmän ammattitaitoa arvioida vastapuolia, hallinnoida vakuuksia jne. Välittäjä voi tulla joko suoraan lainaussopimuksen osapuoleksi (principal-malli) tai toimia vain sopimuksen välittäjänä (agentti-

³⁵ Ibid., s. 20-21.

malli). Lainaussopimuksen osapuolena ollessaan on välittäjällä myös suurempi valta varsinaisen osapuolen salkkuun, vaikka toisaalta ollessaan ”vain” sopimuksen välittäjä, on välittäjä myös osapuolen neuvonantajana ja näin välillisesti tällöinkin päättämässä osapuolen operaatioista.³⁶

2.9 Arvopaperilainauksen puitesopimukset

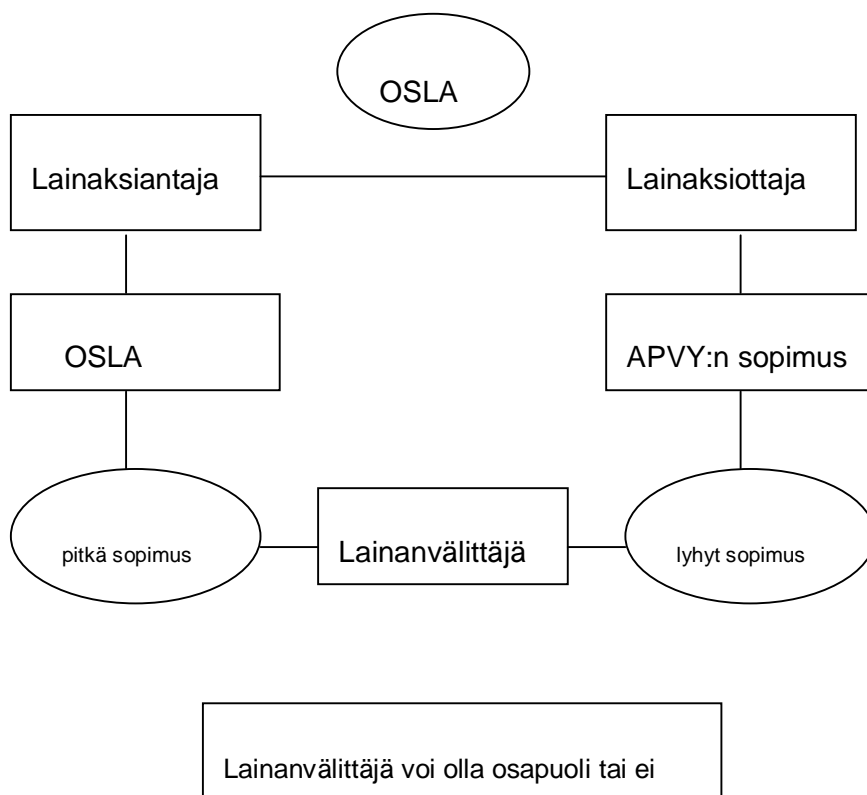
Arvopaperilainaussopimuksissa käytetään sopimuksen pohjana useimmiten jo olemassa olevia puitesopimuksia. Puitesopimuksella sovitaan toistuvien sopimussuhteiden kohdalla ehdoista, joita sovelletaan myöhempisiin yksittäisiin sopimuksiin. Puitesopimuksen käyttö helpottaa markkinaosapuolten asemaa siten, ettei jokaisen lainaussopimuksen ehtoja tarvitse erikseen osapuolten kesken neuvotella. Puitesopimukset vähentävät näin osapuolille aiheutuvia transaktiokustannuksia. Erityisesti kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla puitesopimuksilla on suuri merkitys, sillä kansalliset lainsäädännöt saattavat vaihdella hyvinkin merkittävästi ja tästä aiheutuva riskiä voidaan vähentää harmonisoimalla käytäntöjä puitesopimusten kautta.

Suomen arvopaperilainauksessa puitesopimusten merkitys on säädelty jo laintasoi-
sestikin, sillä Suomen verolainsäädäntö johtaa käytännössä Rahoitustarkastuksen hyväksymän puitesopimuksen käyttämiseen lainaussopimuksissa, ellei lainaussopimuksen ehtoja ole vakioitu arvopaperikeskuksen tai optioyhteisön säännöissä. AP-VY on vuonna 1998 laatinut lainaus- tai takaisinostossopimukseen käytettävät yleiset ehdot, jotka ovat saaneet Ratan hyväksynnän.

Kansainvälisillä markkinoilla yleisesti käytetty arvopaperilainauksen puitesopimus on OSLA (Overseas Securities Lenders' Agreement), jonka on laatinut ISLA (International Securities Lenders' Association). Sopimus on tosin uudistumassa GMSLA:ksi (Global Master Securities Lending Agreement). Kun OSLA:a käytetään lainaussopimukseen eri valtioissa sitä täydennetään useimmiten kansallisella liitteellä, jossa on voitu huomioida kansallisia erityispiirteitä. Uutuus puitesopimusten piirissä on myös Euroopan Pankkifederaation tekemä puitesopimus EMA (European

³⁶ IOSCO 1999, s. 22.

Master Agreement), jonka suhde OSLA:an ei ole vielä täysin selvä. Myös tämä sopimus vaatii soveltamiseen kansallisen liitteen.³⁷



Kaavio OSLAn ja APVY:n sopimusten käytöstä³⁸

Kaaviosta käy ilmi, että OSLA-sopimusta käytetään hyväksi sekä lainaksiantajan ja lainaksiottajan välisessä suhteessa että lainaksiantajan ja välittäjän välisessä suhteessa

³⁷ Back Office 2000 –seminaari, Savikon esitys.

³⁸ Ibid.

3. Motiivit

Lainaustoiminnan motiivit voidaan yleisesti jakaa arvopapereihin liittyviin motiiveihin sekä rahamotiiveihin.³⁹ Motiivi liittyy arvopapereihin silloin, kun lainaksiottaja tarvitsee väliaikaisesti tietyn määrän tiettyjä arvopapereita. Tämä voi liittyä esimerkiksi toimitusvaikeuksien ehkäisyyn tai lyhyeksimyynnin mahdollistamiseen (ns. shorttaus). Raha on motiivina vuorostaan silloin, kun lainaksiantaja tarvitsee arvopapereita vakuudeksi saadakseen lainaa. Tässä tilanteessa ei arvopapereiden lajilla ole välttämättä väliä vaan myös erilaiset arvopaperit voivat muodostaa lainan vakuuden. Markkinoilla käytetään tällaista lainaussopimusta rahoitusinstrumenttina, koska lainan kustannukset ovat yleensä tavallisen luoton kustannuksia pienemmät.⁴⁰ Lainaksiottajien ja –antajien tarpeet lainaukselle poikkeavat toisistaan, sillä lainaksiottajat tarvitsevat yleensä arvopapereita lainaksi lyhyemmäksi ajaksi ja lainaksiantajilla ei ole halua tehdä kovin lyhytaikaisia lainasopimuksia kasvavien transaktiokustannusten vuoksi.

3.1 Syitä kysynnälle

Lainaksiottajan motiivit arvopaperilainaukselle liittyvät usein sijoitusstrategiaan ja tiettyyn näkemykseen markkinoiden tulevasta käyttäytymisestä. Näkemys voi koskea esimerkiksi tietyn arvopaperin hintakehitystä. Lainaksiottaja voi hyödyntää markkinanäkemyksiään ja ansaita voittoja lainaamalla arvopapereita määrätyn ajaksi. Toissijaisesti lainaksiottaja voi käyttää arvopaperilainausta uhkaavien toimitusvaikeuksien estämiseen. Varsinkin isoilla markkinapaikoilla kuten Lontoon tai New Yorkin pörseissä lainaksiottajan motiivit liittyvät ensisijaisesti voitontavoitteluun, kun taas Suomessa lainausta käytetään arvopaperikauppojen selvitystoiminnassa.⁴¹ Motiiveja ohjaa luonnollisesti kunkin markkinapaikan kaupankäyntiä sää-

³⁹ “Securities-driven” ja “cash-driven”

⁴⁰ IOSCO 1999, s. 4.

⁴¹ LEX-osakelainausta voidaan hyödyntää myös erilaisissa sijoitusstrategioissa.

televä lainsäädäntö, ja Suomen voimassaolevan lainsäädännön taustalla on nimenomaan halu rajata lainaustoiminta pörssikauppojen selvitykseen.

3.1.1 Pörssikauppojen selvitysvaikeuksien ehkäisy

Pörssikauppojen selvitystoiminnan tarkoituksena on kaupan osapuolten velvoitteiden ja saatavien määrittäminen sekä täytäntöönpano. Vaikka velvoitteiden subjekteina ovat myyjät ja ostajat, kuuluu käytännön toteutus kuitenkin selvitysosapuolelle. Velvoitteiden sisältönä on kauppojen kohteina olevien arvopapereiden tai –osuuksien toimittaminen ostajalle sekä kauppahinnan maksaminen myyjille.⁴² Markkinoiden luonne ja koko vaikuttavat siihen, miten selvitystoiminta on järjestetty – kaupoista johtuvia velvoitteita kun ei voida täyttää kaupanteon yhteydessä. Pienillä markkinoilla voidaan käyttää perinteistä selvitysmuotoa, jossa jokainen kauppa selvitetään erikseen osapuolten kesken, kun taas suurilla markkinapaikoilla kauppojen volyymin kasvu ja kauppoihin liittyvien riskien hallinta ovat johtaneet ns. nettoutusjärjestelmien käyttöön.⁴³

Jos myyjällä on vaikeuksia toimittaa arvopapereita velvoitteensa täyttämiseksi, hän voi välttää toimitushäiriön lainaamalla tarvitsemansa arvopaperit lainaussopimuksella markkinoilta. Arvopaperilainausta on myös tärkeä väline markkinatakaajille tilanteessa, jossa heidän antamansa myyntitarjous johtaa toimitusvelvollisuuteen ja kyseessä on eräänlainen ”tahaton lyhyeksimyyni”.⁴⁴ Toimitusvelvollisuuden laiminlyönti voi käydä kalliiksi sanktioiden vuoksi, mutta toisaalta arvopaperilainaukseen ei ole ilmaista vaan aiheuttaa joskus merkittäviäkin kustannuksia. Toimitushäiriöiden aiheuttamat kustannukset arvioidaan kuitenkin suuremmiksi kuin lainauskustannukset, sillä toimitushäiriöistä aiheutuvien rahallisten kustannusten lisäksi myös välittäjän tai arvopaperin myyjän maine kärsii.

⁴² Rudanko 1998, s. 16-17.

⁴³ Suomen Pankki 1992, s. 153. Rudanko määrittelee nettoutusjärjestelmän seuraavasti: ”Nettoutuksessa kunkin osapuolen vastakkaisuuntaiset samaan arvopaperilajiin kohdistuvat oikeudet ja velvollisuudet yhdistetään yhdeksi nettomääräiseksi saatavaksi tai velvoitteeksi, ja samoin menetellään osapuolen rahasaamisten ja –velvoitteiden suhteen.” Rudanko 1998, s. 17.

⁴⁴ Brooks III 1992, s. 1.

Suomessa pörssin kaupankäyntisäännösten mukaan pörssissä tehty arvopaperikauppa on normaalisti selvitettävä T + 3 ajassa. Tämä tarkoittaa sitä, että kauppa on oltava selvitetty kolmantena päivänä kaupantekopäivästä, kuitenkin kaupantekopäivä pois lukien. Mikäli toimitus viivästyy, perii Arvopaperikeskus 2000 markan sanktiomaksun viivästyneestä toimituksesta. Arvopaperikeskuksen kauppojen toimituksia helpottava lainaustuote on käytettävissä ainoastaan toimituspuutteiden tai uhkaavien toimituspuutteiden ehkäisemiseksi.⁴⁵

Lisääntyneen kansainvälisen arvopaperikaupan myötä ovat myös kansainväliset yhteistyöjärjestöt antaneet suosituksia selvitystoiminnan menettelytapojen yhtenäistämiseksi. Mm. G30-ryhmä⁴⁶ on vuoden 1989 raportissaan rohkaissut markkinaosaapuolia käyttämään arvopaperilainausta, koska se voi tehostaa arvopapereiden toimitamista. Ryhmä suosittelee raportissaan myös verotuksellisten ja muiden lainausta vaikeuttavien esteiden poistamista.⁴⁷

3.1.2 Lyhyeksimyynnin mahdollistaminen

Arvopapereiden lyhyeksimyyni on keskeisin arvopaperilainausta vaativa sijoitusstrategia, jossa olennaista on laskevan markkinanäkemyksen hyödyntäminen. Arvopapereiden lyhyeksimyyni (ns. short selling) tarkoittaa arvopapereiden myyntiä tilanteessa, jossa myyjällä niitä ei syystä tai toisesta ole. Syitä voivat esimerkiksi olla 1) sijoittaja myy ostamansa arvopaperit, joita ei ole vielä toimitettu sijoittajalle; 2) sijoittaja myy arvopapereita, joita hänellä ei ole (joko tahallinen tai tahaton shorttaus) tai 3) sijoittaja myy arvopaperit, joita ei ole vielä osto-optiolla ostanut.⁴⁸ Lyhyeksimyyni voi siis liittyä sijoitusstrategiaan tai shorttaus voi olla myös tahatonta. Siinä missä arvopapereiden omistajan (ns. long position) salkun arvo nousee, kun arvopapereiden arvo nousee, hyötyy lyhyeksimyyjä (short position) arvopapereiden hinnan laskusta.

⁴⁵ Arvopaperikeskus info 4/98, s. 1.

⁴⁶ G30-ryhmä on yksityisten rahalaitosten muodostama yhteistyöryhmä, johon kuuluu kolmekymmentä kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla toimivaa rahalaitosta.

⁴⁷ Suomen Pankki 1992, s. 155.

⁴⁸ IOSCO 1999, s. 17.

Lyhyeksimyynnillä voi ansaita voittoa, jos sijoittajan näkemys siitä, että arvopaperin hinta tulee laskemaan on oikea. Yksinkertaistettuna: kun yleensä sijoitusstrategia tiivistetään muotoon ”buy low, sell high”, on lyhyeksimyynnissä vastaava strategia ”sell high, buy low”. Sijoittajan arvioidessa tietyn arvopaperin hinnan liian korkeaksi, ja samalla siis arvioi sen tulevan laskemaan tietyllä aikavälillä, hän voi myydä arvopaperit sen hetkiseen korkeaan hintaan. Hinnan aikanaan laskiessa sijoittaja voi ostaa myymänsä arvopaperit uuteen matalampaan hintaan ja saada välistä voittona korkean myyntihinnan ja halvemman ostohinnan erotuksen (vähennettynä kaupankäyntikuluilla). Koska arvopapereiden myynnistä kuitenkin seuraa toimitusvelvollisuus, ei myyjä voi viivyttää toimitusta siihen saakka kunnes hän saa ostettua arvopaperit halvemmallalla hinnalla markkinoilta. Tällöin sijoittaja voi hyödyntää arvopaperilainausta ja lainata myymänsä arvopaperit toimitusta varten. Mikäli myyjän saama hintapremio ylittää lainauksesta aiheutuvat kustannukset, on strategia ollut onnistunut ja taloudellisesti kannattava.

Sijoitusstrategiaan liittyvää arvopaperilainausta käyttävät ns. markkinaspekulantit. Vaikka yleensä spekulatioihin liitetään negatiivinen leima, on spekulanteilla markkinoilla olennainen tehtävä; spekulantit pyrkivät ansaitsemaan mahdollisilla hintavirheillä tilanteissa, joissa markkinat ovat jostain syystä hinnoitelleet jonkin instrumentin väärin. Spekulanttien toiminnan ansiosta tällaiset virhetilanteet huomataan, ja ne korjautuvat sitä mukaa kun niitä hyödynnetään. Spekuloinnissa on keskeistä spekuloidijan odotus/näkemys arvopaperin hinnan tulevasta muuttumisesta, minkä perusteella spekuloidija ottaa odotukseen perustuvan ns. avoimen position – arvopaperilainauksilanteessa ko. näkemys on laskevasta hintakehityksestä, ja spekulantti ottaa lyhyen position arvopaperiin.

Spekulantteihin, lyhyeksimyyniin ja sitä myötä myös arvopaperilainaukseen liitetty negatiivinen leima johtuu usein kurssimanipulaation pelosta. Arvopapereiden hinnoittelu saattaa vääristyä sen vuoksi, että myyjän on hankittava myymänsä arvopaperit markkinoilta mihin hintaan hyvänsä. Kurssimanipulaatiolla eli arvopaperien hintatason vääristämisellä tarkoitetaan keinotekoista vaikuttamista arvopapereiden hintoihin. Manipulaatio voidaan toteuttaa tekemällä arvopaperikauppoja, joilla pyritään vaikuttamaan arvopaperin markkinahinnan kehitykseen. Lisäksi arvopapereiden hintoja voidaan vääristää esim. antamalla vääriä tietoja markkinoille. Hinta voi vääristyä lyhyeksimyynnin myötä sen vuoksi, että lainaksiottajalla on toimitusvel-

vollisuuden vuoksi ehdoton velvollisuus ostaa lainattu arvopaperi markkinoilta, oli sen hinta ostohetkellä mikä hyvänsä.⁴⁹

Lyhyeksimyynnistä aiheutuu spekulantille rajaton riski, ellei tämä suojaudu siltä millään. Lyhyeksimyynnillä mahdollisesti ansaittava voitto on rajallinen, mutta tappio voi kasvaa rajattomasti. Tämä johtuu siitä, että lyhyeksimyynnillä ansaitaan rahaa laskevien kurssien kautta, ja voitto on maksimissaan silloin, kun arvopaperin hinta laskee nolnaan, ja arvopaperin aiemmin kalliimmalla myynyt saa hankittua ko. arvopaperin halvimmillaan ilmaiseksi markkinoilta toimitusvelvollisuuden täyttämiseksi. Toisaalta taas lyhyeksimyynnissä tappiot aiheutuvat kurssien noususta, ja periaatteessa kurssit voivat nousta kuinka paljon tahansa. Rajatonta riskiä voidaan pienentää suojaamalla positiota vastakkaisen suuntaisilla markkinatoimenpiteillä, jolloin hintakehityksen ollessa täysin päinvastainen spekulantin odotuksiin nähden, voidaan pitkällä positiolla vähentää lyhyestä myynnistä aiheutuvien tappioiden määrää.

Kuten pitkällä positiolla voidaan suojata lyhyttä positiota tietyssä arvopaperissa, voidaan lyhyeksimyyntiä käyttää puolestaan pitkän position suojaamiseen hinnanalaskun aiheuttamilta riskeiltä. Vastakkaissuuntaisen position ottaminen hajauttaa riskiä, ja kompensoi väärän näkemyksen aiheuttamia tappioita. Kun erilaisista sijoituskohteista muodostetaan portfolio, se vähentää sijoituskohteiden riskiä; lopullinen portfolion koostumus riippuu luonnollisesti sijoittajan riskinottohalukkuudesta. Eri-laiset sijoituskohteet valitaan sen mukaan, kuinka suuri taipumus niillä on liikkua samansuuntaisesti – salkun suojaustilanteessa valitaan kaksi mahdollisimman erisuuntaisesti käyttäytyvää sijoituskohdetta.⁵⁰ Pitkän ja lyhyen position kohdalla näiden kahden strategian tuotot liikkuvat täysin vastakkaissuuntaisesti.

⁴⁹ Kurssimanipulaatiosta Astola 1990, s. 124-127.

⁵⁰ Riskin hajauttamisesta esim. Martikainen 1998, s. 74-76.

3.1.3 Arbitraasi

Lyhyeksi myyntistrategia saattaa toisaalta usein olla osa markkinaneutraalia näkemystä. Markkinaneutraalilla strategialla sijoittaja pyrkii hyötymään tiettyjen arvopapereiden suhteellisista hinnannuutoksista, eikä siihen välttämättä liity yleisempää oletusta koko markkinoiden liikkeistä. Markkinaneutraali strategia pyrkii keräämään markkinoilta voittoa riippumatta siitä, mihin markkinat kokonaisuudessaan kehittyvät.⁵¹

Arbitraasi tarkoittaa sitä, että hyödynnetään saman instrumentin hintaeroa eri markkinoiden välillä. Arbitraasissa on kyse tietynlaisesta suojautumisesta markkinariskiä vastaan siten, että sijoittaja yrittää varmistaa tietyn suuruisen voiton. Puhdas arbitraasi on riskitöntä, sillä se poistaa kohde-etuuksien hinnoitteluvirheitä hintamuutosten ja vallitsevien hintojen hetkellisten erojen aikana. Tästä on kysymys myös johdannaisissa – markkinaosapuolet haluavat jakaa ja muotoilla riskejä uudelleen. Johdannaissopimuksella sijoittaja voi etukäteen määritellä tulevaisuudesta riippumattoman hinnan haluamalleen arvopaperille. Johdannaissopimuksessa siis määritellään riskille hinta ja johdannaissopimuksen tarkoittaman riskin kantaa se, joka uskoo riskinoton kannattavan. Johdannaiset perustuvatkin nimenomaan siihen, että sijoittajien näkemykset tulevaisuudesta sekä riskinottohalu vaihtelevat.⁵²

Useat arbitraasistrategiat vaativat toteutukseensa arvopaperilainausta. Tavallisesti arbitraasin hyödyntäminen arvopaperimarkkinoilla toteutetaan siten, että tiettyä arvopaperia ostetaan halvalla yksillä markkinoilla ja myydään korkeammalla hinnalla samaa arvopaperia toisilla markkinoilla. Tämä ei välttämättä tapahdu samaan aikaan, jolloin arvopaperit on lainattava toimitusta varten. Toisaalta myös ns. veroarbitraasi on mahdollista arvopaperilainauksen kautta. Veroarbitraasin ideana on se, että ulkomaalaisten verotus on erilaista verrattuna kotimaisiin sijoittajiin. Esimerkiksi suomalaisten yritysten jakamiin osinkoihin liittyvään yhtiöveron hyvitysoikeuteen on oikeus vain Suomessa yleisesti verovelvollisilla sijoittajilla. Verosäännösten

⁵¹ IOSCO s. 17.

⁵² Lauha 1996, s. 9-10.

harmonisointi on tosin vähentänyt mahdollisuuksia hyötyä eri valtioiden välillä valitsevista verolainsäädäntöeroista.⁵³

3.1.4 Arvopapereiden käyttö lainan vakuutena

Arvopaperivarallisuutta – kuten muutakin omaisuutta - voidaan käyttää lainan vakuutena. Vaikka sijoittajalla olisikin suuria määriä pääomaa saattaa päivittäinen rahoitustarve ylittää tämän pääoman määrän moninkertaisesti. Jatkuvan rahoitustarpeen suuruus myös vaihtelee merkittävästi päivittäin riippuen suoritetuista markkinaoperaatioista. Tästä johtuen sijoittajat joutuvat lainaamaan varoja rahoittaakseen ns. pitkän positionsa eli arvopapereiden hankinnan aiheuttamat kustannukset. Rahoitusvajeen kattamiseen käytetään yleensä takaisinostosopimuksia, mutta myös arvopaperilainaussopimukset ovat käyttökelpoisia instrumentteja.⁵⁴ Esimerkiksi Alankomaissa on ollut jo kauan käytössä järjestelmä, jossa arvopapereita omistavat yritykset lainaavat ne pankille, joka käyttää arvopapereita omien vastuidensa vakuutena.⁵⁵ Arvopapereiden lainaaminen lainaksiottajalle tämän vastuiden vakuudeksi tulee kyseeseen ainoastaan luotettavien, mahdollisimman riskittömien lainaksiottajien kanssa, sillä mikäli lainaamisessa jouduttaisiin tässäkin tilanteessa käyttämään suuria vakuuksia esim. arvopapereiden muodossa ei transaktiosta olisi juuri hyötyä.

3.1.5 Yhtiöveron hyvitysjärjestelmän hyväksikäyttö

Suomessa, kuten joissain muissakin maissa, on käytössä yhtiöveron hyvitysjärjestelmä, joka tarkoittaa sitä, että osinkoa maksava yritys maksaa osingosta veron osakkaan puolesta, eikä hänen tarvitse maksaa veroa lainkaan, koska yhtiön maksama vero luetaan osakkaan hyväksi.⁵⁶ Arvopaperilainaussopimuksen ehtojen mukaan

⁵³ IOSCO, s. 18.

⁵⁴ Ibid., s. 19.

⁵⁵ Wilson, s. 17. Järjestelystä käytetään termiä “*lending deposit*” tai hollanniksi “*leendepot*”.

⁵⁶ Martikainen, s. 42-43.

sopimuksen voimassaoloaikana osakkeenomistajalle maksettu osinko kuuluu lainaksiantajalle. Koska osinko kuitenkin maksetaan lainaksiottajalle hänen omistusoikeutensa perusteella, joutuu hän hyvittämään osingon määrän lainaksiantajalle.⁵⁷

Kaikki osakkeenomistajat eivät ole oikeutettuja hyvitykseen. Hyvitys on rajattu vain Suomessa yleisesti verovelvollisiin, ja lisäksi mm. verovapaat yhteisöt on suljettu järjestelmän ulkopuolelle.⁵⁸ Osakelainauksen kautta voidaan hyvitysjärjestelmää kuitenkin käyttää oikeudettomasti hyväksi ns. veroarbitraasin kautta. Veroarbitraasissa sellainen yhteisö, joka ei ole hyvitykseen oikeutettu lainaa osakkeensa osingonmaksun ajaksi hyvitykseen oikeutetulle taholle. Lainaksiottaja nostaa osingon ja käyttää hyvityksen sekä maksaa lainaksiantajalle korvauksen menetetyistä osinkotulosta sekä osan yhtiöveron hyvityksestä. Jos lainaksiottaja voi vähentää maksamansa korvauksen verotuksessa, on lainaksiottajalle loppujen lopuksi hyvitetty osinkoa jakavan yrityksen vero kokonaan, vaikka hänen verotettava tulonsa ei ole samaan aikaan lisääntynyt.⁵⁹

Suomessa tuloverolain 31 §:n mukaan sopimusaikana kertynyttä osinkoa kutsutaan *sijaisosinkoksi*. Sitä käsitellään sekä lainaksiantajan että lainaksiottajan verotuksessa kuten oikeaa osinkoa, eli lainaksiantaja on oikeutettu sijaisosinkojen perusteella yhtiöveron hyvitykseen, mutta lainaksiottaja ei saa vähentää osinkoa omassa verotuksessaan.⁶⁰ Taloudellisen omistajan käsite sekä läpäisyperiaatteen tulo sopimussuhteisiin johtuu sijaisosingon rinnastamisesta tavalliseen osinkoon. Läpäisyperiaate tarkoittaa sitä, että sijaisosingon saajaa verotetaan samaan tapaan kuin, jos lainatuista osakkeista maksettu osinko olisi maksettu suoraan hänelle.⁶¹

Esimerkki havainnollistaa asiaa:

Yhtiön maksama osinko eräännyy laina-aikana ja lainaksiottaja, jolla osakkeet ovat, on oikeutettu sekä osinkoihin että yhtiöveron hyvitykseen. Oletetaan osingon suuruudeksi 100 ja yhtiöveron hyvitys (vuonna 1999) $100 * 7/18 = 39$. Lainaksiottaja on velvollinen maksamaan lainaksiantajalle sijaisosingon eli 100 ja lainaksiantajan tuloksi jää 39. Koska maksettua sijaisosinkoa ei saa vähentää menona verotuksessa lainaksiottajaa kuitenkin verotetaan summasta 139 eli vero

⁵⁷ Keinonen, s. 171.

⁵⁸ HE 218/1997, s. 5.

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ Kainonen, s. 172 ja HE 218/1997, s. 7.

(1999) on $139 * 28 \% = 39$. Lopputulos on sama kuin jos osakkeita ei olisikaan lainattu, eli lainaksiantaja saa sijaisosinkona hänelle kuuluvan osingon ja yhtiöveron hyvitys, jonka lainaksiottaja saisi muuten oikeudettomasti, poistetaan lainaksiottajalta sijaisosingon vähentämiskiellolla.

Sijaisosinkomalli on kehitetty veroarbitraasin estämiseksi. Kuten edellä todettiin, sääntelyn myötä lainaksiottajan maksama sijaisosinko on tälle vähennyskelvoton meno, eikä tämä voi vähentää sijaisosinkoa silloinkaan, kun hän myy osakkeet laina-aikana kolmannelle ja saa näin mahdollisesti verotettavaa myyntivoittoa.⁶² Sijaisosingon vähennyskelvottomuus ei kuitenkaan tällaisessa tilanteessa välttämättä ole perusteltua, sillä lainaksiottaja joutuu maksamaan sijaisosingon lainaksiantajalle, vaikka hän ei itse ole osinkoa saanutkaan myytyään osakkeet eteenpäin (esim. lyhyeksimyntitilanteet). Tällöin vähennyskelvottomuus itse asiassa aiheuttaa sen, että lainaksiottaja kärsii tappiota lainaussopimuksen tekemisestä yhtiöveron hyvityksen suuruisen summan.

Esimerkki

Markkinatakaaja on myynyt osakkeita, joita ei omista ja kattanut toimitusvelvollisuuden lainasopimuksella. Osinko irtoaa jälleen laina-aikana, mutta lainaksiottaja ei saa osinkoa, koska osakkeet on luovutettu eteenpäin. Lainaksiottaja joutuu tästä huolimatta maksamaan lainaksiantajalle sijaisosingon, jota hän ei saa vähentää kuluna verotuksessa. Osinko on tässäkin tapauksessa 100 ja yhtiöveron hyvitys 39. Kun lainaksiottajaa verotetaan samalla tavalla kuin edellisessäkin esimerkissä 39 verran, hän jää tämän verran tappiolle jäätyään ilman yhtiöveron hyvitystä.

Ongelmaa ei tosin hyvin toimivilla markkinoilla ainakaan teoriassa ole, sillä tällaisilla markkinoilla osakkeen hinta nousee ennen osingon irtoamista laskeakseen taas osingon verran irtoamisen jälkeen. Tässä tapauksessa lainaksiottaja saa maksamastaan sijaisosingosta kompensaaion sitä kautta, että maksamaton osinko näkyy myynnin osalta luovutushinnassa ja hän voi hankkia osakkeet osingon irtoamisen jälkeen markkinoilta osingon verran halvempaan hintaan.⁶³

Ennen verolakien muuttamista vuonna 1998, verottajan tekemissä tutkimuksissa tuli esille tapauksia, joissa verovapaat yhteisöt olivat lainanneet osakkeita palkkiota

⁶² HE 218/1997, s. 8.

⁶³ Osingon irtoamisen vaikutuksesta osakkeen hintaan esim. Brealey – Myers 1996, s. 422-427.

vastaan verovelvolliselle, joka sai käyttää hyväkseen yhtiöveron hyvityksen. Tämän lisäksi verovelvolliset saivat vähentää toimintaan liittyvät kulut ja osakelainauspalkkiot. Tällaisessa tilanteessa yhdenkertainen verotus ei toteutunut, eikä tilanteeseen voitu puuttua myöskään jälkiverotuksella, koska lainaus ei sinänsä ollut lainvastainen teko, jolla olisi pyritty vapautumaan suoritettavasta verosta. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmän väärinkäytösepäilyjen jälkeen tehty esitys lainsäädännön muuttamiseksi johti lainmuutoksiin.⁶⁴

3.2 Syitä tarjonnalle

Sijoittajan työ ei suinkaan lopu arvopapereiden ostoon, vaan ostotransaktion jälkeen arvopapereita omistavan tahon huomio kiinnittyy ostetun omaisuuden mahdollisimman tehokkaaseen hyödyntämiseen. Kaksi huomioitavaa seikkaa ovat tällöin ns. corporate governance ja arvopaperilainaus. Corporate governance tarkoittaa osakkeenomistajien etujen valvomista yhtiön asioista päätettäessä, sillä osakeyhtiöissä omistus ja yrityksen johtaminen ovat eriytyneet.

Arvopaperilainauksella kyetään hyödyntämään omistettuja arvopapereita ja ansaitsemaan niillä lisätuottoa tarvitsematta kuitenkaan myydä niitä. Lainauksesta saatu tuotto ei riipu markkinoiden kehityksestä vaan on ns. markkinaneutraalia tuottoa, ja lainaksiantaja usein hakeekin pieniriskistä tuottoa mahdollisimman pienellä vaivalla.⁶⁵ Arvopaperilainaus tarjoaa pitkäaikaiselle sijoittajalle mahdollisuuden ansaita ylimääräistä tuottoa salkussaan olevilla arvopapereilla. Arvopapereiden arvonnousta koitunut voitto on mahdollista realisoida vasta arvopaperin myynnin yhteydessä, ja omistussuhteen aikana omistaja voi saada tuottona ainoastaan yhtiön maksamat osingot (sekä muut omistusoikeuteen liittyvät edut esim. rahastoanti). Varsinkin suuret institutionaaliset sijoittajat, joilla on salkuissaan suuria määriä arvopapereita, eivätkä käy niillä aktiivisesti kauppaa tavoittellessaan pitkän aikavälin tuottoja, voivat parantaa merkittävästi salkkunsa tuottoa lainauksen kautta.

⁶⁴ Harmaan talouden projektiryhmän loppuraportti 1999, s. 118-119.

⁶⁵ Back office 2000 –seminaari, Ollikaisen esitys ja Kuusiston esitys.

Pitkäaikaista omistusta ilman aktiivista kaupankäyntiä kutsutaan ns. passiiviseksi strategiaksi. Suuren omistusosuuden säilyttämisen motiivina voi olla esimerkiksi tietyn suuruisen ääniosuuden turvaaminen yhtiössä. Vaikka lainauksen tuotto on markkinoiden liikkeistä riippumatonta ja sinänsä riskitöntä, on kuitenkin itse sopimuksen aiheuttamat riskit mm. vastapuoliriski huomioitava.

Lainaksiantajille arvopapereiden lainaksianto voidaan nähdä lisäksi keinona alentaa säilytysmaksuja. Säilyttäjäyhteisöt perivät tarjoamistaan arvo-osuuksien säilytyspalveluista korvauksen, joka pienentää salkun omistajalleen tuomaa vuosittaista tuottoa. Kun arvopaperit ovat lainassa lainaksiottajalla, lainaksiantajan ei tarvitse maksaa säilytyskuluja laina-ajalta, jonka aikana omistetut arvopaperit ovat pois arvo-osuustililtä.

4. Arvopaperilainaukseen liittyvät riskit

Arvopaperisijoituksiin liittyy aina riski sijoituksen arvon alenemisesta. Arvopaperivaihdantaan liittyy lisäksi muita taloudellisia riskejä johtuen siitä, että itse arvopaperikauppa, kaupan kohteena olevan arvopaperin luovutus sekä kauppahinnan maksu tapahtuvat eri aikoina. Riskit johtuvat joko sopimuskumppanista tai toisaalta järjestelmän teknisestä toimintakyvystä tai oikeudellisesta perustasta. Myös arvopaperilainaukseen liittyy sopimuksen luonteen vuoksi monia riskejä. Riski tarkoittaa epävarmuutta tulevaisuuden tapahtumista, ja tätä riskiä pyritään hallitsemaan joko suojautumalla siltä erilaisten johdannaissopimusten kautta tai käyttämällä esim. vakuuksia sopimuksen täyttämisen varmistamiseksi. Se, että lainaussopimuksen myötä arvopapereiden omistusoikeus, mukaan luettuna oikeus siirtää arvopaperi kolmannelle, siirtyy lainaksiottajalle aiheuttaa lainaksiantajalle riskin arvopapereiden palauttamatta jäämisestä. Mikäli sopimus on kansainvälinen, eli osapuolet ovat eri valtioista, saattavat erilaiset kansalliset lainsäädännöt sekä valuuttavaihtelut myös lisätä omalta osaltaan riskiä sijoituksen kannattamattomuudesta. Riskejä pyritään pienentämään mm. riittävien vakuuksien asettamisella; vakuudet ovat olennaisia jo siitä syystä, ettei tuomioistuimessa kyetä sopimuksen perusteella velvoittamaan luontais-

suoritukseen eli arvopapereiden palauttamiseen vaan ainoastaan rahalliseen korvaukseen sopimusrikkomuksesta.

4.1 Vastapuoliriski

Vastapuoliriski⁶⁶ tarkoittaa yleisesti sopimuksen osapuolen riskiä siitä, ettei sopimuksen vastapuoli kykene suoriutumaan sopimuksen mukaisista velvoitteistaan joko lainkaan tai suorittaa ne vain osittain. Tyypillisesti riski toteutuu vastapuolen konkurssin yhteydessä. Arvopaperilainauksessa vastapuoliriski liittyy kahteen vastapuolen suoritukseen. Lainaksiantajan on hallittava sekä kohde-etuutena olevien arvopapereiden palauttamisen sekä laina-aikana omistusoikeuteen perustuvien etuuksien (esim. osinko) korvaamisen synnyttämä epävarmuus. Arvopaperilainaus sopimuksella omistusoikeus siirtyy lainaksiottajalle kokonaisuudessaan sopimuksen sisältäessä ”ainoastaan” velvoitteen lainaksiottajalle palauttaa laina-ajan jälkeen saman määrän samanlaisia arvopapereita lainaksiantajalle. Koska omistusoikeus siirtyy täysin ei lainaksiantajalla ole vaatia lainaamiaan arvopapereita takaisin (ns. luontais suoritus) vaan hänen on tyydyttävä nostamaan sopimusrikkomuskanne tuomioistuimessa ja tätä kautta vaadittava korvausta vastapuolelta velvoitteiden rikkomisesta. Tilanne on sama omistusoikeuteen perustuvien etuuksien kohdalla.

Sopimusrikkomuskanteen menestyminen on epävarmaa ja vie resursseja sekä aikaa; nopeatempoisille arvopaperimarkkinoille tällainen menettely sopii huonosti. Tämän vuoksi se, että lainaksiantajalla on mahdollisuus saada korvausta menetyksistään kanneteitse ei poista vastapuoliriskin merkitystä. Vastapuoliriski sisältää lisäksi riskin vastapuolen maksukyvyistä. Jos lainaksiottaja menee konkurssiin tai on muuten maksukyvytön tilanteessa, jossa lainaksiantaja vaatii korvausta velvoitteiden rikkomisesta, ei edes kanteen menestyminen tuo välttämättä lainaksiantajaa tyydyttävää ratkaisua. Vaikka lainaksiottaja palauttaisikin lainaamansa arvopaperit viivästyneenä, saattaa lainaksiantajalle aiheutua vahinkoa viivästyksestä. Tämä on tilanne esim. silloin, jos lainaksiantaja on jo tehnyt jatkosopimuksen lainatuista arvopapereista, ja

⁶⁶ Vastapuoliriskistä käytetään myös nimitystä luottoriski, esim. HE 209/1997 yleisperustelujen luvussa ”Arvopaperiluovutuksiin ja selvitys toimintaan liittyvät riskit”.

suorituksen viivästyminen saattaa johtaa myös lainaksiantajan sopimusrikkomukseen jatkosopimuksessa. Sopimusrikkomus voi aiheuttaa seuraamuksena mm. sopimussakkoja.⁶⁷

Arvopaperilainauksesta aiheutuvia riskejä pyritään vähentämään tai ainakin hallitsemaan eri tavoin. Arvopaperilainaussopimuksen osapuolilla saattaa olla useita eri lainaussopimuksia samanaikaisesti. Tällaisessa tilanteessa osapuolet voivat käyttää nettoutusmenettelyä, jossa osapuolten väliset kaikki oikeudet ja velvoitteet yhdistetään. Vastapuoliriskiä hallitaan myös riittäväillä vakuuksilla. Vaikka lainaksiottaja kantaa suurimman osan arvopaperin hintakehityksen aiheuttamasta riskistä, on kuitenkin lainaksiantajalla hintariski silloin, jos lainaksiottaja laiminlyö palauttaa lainaamansa arvopaperit, ja lainaksiantaja joutuu esim. oman sopimusvelvoitteensa täyttämiseksi ostamaan arvopaperit markkinoilta sen hetkiseen hintaan. Olennaista vastapuoliriskin hallitsemisen kannalta on luonnollisesti varmistua ennen sopimuksen tekoa vastapuolen luotettavuudesta. Toinen keino on hajauttaa lainaustoimintaansa useiden eri osapuolten kesken, jolloin yhden sopimuskumppanin laiminlyöntien merkitys kokonaisuuden kannalta pienenee.⁶⁸

Suomen lainsäädännössä on pyritty vähentämään vastapuoliriskiä säätämällä osapuolten oikeuksista ja velvollisuuksista insolvenssitilanteissa.⁶⁹ Lain perusteella lainaussopimuksen osapuolten ennen konkurssia tehtyyn lainaussopimukseen liittyvät oikeudet ja velvollisuudet ovat konkurssin ulkopuolella, mikäli sopimus selvitetään määrittelyssä selvitys- tai optioyhteisössä. Säännös antaa turvaa lainaussopimuksen osapuolelle mahdollista vastapuolen konkurssia vastaan säätämällä, että ”ennen konkurssin alkamista syntyneet velvoitteet saadaan nettouttaa konkurssin estämättä ja nettoutus sitoo sopijapuolen ja selvitysjärjestelmän osapuolen konkurssissa”.⁷⁰ Myös tällä säännöksellä asetetaan määrätyt selvitys- ja optioyhteisöt muita mahdollisia sopimusten selvittäjiä parempaan asemaan.⁷¹

⁶⁷ Vastapuoliriskistä ibid.

⁶⁸ Yleisesti käytetty ohje kansainvälisesti onkin ”Know your counterparty”, Brooks I 1992, s. 47.

⁶⁹ Laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista 1084/1999.

⁷⁰ HE 99/1999 kohdassa ”Esityksen tavoitteet ja ehdotetut muutokset”.

⁷¹ Vrt. esim. EVL:n asettamat edellytykset, joiden perusteella lainaussopimusta ei käsitellä luovutuksena verotuksessa, jälj. kohta 6.1.2.

4.2 Vakuusriski

Vakuuden tarkoituksena on turvata lainaksiantajan saatava lainaksiottajan jättäessä toimittamatta lainaamansa arvopaperit sopimuksen mukaisesti. Itse vakuuteenkin liittyy riskejä, ja lainaksiantaja saa saatavalleen täyden turvan mikäli

- 1) vakuus on riittävä
- 2) vakuudenhallinta lainaksiantajan puolelta on tehokasta.

Vakuuden riittävyyden turvatakseen on lainanantajan seurattava jatkuvasti vakuutena olevan omaisuuden arvon kehitystä siltä varalta, että sen arvon pudotessa se ei välttämättä kata koko lainauksen kohteena olevaa arvopaperimäärää. Toisaalta myös lainaksiottajan on syytä varmistaa, ettei vakuuden arvo ylitä sovittua arvoa verrattaessa kohde-etuusarvopapereihin, sillä muuten lainaksiantaja saa perusteetonta etua ylivakuuksista. Vaikka vakuusomaisuus olisikin riittävä takaamaan lainaksiottajan velvoitteen, on lainaksiantajan kannalta tärkeää varmistaa myös vakuuden käyttökelpoisuus realisointiin velvoitteiden laiminlyöntitilanteessa. Arvopaperilainausso-
pimusta tehtäessä onkin kiinnitettävä huomiota siihen, että vakuusomaisuus siirtyy täysin lainaksiantajalle ja sitä kautta siirtyy myös kiistaton oikeus realisoida vakuutena oleva omaisuus lainaksiottajan sopimusrikkomustilanteessa.

4.3 Järjestelmäriski

Järjestelmäriski johtuu siitä, että kaikki saman järjestelmän sisällä tapahtuvat arvopaperikaupat ovat jossain määrin yhteydessä toisiinsa. Yhtä osapuolta koskevat riskit vaikuttavat koko järjestelmään ja kaikkiin osapuoliin. Kun yksi osapuoli ei selviydy velvoitteistaan, voi muillekin osapuolille tulla vaikeuksia täyttää omat toimitusvelvollisuutensa. Häiriöiden leviäminen eri markkinoille voi vaarantaa koko rahoitusjärjestelmän toiminnan.⁷²

⁷² Riskeistä ibid.

4.4 Operationaaliset riskit kansainvälisessä lainaustoiminnassa

Kansainvälisessä arvopaperilainauksessa on otettava huomioon kunkin maan erityiset lainsäädännölliset ja verotukselliset ym. ominaispiirteet. Myös riskit ovat kansainvälisessä lainauksessa sikäli erilaiset, että erilaiset toimintaympäristöt asettavat uusia riskejä totuttujen riskien lisäksi. Kansainvälisillä markkinoilla on aina vähintään kaksi potentiaalisesti soveltuvaa kansallista lainsäädäntöä osapuolten ollessa eri valtioista. Lisäksi jos eri valtioista olevien sopimuskumppaneiden lainaussopimuksen kohde-etuutena on jostain kolmannelta valtiosta oleva arvopaperi, saattavat tämänkin valtion lainsäädännölliset ja verotukselliset piirteet olla relevantteja.

4.4.1 Lainsäädäntö- ja verotusriskit

Vaikka kansainvälinen arvopaperilainaus onkin globaalia, on otettava huomioon, että lainaussopimukset pannaan kuitenkin täytäntöön kansallisten lainsäädäntöjen puitteissa. Eri valtioiden säädöksissä saattaa olla eroja esim. siinä, kohdellaanko lainaussopimuksesta aiheutuvaa arvopaperin luovutusta tavanomaisena mahdollisen luovutusvoittoveron realisoivana tapahtumana vaiko lainauksena. Lisäksi osinkojen verokohtelu vaihtelee valtioittain. Siinä missä kansainvälisillä puitesopimuksilla pyritään yhdenmukaistamaan lainaussopimuksia, ei kansallisia pakottavia lainsäädäntöjä välttämättä kyetä tällä tavoin harmonisoimaan.⁷³ Lainaksiantajalle saattaakin olla ikävä yllätys edessä, jos lainaksiottajan sopimusrikkomustilanteessa käykin ilmi, ettei lainaksiottajan kotivaltion lainsäädäntö mahdollista korvausten maksamista lainkaan.

Yhtenä erityiskysymyksenä kansainvälisessä arvopaperilainauksessa on nettoutuksen mahdollisuus (sopimusten ns. set off –klausuuli). Nettoutus tarkoittaa yksinkertaistettuna osapuolten eri oikeuksien ja velvollisuuksien netottamista keskenään.

⁷³ Vrt. kuitenkin nettoutuslaki.

Nettoutusta koskevien lainsäädäntöjen erilaisuudesta johtuen, eivät sopimuskumppanit aina pysty luottamaan edes sopimukseen otetun nettoutusehdon turvaan esimerkiksi vastapuolen konkurssitilanteessa – sopimuksellakaan osapuolet eivät välttämättä pysty pienentämään kansallisten lainsäädäntöjen aiheuttamaa riskiä. Tästä syystä lainaussopimuksen osapuolille olisi tärkeää olla selvillä kunkin maan lainsäädännön sisällöstä; usein tämä on kuitenkin käytännössä mahdotonta ja vaikka se olisi mahdollista, selvitystyö saattaisi lisääntyvinä transaktiokustannuksina syödä lainauksen tuoman tuoton kokonaan.⁷⁴ Lainsäädännön eroista johtuvia riskejä on pyritty pienentämään ETA-maiden piirissä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä selvityksen lopullisuudesta.⁷⁵ Tämän perusteella Suomessakin on muutettu nettoutuslakia vuonna 1999 (kts. edellä kohta 4.1).

4.4.2 Valuuttariski

Kansainvälisten lainaussopimusten myötä tulee huomioon otettavaksi vielä eräs riskitekijä esimerkiksi sen vuoksi, että lainaussopimuksen kohteena oleva arvopaperi noteerataan lainausosapuolten kotivaluutasta poikkeavassa valuutassa. Valuuttakurssien vaihtelut on tällöin otettava huomioon esimerkiksi vakuudenhallinnassa yhtenäsen arvoon vaikuttavana muuttujana. Myös valuuttariskin kohdalla on mainittava, että vaikka lainaksiottajalla on suurin osa valuuttakurssien aiheuttamasta riskistä sitä kautta, että hän joutuu asettamaan lisävakuuksia valuuttakurssien heilahtelun aiheuttaman vakuuden arvon vähenemisen vuoksi, on lainaksiantajalla myös osa kurssiriskistä kuten arvopaperin hintariskistäkin. Lainaksiantajan riski toteutuu lainaksiottajan täydellisen sopimusrikkomuksen tilanteessa lainaksiantajan joutuessa hankkimaan kohde-etuudet markkinoilta. Valuuttariskin merkitys poistuu Euroopassa yhteisen valuutta-alueen myötä siihen liittyneiden valtioiden kesken. Valuuttariskin poistuessa voi valtioiden rajat ylittävä lainaustoiminta lisääntyä entisestään.

⁷⁴ Esim. Wilson, s. 6.

⁷⁵ Neuvoston direktiivi 98/26/EY; EYVL N:o L 166, 11.6.1998, s.45.

5. Arvopaperilainauksen taloudelliset ja oikeudelliset vaikutukset

5.1 Vaikutus rahoitusmarkkinoihin

Arvopaperimarkkinat ovat yksi osa rahoitusmarkkinoita, joten niiden toiminta ja tehtävät on käsiteltävä laajemmassa, koko rahoitusmarkkinat käsittävässä yhteydessä. Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on kohdentaa rahoitusylijäämäisen sektorin varoja alijäämäiselle sektorille. Rahoitusylijäämäisellä sektorilla tarkoitetaan kotitalouksia ja sellaisia yrityksiä, joiden tulot ovat suuremmat kuin menot. Tätä kautta ylijäämäiselle sektorille syntyy sijoitettavaa omaisuutta, joka voidaan allokoida alijäämäiselle sektorille eli kotitalouksille ja yrityksille, joiden tulot ovat menoja pienemmät. Sanotaan, että tällä sektorilla on rahoitustarve. Rahoitusmarkkinat yhdistävät pienetkin säästöt suurten rahoitustarpeiden tyydyttämiseksi. Toisekseen rahoitusmarkkinat välittävät sijoittajien tarvitsemaa informaatiota, jonka avulla sijoittajat pystyvät arvioimaan tuottoja ja riskejä. Rahoitusmarkkinat mahdollistavat myös riskin hajauttamisen, joten pientenkin sijoittajien on mahdollista hajauttaa sijoituksiaan eri kohteisiin ja pienentää näin arvopaperisalkkunsa kokonaisriskiä. Lopulta keskeinen rahoitusmarkkinoiden tehtävä on parantaa arvopaperimarkkinoiden likvidiyyttä ja näin parantaa sijoittajien mahdollisuuksia muuttaa sijoituksiaan rahaksi.⁷⁶

Likdiviys tarkoittaa toimivia jälkimarkkinoita. Arvopapereiden likvidiyyden merkitys on siinä, ettei sijoittajan tarvitse sitoutua investointikohteisiin, joiden tuotot ovat saatavissa tulevaisuudessa, vaan hänellä on mahdollisuus realisoida sijoituksensa jälkimarkkinoilla milloin tahansa. Toimivat jälkimarkkinat liittyvät sekä markkinoilla olevaan riittävään informaatioon että markkinoiden luotettavuuteen; sijoituksen arvo määräytyy uudelleen päivittäin, ja tämä mahdollistaa sijoituksen realisoimisen kohtuullisessa ajassa kohtuullisin kustannuksin. Likvideillä arvopaperimarkkinoilla on oltava riittävä määrä samaa arvopaperia, ja markkinapaikalla on oltava mahdollisuus puuttua tilanteisiin, joissa likvidiys on menetetty tai se on ratkaisevasti heikentynyt.⁷⁷ Markkinoiden luotettavuus sisältää sekä yleisen luottamuksen että

⁷⁶ Martikainen 1998, s. 77-78.

⁷⁷ Timonen 1997, s. 189-190.

markkinaosapuolten oikeudenmukaisen kohtelun turvaamisen. Luotettavuus on keskeinen toimivien markkinoiden edellytys, ja oikeuskirjallisuudessa sen on katsottu sisältävän markkinoiden likvidiyden lisäksi takeet asianmukaisesta informaatiosta. Luotettavuus edellyttää myös yleisiä ”fair play” –sääntöjä (esim. sisäpiirisääntely ja kurssimanipulaatiokiello) sekä markkinoiden kykyä taata niiden noudattaminen.⁷⁸

Arvopaperilainauksella on tärkeä rooli markkinoiden tehokkuuden, likvidiyden sekä luotettavuuden lisäämisessä. Ostettaessa ja myydessä pelkästään jo omistettuja arvopapereita voidaan hyötyä ainoastaan arvopaperin hinnan noususta, kun taas arvopaperilainauksen mahdollistamalla lyhyeksi myynnillä hyödynnetään myös kurssilaskutilanteet, kun markkinoilla menee heikommin.

Arvopaperilainaus lisää arvopaperimarkkinoiden likvidiyyttä ja on näin ollen keskeisessä osassa rahoitusmarkkinoiden toiminnan tehostamisessa. Osalla arvopapereista ei ole täysin toimivia jälkimarkkinoita, ja ne muodostavat omistajalleen riskin, sillä niitä saattaa olla vain harvoin liikkeellä. Mahdollistamalla arvopapereiden lainaus-toiminnan tehostetaan epälikvidien arvopapereiden jälkimarkkinoita ja vähennetään markkinahäiriöiden vaaraa. Lisäksi markkinatakaajien toiminta helpottuu, koska markkinatakauksen ylläpitäminen arvopaperilainauksen kautta sitoo vähemmän varoja kuin silloin, jos tällainen mahdollisuus puuttuu.⁷⁹

5.2 Vaikutus omistusoikeuteen

Kuten sanottu, nimitys arvopaperilainaus on siinä mielessä hieman harhaanjohtava, että lainaussopimuksella arvopaperin täydellinen omistusoikeus siirtyy ja sen myötä myös kaikki omistajalle kuuluvat oikeudet. Koska sopimukseen kuuluu kuitenkin myös lainaksiottajan velvoite palauttaa lainaamansa arvopaperit on kyseessä ”laina”. Toisaalta voidaan puhua myös eräässä mielessä arvopapereiden vuokraamisesta, sillä laina-ajasta maksetaan lainaksiantajalle korvaus.

⁷⁸ Ibid., s. 190.

⁷⁹ Repotyöryhmän muistio. 5-6.

Oikeuskirjallisuudessa omistusoikeus on perinteisesti nähty täydellisenä valtana esiineseen. Tämä tarkoittaa sitä, että omistajalle kuuluvat periaatteessa kaikki ne oikeudet, joita siltä ei ole nimenomaan erotettu.⁸⁰ Tässä mielessä omistajan oikeuksia ei ole tarkasti rajattu. Taloustieteellisesti omistusoikeus on yksilöllinen eli eksklusiivinen varallisuus oikeus, mikä tarkoittaa sitä, että oikeus kuuluu vain tietylle henkilölle muiden ollessa suljettuna pois oikeuden kohteena olevan omaisuuden käytöstä. Eksklusiivisen varallisuus oikeuden vastakohta on kollektiivinen varallisuus oikeus, joka kuuluu laajalle joukolle talousyksiköitä ellei jopa kaikille samanaikaisesti.⁸¹ Varallisuus oikeuksista omistusoikeudella on erityinen asema juuri sen vuoksi, että se on jäännös- eli residuaalioikeus.

Arvopapereiden lainaustoiminnan kannalta omistusoikeuden täydellinen siirtyminen on keskeistä lainattujen arvopapereiden hyväksikäytön kannalta. Mikäli omistusoikeus ei siirtyisi, ei lainaajan olisi mahdollista siirtää arvopaperia myöskään kolmannelle, ja kaikki olennaiset hyödyt jäisivät lainauksesta syntymättä. Omistuksen siirtymisen vastapuolena on kuitenkin lainaksiottajan velvollisuus palauttaa arvopapereiden omistusoikeus laina-ajan päätyttyä lainaksiantajalle. Palauttamisvelvollisuus koskee myös kaikkia etuisuuksia (tuotto, osingot jne.), joita omistusoikeus on laina-aikana lainaksiottajalle tuonut. Tätä kutsutaan osuvasti termillä ”making the lender whole”.⁸²

Lainaksiantaja ei kuitenkaan voi saada takaisin erästä omistusoikeuteen liittyvää oikeutta laina-ajalta, nimittäin osakkeeseen liittyvää äänioikeutta.⁸³ Lainaksiottaja voi käyttää äänioikeutta lainaussopimuksen voimassoloaikana omistajan tavoin, ja tämä saattaakin olla yksi lainaustoimintaa motivoiva tekijä lainauksenottajille. Eri asia on se, että äänioikeus voidaan ottaa huomioon korvauksesta sovittaessa. Mikäli yhtiökokous sattuu laina-ajalle, voi lainauksesta maksettava premio olla suurempi kuin muina aikoina.

⁸⁰ Zitting – Rautiala 1963, s. 169.

⁸¹ Määttä 1999, s. 39.

⁸² Brooks I 1992, s. 23.

⁸³ Ibid.

5.3 Arvopaperin tuotto

Esineen tuottoa on kaikki se, mitä esineestä kertyy sen säännöllisessä käytössä. Kasvutuotteet ja substanssituotteet ovat luonnontuotteita eli välitöntä tuottoa, kun taas välillistä tuottoa on tulo, joka esineestä saadaan vastikkeen muodossa luovuttamalla se toisen käyttöön. Tuotto voi tulla suoraan omistajalle tai esimerkiksi vuokramiehelle, joka jollain oikeudellisella perusteella pitää esinettä hallussaan.⁸⁴ Useimmiten oikeuden välilliseen tuottoon eli tuloon ratkaisee sopimus tai sopimuksen puuttuessa velvoiteoikeudelliset periaatteet. Tuotto kuuluu yleensä omistajalle, mutta hallinto-oikeuden nojalla myös oikeuden haltijalla voi olla oikeus tuottoon. Esinelainasopimukseen kuuluu yleensä lainansaajan oikeus käyttää esinettä sen tarkoituksen mukaisesti ja sopimusaikana kertynyt tuotto kuuluu lainansajalle kun taas esineen talteen ottajan on yleensä palautettava tuotto.⁸⁵

Osake voi tuottaa kahdella tavalla: osinkoina tai osakepääoman korottamisen kautta. Yhtiön osakkeisiin sijoitetulle pääomalle saadaan vuosittain korkoa osinkoina yhtiön tuottaessa voittoa. Osakepääoman korotuksen kautta saadun tuoton määrä riippuu annin ehdoista.⁸⁶

Jos laina-aika sattuu osingonirtoamisajalle, saa lainaksiottaja osakkeen omistajalle kuuluvan osingon nimissään olevien osakkeiden perusteella. Lyhyeksimyntitilanteissa tosin osakkeet on jo myyty ennen lainausta kolmannelle, joten osingonirtoamishetkellä osakkeet saattava olla jo kolmannen omistuksessa. Vaikka osakkeet olisivatkin siirtyneet kolmannen omistukseen, on lainaksiottaja joka tapauksessa velvollinen korvaamaan lainaksiantajalle laina-aikana irronneen osingon arvon. Tällaisesta osingosta käytetään termiä ”sijaisosinko”. Mahdollinen velvollisuus korvata sijaisosinko lainaksiantajalle on otettava huomioon jo lyhyeksimyntistrategian ja siitä mahdollisesti saatavien voittojen suunnittelussa, koska lainaksiantajan täytyy maksaa tällaisessa tapauksessa sijaisosinko omasta pussistaan.⁸⁷

⁸⁴ Zitting – Rautiala 1963, s. 42 sekä Kivimäki – Ylöstalo 1973, s. 233-235.

⁸⁵ Zitting – Rautiala 1963, s. 43. Kirjoittajat käyttävät talteenottamisesta esimerkkinä talletettua osakekirjaa, jonka osingot on talteenottaja velvollinen palauttamaan.

⁸⁶ Kärävä – Riihimäki – Kärävä 1998, s. 303.

⁸⁷ Brooks I 1992, s. 24.

5.4 Yhtiöoikeudelliset toimenpiteet

Osake tuottaa omistajalleen osuuden osakeyhtiössä. Laissa sekä yhtiön yhtiöjärjestyksessä on määritelty osakkeen omistajalleen tuomat oikeudet ja velvollisuudet.⁸⁸ Lainattaessa osakkeita osakkeiden omistusoikeus siirtyy täydellisesti lainaksiottajalle, ja täten lainaksiottaja saa siis myös kaikki omistusoikeuden sisältämät oikeudet ja velvollisuudet. Lainaksiantajan oikeuksien kannalta on oleellista tietää pelisäännöt tilanteessa, jossa yhtiön suorittamat yhtiöoikeudelliset operaatiot sattuvat lainajalle, osakkeiden ollessa lainaksiantajan ulottumattomissa. Yksi vaihtoehto lainaksiantajalle on vaatia osakkeet lainaksiottajalta takaisin, jotta tämä pääsee itse käyttämään omistajan oikeuksia yhtiössä tai toinen vaihtoehto on sopia lainaksiottajan kanssa yhtiöoikeudellisten toimenpiteiden vaikutuksista sopimusosapuolten välisiin oikeuksiin ja velvollisuuksiin. Peruslähdekohtana on, että lainaksiottajan on korvattava lainaksiantajalle laina-aikana mahdollisesti osakkeen perusteella saamansa taloudellinen hyöty. Yhtiöoikeudellisten oikeuksien ja velvollisuuksien muutokset voivat liittyä arvopapereihin liittyvään äänioikeuteen sekä lainattujen arvopapereiden liikkeeseenlaskijaa ja arvopapereita koskeviin muutoksiin.

Yksinkertaisimmin lainaksiantaja varmistaa oikeutensa vaatimalla lainatut osakkeet palautettaviksi ennen muutoksia, mutta jos sopimusta ei kuitenkaan haluta päättää, on ongelmana voiko lainaksiottajalla olla velvollisuus huolehtia omistajan oikeuksien käyttämisestä ”lainaksiantajan lukuun” hänen joutuessa korvaamaan saadun hyödyn lainaksiottajalle. Ratkaisevaa tässä lienee se, lankeaako yhtiön toimenpiteistä omistajalle koitua hyöty hänelle automaattisesti vai vaaditaanko sen saamiseksi omistajan aktiivisia toimenpiteitä. Päämies-agentti –teoriaa soveltaen lainaksiottaja toimii lainaksiantajan etujen valvojana eli agenttina, ja lainaksiantajan ongelmana on saada lainaksiottaja toimimaan hänen etujensa mukaisesti, sillä lainaksiottaja ei välttämättä tästä agenttina toimimisesta hyödy mitään. Periaatteessa kysymyksessä on sama ongelma kuin osinkojen kohdalla, jossa asia on Suomessa ratkaistu sijaisosinkosääntelyn avulla – vaikka lainaksiottaja ei olisikaan saanut yhtiön laina-aikana maksamaa osinkoa itselleen sen vuoksi, että hän on luovuttanut osakkeet jo

⁸⁸ Osakkeesta yleisesti Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 1997, s. 132 – 140.

edelleen kolmannelle, on lainaksiottajan siitä huolimatta maksettava sijaisosinkona lainaksiantajalle varsinaista osinkoa vastaava summa.

5.4.1 Osallistumis- ja äänioikeus yhtiökokouksessa

Lähtökohtaisesti jokainen osakkeenomistaja saa osallistua osakeyhtiön yhtiökokoukseen. Toisaalta osallistumis- ja äänioikeus yhtiökokouksessa on lähtökohtaisesti vain omistajilla. Osakas voi osallistua yhtiökokoukseen henkilökohtaisesti tai asiamiehen välityksellä. Yhtiöissä, jotka ovat mukana arvo-osuusjärjestelmässä, osakkeenomistaja voi osallistua yhtiökokoukseen, jos hänen omistuksensa on merkitty osakseluetteloon viisi päivää ennen yhtiökokousta (OYL 9:1). Jos yhtiö ei ole arvo-osuusjärjestelmässä, voi osakkeenomistaja osallistua kokoukseen, mikäli hänet on osakkeenomistajana merkitty osakseluetteloon. Hän voi myös ilmoittaa yhtiölle saantonsa ja esittää siitä selvityksen.⁸⁹

Arvopaperimarkkinoista itsenäisinä markkinoina voidaan nähdä valtamarkkinat⁹⁰, jotka toteuttavat markkinoiden valvontatehtävää. Valtamarkkinoiden kohteena ovat äänioikeudet eli osakkeenomistajien omistajuuteen perustuva määräysvalta yhtiössä. Valvonta valtamarkkinoiden kautta tapahtuu siten, että yrityksen resurssit allokoituvat tehokkaampaan käyttöön. Mikäli joku on valmis maksamaan yrityksen resursseista markkinahinnan ylittävän hinnan, ja mikäli osakkaat arvostavat tarjottua hintaa enemmän kuin yrityksen sen hetkistä odotettua tuottoa, yrityksen määräysvalta vaihtuu ja sen seurauksena myös yrityksen markkinoilla tehottomaksi arvioitu johto vaihtuu. Johto voi joutua vaihtoehtoisesti vaihtamaan strategiansa ostajan vaatimaksi strategiaksi.⁹¹

Taloudellinen tausta valtamarkkina-analysissä on yritysjohton tehokkuuden tai tehottomuuden heijastuminen yrityksen osakkeen arvoon. Johto on tehoton silloin, kun se ei ryhdy yrityksen osakkeen arvoa maksimoiviin toimiin. Tehokkaat markkinat vaativat tehokasta johtoa, ja tällä on vaikutuksensa osakkeen arvoon: yrityksen

⁸⁹ Ibid., s. 608.

⁹⁰ "market for corporate control"

⁹¹ Timonen 1997, s. 200.

menestyessä huonosti osakkeen arvo on merkittävästi alentunut ja osakkeenomistajat hyväksyvät ostotarjouksen. Valtamarkkinat suojaavat sijoittajia tehottomalta johdolta, koska ne tarjoavat sijoittajille mahdollisuuden myydä osakkeet määräysvallan tavoittelijoille tai pysyä yrityksen osakkeiden arvoa maksimoivan johdon johtamassa yrityksessä. Jos tätä mahdollisuutta ei olisi, voisivat johtoon tyytymättömät osakkeenomistajat vain myydä osakkeensa hintaan, johon johdon tehottomuus on sen painanut.⁹²

Valtamarkkinat parantavat markkinoiden luotettavuutta ja tukevat sijoittajan yleisiä odotuksia, koska johdolla on paine ottaa huomioon osakkaiden intressit päätöksenteossaan. Valtamarkkinoiden myötä yhtiön markkina-arvo asettuu ainakin hetkeksi vastaamaan ostajan käsitystä yhtiön käyvästä arvosta, ja sijoittaja voi valita yhtiön osakkeiden myynnin osakkeiden oikean arvon perusteella, jos arvostaa ko. hintaa enemmän kuin sijoituksen jatkamiseen liittyvää tuotto-odotusta.⁹³

Osakeyhtiölainsäädännön lähtökohtana on osake ja ääni –periaate, jonka mukaan jokainen yhtiön osake tuottaa yhtiökokouksessa yhden äänen, tosin yhtiöjärjestyksessä voidaan perustaa osakelajeja, joihin kuuluvilla osakkeilla on useampia ääniä. Ainoastaan osakkeenomistajilla on äänioikeus yhtiökokouksessa päätettävissä asioissa. Yleensä osakkaan läsnäolo-oikeus merkitsee myös osakkaan äänioikeutta.⁹⁴ Ellei yhtiökokouksessa toisin määrätä, voivat osakkeenomistajat äänestää edustamiensa osakkeiden koko äänimäärällä, ja kukin osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Yhden osakkeenomistajan osakkeiden tuottama äänimäärä ei saa kuitenkaan olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa äänimäärä, joka tuottaa toisen osakkeenomistajan sama osakemäärä.⁹⁵

Osake ja ääni –periaatteen lisäksi on suomalaisessa osakeyhtiölainsäädännössä myös vallalla oppi osakkeen tuottamien oikeuksien jakamattomuudesta (ns. jakamattomuusoppi). Tämä merkitsee sitä, ettei äänioikeuden ja muiden hallinnoimisoikeuksien erottaminen osakkaan oikeuksista sido yhtiötä.⁹⁶ Nykyiseen lakiin ei sisälly ni-

⁹² Ibid., s. 201-202.

⁹³ Ibid., s. 202. Osakkeen arvon määrittämisestä tuottovaatimuksen perusteella esim. Martikainen 1998, s. 82-104. "Osakkeiden arvon määrittämisessä keskeisenä elementtinä ovat sijoittajan odotukset tulevista kasvavirroista." s. 82.

⁹⁴ Osakkeenomistajan oikeus äänestää saattaa kuitenkin puuttua esteellisyyden vuoksi.

⁹⁵ Kyläkallio – Iiro – Kyläkallio 1997, s. 617.

⁹⁶ Kaisanlahi 1998, s. 83.

menomaista säännöstä tästä, toisin kuin aiempaan osakeyhtiölakiin (2.5.1895/22), mutta sen katsotaan edelleen olevan voimassa. Perusteena jakamattomuusopille on nähty mm. se, että jos osakkaan suhteellinen osuus yhtiön äänivallasta on suurempi kuin hänen osuutensa yhtiöön sijoitettuun omaan pääomaan, ei hänellä ole riittävästi insentiiviä hoitaa yhtiön asioita huolellisesti. Ääntenemmistön omaavan osakkaan kannattaa kuitenkin käyttää hyväkseen muita kuin osakkuuteen perustuvia etuja, eikä hän joudu maksamaan suhteellista osuuttaan etujen käyttämisestä, koska kustannukset jakautuvat osakkaille heidän pääomasijoitustensa suhteessa.⁹⁷ Osakkuuden tuottaman äänioikeuden erottamista osakkeesta on toisaalta puollettu mm. sillä, että arvopaperimarkkinoilla myytävä ääni tuottaisi osakkaalle markkinahinnan mukaisen korvauksen, jolloin osakas, joka ei halua pitää äänioikeutta itsellään, voisi saada siitä markkinoilla käyvän hinnan.⁹⁸

Päätökset yhtiökokouksessa syntyvät yleensä äänestyksellä tai ilman äänestystä. Äänestämällä syntynyt päätös voi olla joko enemmistöpäätös, määräenemmistöpäätös tai vaali. Jotkut päätökset ovat sellaisia, että ne vaativat yhtiökokouksen tietyn suuruisen kannatusta ja lisäksi myös poissaolleiden osakkeenomistajien suostumusta tai jopa kaikkien osakkeenomistajien kannatusta tai suostumusta. Lopullinen päätös saattaa myös edellyttää kahden yhtiökokouksen samansisältöistä päätöstä.⁹⁹

Yhtiön osakkuuteen liittyvä määräysvalta kiinnostaa vaikutusmahdollisuuksiensa vuoksi luonnollisesti myös ei-osakkaita. Arvopaperilainaus saattaa tarjota keinon hankkia tarvittava määrä yhtiön osakkeita ilman, että joudutaan ostamaan suuria määriä kyseisiä arvopapereita ja tätä kautta sitomaan suuria määriä pääomaa joskus hyvinkin epälikvideihin arvopapereihin. Arvopaperilainaukseen liittyvä omistusoikeuden täydellinen siirtyminen mahdollistaa sen, että määräysvaltaa vähemmän arvostavat osakkeenomistajat voivat lainaustoiminnan kautta ansaita lisätuottoa arvopapereilleen hinnoittelemalla tietyn premion lainaukselle, ja samalla määräysvaltaa enemmän arvostavat saavat sen haltuunsa yhtiökokouksen ajaksi. Lainaustoiminnan kautta on mahdollista myös kiertää äänioikeuden erottamisen kieltävää jakamattomuusoppia, koska määräysvalta on mahdollista hankkia hankkimatta kuitenkaan arvopaperia lopullisesti itselleen eli lainauksesta maksettu korvaus on korvaus mene-

⁹⁷ Ibid., s. 87.

⁹⁸ Ibid., s. 88.

⁹⁹ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 1997, s. 642.

tetystä äänioikeudesta. Määräysvalta ei kuitenkaan siirry lopullisesti vaan palautuu alkuperäiselle omistajalle laina-ajan päätyttyä.

Sinänsä ei ole selvää, millainen vaikutus osakkeen äänioikeuden erottamisella lainauksen kautta on, eli lisääkö se tehokkuutta vai ei, se kun vie osakkaalta viimeisetkin mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön päätöksiin. Tämän tutkimuksen puitteissa ei ole kuitenkaan mahdollista pohtia tätä kysymystä laajemmin.

5.4.2 Rahastoanti ja uusmerkintä

Osingon jakamisen lisäksi myös erilaiset osakeyhtiön toimenpiteet saattavat tuottaa osakkeenomistajalle omistusoikeuteen perustuvaa etua. Rahastoanti ja uusmerkintä tähtäävät osakepääoman korotukseen. Osakepääoman korotus voidaan molemmissa tapauksissa toteuttaa joko nostamalla osakkeiden nimellisarvoa tai antamalla uusia osakkeita. Lisäpääoman tarve saattaa johtua siitä, ettei lainanantajilta ole saatavissa rahoitusta tai ainakaan kohtuullisella korolla. Osakepääoman korotuksen johdosta yhtiö voi myös vähentää yhtiöön liittyvää riskiä, koska osakkaiden riskinottohalukkuus vähenee oman panoksen kasvaessa. Velkojen riski myös pienenee, sillä osakepääomaa voidaan käyttää tarvittaessa velkojen maksuun.¹⁰⁰

Rahastoannilla korotetaan osakeyhtiön osakepääomaa siten, että osakkaat eivät maksa yhtiölle saaduista osakkeista mitään, vaan osakepääoman korotuksen määrä maksetaan yhtiön muusta omasta pääomasta.¹⁰¹ Uusmerkinnässä yhtiöön kerätään uusia varoja. Osakeyhtiön osakkaat merkitsevät osakkeita osuuksiensa suhteessa, eikä osakkaiden omistusosuudet yhtiössä muutu, mikäli kaikki käyttävät merkintäetuoikeuttaan. Toisaalta uusmerkintä voidaan toteuttaa myös suunnattuna antina, jossa korotuspäätöksessä määritellään ne tahot, jotka saavat merkitä uusia osakkeita. Tällöin merkintäetuoikeudesta poikkeaminen on perusteltava.¹⁰²

¹⁰⁰ Airaksinen – Jauhiainen 1997, s. 369.

¹⁰¹ Ibid., s. 401.

¹⁰² Ibid. s. 370-375.

Rahastoanti tai uusmerkintä saatetaan panna toimeen myös osakkeiden ollessa lainaksiottajalla laina-aikana. Jos lainaksiottaja on saanut hyväkseen rahastoannin tai uusmerkinnän tuomat osakkeen varsinaiselle omistajalle kuuluvat oikeudet, on lainaksiantajalla oikeus saada tästä korvaus. Suomen lain mukaan rahastoannissa osakkeenomistajan oikeus saada osuutensa osakepääoman korotuksesta ei periaatteessa vanhene, mutta yhtiö voi kehottaa osakkeenomistajia viiden vuoden kuluttua korotuksen rekisteröimisestä ottamaan osakkeet vastaan sen menettämisen uhalla (OYL 4:14).¹⁰³ Periaatteessa mainittu ”vanhenemisaika” on niin pitkä, että lainaksiantaja ehtinee saada osakkeet takaisin lainaksiottajalta, ja voi itse käyttää oikeuden ellei lainaksiottaja sitä tee hänen puolestaan.¹⁰⁴

Uusmerkinnässä osakkeenomistajien on toimittava aktiivisesti saadakseen itselleen yhtiön uusia osakkeita. Uusmerkinnän erityismuoto on sekaemissio - siinä uusia osakkeita saadaan merkitä nimellisarvoa alempaan hintaan - on edullinen osakkeenomistajalle, joten erityisesti sekaemissiossa lainaksiantajan on pidettävä huoli oikeuksiensa toteutumisesta (vrt. rahastoanti). Yhtiön antamat merkintäoikeudet on käytettävä yhtiön määräämässä määrääjässä. Tilanne siis poikkeaa rahastoannista, ja lainaussopimuksessa kannattaakin sopia siitä, että lainaksiottaja on velvollinen käyttämään merkintäoikeudet lainaksiantajan puolesta tai hänen tulee luovuttaa irronneet merkintäoikeudet lainaksiantajalle.¹⁰⁵

5.4.3 Osakkeiden yhdistäminen, jakaminen tai nimellisarvon alentaminen

Osakkeiden yhdistäminen ja jakaminen ovat toisilleen vastakkaisia toimenpiteitä. Osakeyhtiön yhtiökokous voi päättää osakkeiden vähentämisestä osakepääomaa alentamatta, ja tämä toteutetaan osakkeiden yhdistämisellä; toisaalta yhtiö voi myös suorittaa osakkeiden jakamisen eli ns. splitin säilyttäen osakepääoman kuitenkin en-

¹⁰³ Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 1997, s. 347.

¹⁰⁴ Suomessa APVY:n puitesopimuksessa oletetaan lainaksiottajan saaneen hyväkseen rahastoannista saadun edun ja hänet velvoitetaan palauttamaan sekä lainatut että rahastoannissa saadut arvopaperit lainaajan päättyessä. Sopimuksen kohta 9.1.

¹⁰⁵ APVY:n puitesopimuksessa lainaksiottaja velvoitetaan siirtämään irronneet merkintäoikeudet tai niitä vastaava rahasumma viipymättä lainaksiantajan käyttöön, ellei muuta ole sovittu. Mikäli lainaksiottaja

nallaan. Operaatioiden johdosta osakkeen nimellisarvo muuttuu, mutta koko yhtiön osakepääoma pysyy ennallaan. Osakkeiden nimellisarvon muuttuminen voi liittyä tosin myös osakepääoman korottamiseen tai alentamiseen.¹⁰⁶ Osakepääoman alentaminen osakkeiden nimellisarvon laskemisen kautta voi tapahtua joko maksutta, jolloin puhutaan osakkeiden mitätöimisestä, tai maksua vastaan, jolloin kyseessä on osakkeiden lunastaminen.¹⁰⁷

Nämäkin osakeyhtiön toimenpiteet vaikuttavat osakkeenomistajan oikeuksiin, ja osakkeiden ollessa toimenpiteen suorittamisen aikana lainaksiottajalla ne vaikuttavat myös lainaussopimukseen. Sinänsä alkuperäinen lainattujen osakkeiden palautusvelvollisuus ei muutu, ja lainaksiottajan onkin (sopimuksesta riippuen) palautettava lainaksiantajalle alkuperäisiin osakkeisiin perustuva määrä osakkeita. Jos lainattujen osakkeiden nimellisarvoa alennetaan maksua vastaan on tämä maksu korvattava lainaksiantajalle. Jos asiasta ei ole otettu määräystä lainaussopimukseen, tilanteeseen sovelletaneen yleistä sopimusoikeutta.¹⁰⁸

5.4.4 Lunastustarjous, ostotarjous, selvitystila ja konkurssi

Arvopapereiden laina-aikana voi yhtiö tehdä muitakin omistajiin vaikuttavia toimia, joista aiheutuvista vaikutuksista on lainaussopimuksen osapuolten tarpeen sopia. Vaikka pääsääntöisesti osakkeita voidaan hankkia ja saada ilman ulkopuolisten tahojen oikeutta vaikuttaa siihen, voi osakeyhtiö on kuitenkin pidättää yhtiöjärjestyksessään oikeuden lunastaa uudelle omistajalle siirtyvät osakkeet. Yhtiö saattaa lunastuslausekkeella esim. pyrkiä estämään ei-toivottujen henkilöiden tulo yhtiön osakkaaksi.¹⁰⁹ Julkinen ostotarjous puolestaan tarkoittaa sitä, että yhtiön osakkaille esitetään tarjous heidän omistamiensa osakkeiden ostamisesta markkinahintaa kor-

laiminlyö tämän velvollisuuden, lainaksiantajalla on oikeus ostaa merkintäoikeudet markkinoilta lainaksiottajan kustannuksella. Sopimuksen kohta 9.2.

¹⁰⁶ Osakkeiden yhdistämisestä ja jakamisesta osakepääomaa muuttamatta Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2000, s. 183-190.

¹⁰⁷ Osakepääoman alentamisesta *ibid.*, s. 421-433.

¹⁰⁸ Olosuhteiden muutoksiin perustuvan sopimussisällön muuttumisesta Hemmo II 1997, s. 104-106.

APVY:n sopimuksessa velvoitetaan lainaksiantaja palauttamaan lainanantajalle alkuperäisesti lainattuihin osakkeisiin perustuva määrä osakkeita yhdistämis- tai jakamistilanteissa. Lisäksi maksullisen nimellisarvon alentamisen tilanteessa yhtiön suorittama maksu on palautettava lainaksiantajalle. Sopimuksen kohta 9.4.

keampaan hintaan. Ostotarjous saattaa johtua esim. yhtiön valtausyrytyksestä kun ostotarjouksen tehnyt taho haluaa vaihtaa yhtiön johdon.¹¹⁰

Lunastus- tai ostotarjouksen varalta on osapuolten sovittava menettelytavat lainaus-sopimuksessa. Jos yhtiö on varannut itselleen yhtiökokouksessa osakkeiden lunas-tusoikeuden omistajanvaihtotilanteessa, ei lainaussopimuksen osapuolilla ole muuta vaihtoehtoa kuin luovuttaa osakkeet lunastusoikeuttaan käyttävälle yhtiölle. Sopi-muksen osapuolille on tällöin tärkeää tietää etukäteen tällaisesta mahdollisuudesta. Ostotarjouksen sattuessa toistaiseksi voimassaolevan lainaussopimuksen laina-aikana voi lainaksiantaja luonnollisesti irtisanoa sopimuksen, ja käyttää itse omista-jan oikeuksia. Lainaksiantaja voi myös yrittää lainata markkinoilta sellaisia osak-keita, joiden omistaja ei halua käyttää hyväkseen tarjousta, ja palauttaa nämä lainak-siantajalle; näin lainaksiantaja voi vaihtaa lainausosapuolta tarvitsematta vesittää sijoitusstrategiaansa. Uusien arvopapereiden lainaksiantaja voi lisäksi vaatia korke-ampaa lainauspreemiota siitä hyvästä, että hän ei tule käyttämään ostotarjouksen antamaa tilaisuutta. Toisaalta myös lainaksiottaja voi yrittää estää lainaksiantajaa käyttämästä hyväkseen ostotarjousta tarjoamalla tälle alunperinkin korkeampaa lai-nauspreemiota, jotta tämä sitoutuisi olemaan hyväksymättä potentiaalista tarjous-ta.¹¹¹

Osakeyhtiö puretaan selvitystilaan asettamisen kautta. Osakeyhtiön asettaminen konkurssiin purkaa yleensä yhtiön ilman selvitysmenettelyäkin. Purkamisen myötä osakeyhtiö lakkaa olemasta, eikä sen liikkeellelaskemia osuuksiakaan ole enää ole-massa.¹¹² Arvopaperilainaussopimuksen kohde-etuuden lakatessa olemasta, on seu-rauksena lainaussopimuksen välitön purkautuminen. Olosuhteiden muutos tekee so-pimuksen täyttämisen mahdottomaksi, ja ellei tilanteeseen ole varauduttu sopi-musehdolla, kyseessä lienee yleisen sopimusoikeuden mukainen sopimuksen rau-keaminen suoritusesteen johdosta.¹¹³

¹⁰⁹ Osakkeiden lunastuksesta esim. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 1997, s. 250-286.

¹¹⁰ Brooks I 1992, s. 27.

¹¹¹ Ibid., s. 28.

¹¹² Osakeyhtiön selvitystilasta esim. Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 1997, s. 793-844.

¹¹³ Sopimuksen raukeamisesta Hemmo II 1997, s. 375-376. APVY:n sopimuksen mukaan lainaussopimus lakkaa liikkeeseenlaskijan kohdatessa lunastus-, ostotarjouksen, selvitys tilan tai konkurssin. Lainaksiottaja

6. Arvopaperilainausta Suomessa

6.1 Suomen lainsäädäntö

Suomen lainsäädännössä arvopaperilainauksen sääntely keskittyy verolakeihin. Siinänsä itse sopimukselle tai sen sisällölle ei ole laissa säädetty mitään vaatimuksia, vaikkakin veroseuraamukset ohjaavat tekemään lainaussopimukset esim. hyväksytyt selvitysyhteisön kautta ja käyttäen Ratan sopimusehtoja tai selvitys- tai optioyhteisön säännöissä vakioitua sopimusta.

6.1.1 Arvopaperimarkkinalaki 4:5 a

Arvopaperimarkkinalain 4:5a.3:n mukaan välittäjä saa tehdä asiakkaan lukuun arvopaperilainaussopimuksen asiakkaan arvopapereiden velaksiannosta. Tällaisen sopimuksen tekeminen edellyttää asiakkaalta saatua kirjallista toimeksiantosopimusta asiakkaan arvopapereiden käyttämisestä lainaussopimuksissa. Pykälästä käy ilmi, että lainaussopimusta ei ole pakko tehdä Ratan hyväksymien ehtojen mukaan, eikä sitä ole pakko selvittää hyväksytyssä selvitysyhteisössä – lainkohdassa sanotaan nimellisesti ”jollei asiakkaan kanssa toisin sovita”. Lain esitöiden mukaan Suomen oikeus ei, sopimusvapauden periaatteen mukaisesti, välittömästi estä arvopapereiden lainaussopimusten tekemistä. Samassa yhteydessä kuitenkin puhutaan lainaussopimusten vakioimisesta, jonka kautta niistä tulisi sijoituskohteita, joilla olisi toimivat markkinat.¹¹⁴

on velvollinen palauttamaan lainatut arvopaperit lainaksiantajalle niille laina-aikana kertyneine tuottoineen ja mahdollisine muine oikeuksineen.

¹¹⁴ HE 209/1997, s. 73.

6.1.2 Elinkeinotulon verottamisesta annettu laki 6 §

Normaalisti arvopaperikaupasta on maksettava luovutusvoittovero, mikäli arvopapereiden myyjä saa arvopapereiden luovutuksesta luovutusvoittoa eli arvopaperista saatu hinta on suurempi kuin sen hankintameno lisättynä kaupankäyntikustannuksilla. Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 §:n 5 momentissa säädetään edellytyksistä, joiden täyttyessä arvopaperilainaussopimusta ei kuitenkaan pidetä luovutusvoittoveron laukaisevana luovutuksena, vaikka lainaussopimuksella kaikki omistajan oikeudet siirtyvät lainaksiottajalle. Näitä edellytyksiä ovat

- 1) sopimus koskee julkisesti noteerattua pörssi-arvopaperia tai markkina-arvopaperia tai arvo-osuusjärjestelmään liitettyä yleisöjoukkovelkakirjalainaa
- 2) arvopaperille sopimusaikana kertyvä tuotto on sopimuksen mukaisesti korvattava arvopapereiden alkuperäiselle omistajalle
- 3) Rata on hyväksynyt sopimusehdot tai ne on määritelty optioyhteisön tai arvopaperikeskuksen säännöissä
- 4) arvopaperit palautetaan alkuperäiselle omistajalle sopimuksen mukaisesti vuoden kuluessa ensimmäisestä luovutuksesta
- 5) sopimusten selvitys tapahtuu arvopapereiden selvitystoimintaa Suomessa harjoittavassa selvitysyhteisössä tai optioyhteisössä
- 6) verovelvollinen ei ole kirjanpidossaan käsitellyt tapahtumaa luovutuksena

Pykälän mukaan myöskään arvopapereiden palautus ei synnytä lainaksiantajalle hankintamenoa. Tuloverotuksessa arvopapereiden katsotaan säilyvän kaikissa suhteissa lainaksiantajan varoina hankintamenon muuttumatta. Lainaksiantaja maksaa veroa ainoastaan lainauksesta maksetusta korvauksesta, jonka taas puolestaan lainaksiottaja saa vähentää verotuksessa.

Ennen EVL:n lakimuutosta 1998 korkein hallinto-oikeus päätti tuomiossaan 1996 T 1266, että arvopapereiden lainaksiantoa pidetään verotuksessa luovutuksena ja näin ollen se realisoi voiton tai tappion. Huomioitavaa nykyisessäkin lainsäädäntötilanteessa on, että luovutusta koskeva poikkeussäännös on ainoastaan EVL:ssä kun taas

esim. TVL:n mukaisessa verotuksessa lainaksianto on edelleen KHO:n päätöksen mukaisesti verotuksen realisoiva luovutus.

6.1.3 Varainsiirtoverolaki 15 §

Varainsiirtoverolain 15 §:n mukaan arvopaperin omistusoikeuden luovutuksesta on maksettava varainsiirtovero, josta luovutuksensaaja on verovelvollinen. Vero on suuruudeltaan 1,6 % kauppahinnasta tai muun vastikkeen arvosta. Vaikka lainausopimukseen perustuvaa osakkeen omistusoikeuden luovutusta on pidettävä lähtökohteisesti varainsiirtoveron realisoivana luovutuksena, pykälässä säädetään myös edellytyksistä, joiden mukaan lainausopimuksen mukaisesta luovutuksesta ei veroa kuitenkaan ole maksettava. Suomalaisessa arvopaperikeskuksessa selvittävästä arvopaperilainausopimuksesta ei ole maksettava varainsiirtoveroa, mikäli arvopaperit palautetaan alkuperäiselle omistajalle 10 selvityspäivän kuluessa (15.5 §:n 3 kohta). Varainsiirtoveroa ei peritä myöskään silloin, kun arvopaperin luovutus tapahtuu arvopaperipörssin tai optioyhteisön kautta. Jäljempänä esiteltävät LEX-lainausopimukset ovat johdannaissopimuksina varainsiirtoverosta vapaita (15.5 §:n 2 kohta).

Lain esitöiden mukaan säännös on tarkoitettu ennen kaikkea toimitushäiriön välttämiseksi tapahtuvaan lainaukseen. Verovapautta ei kuitenkaan ole asetettu riippuvaiseksi toimitushäiriön syystä, eikä määräaika toisaalta myöskään estä osapuolia tekemästä uutta lainausopimusta aina 10 päivän lainausopimuksen päättymisen jälkeen. Esitöissä kuitenkin todetaan myös tämän aiheuttavan siinä määrin kustannuksia, että se rajoittaisi kuitenkin lainauksen käyttämisen säännösten tarkoitusten vastaisesti.¹¹⁵

¹¹⁵ HE 31/1998, s. 3.

6.1.4 Sijoitusrahastolaki 11-12 luvut

Sijoitusrahastolain 81 §:n mukaan sijoitusrahasto voi tehdä varoihinsa kuuluvista arvopapereista lainaus- ja takaisinostosopimuksia tehokkaan omaisuudenhoidon edistämiseksi. Edellytyksiksi lainaussopimusten tekemiselle tässäkin laissa asetetaan selvittäminen selvitys- tai optioyhteisössä sekä Ratan hyväksymät sopimusehdot; näillä keinoilla halutaan ohjata rahastojen vakuudenhallintaa. Lisäksi rahastoyhtiöltä edellytetään vakuuden arvon valvontaa päivittäin, jotta se pysyy riittävänä koko sopimuksen voimassaoloajan. Rahastojen asettamien vakuuksien tulee lain mukaan olla esim. selvitys- tai optioyhteisön säilytyksessä. Sijoitusrahaston tekemien lainaussopimusten yhteismäärää on rajoitettu, eikä se saa ylittää yhtä neljäsosaa sijoitusrahaston arvopaperisijoitusten arvosta. Tämä rajoitus ei tosin koske sellaisia lainaussopimuksia, jotka voidaan irtisanoa ja joiden kohde-etuutena olevat arvopaperit ovat saatavissa välittömästi vaadittaessa takaisin. Jotta sijoitusrahasto voi antaa omistamiaan arvopapereita lainaksi, tulee sen säännöissä olla tästä maininta. Lisäksi säännöissä on asetettava katto samanaikaisesti lainassaolevalle arvopaperisijoitusten tai varallisuuden määrälle. Sijoitusrahastolaki erottaa ns. tavallisen sijoitusrahaston sekä erikoissijoitusrahaston toisistaan siten, että tavallisella sijoitusrahastolla on oikeus ainoastaan antaa lainaksi arvopapereita – ei sen sijaan ottaa lainaksi, kun taas erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan tästä poiketa (87 §).

6.1.5 Lainsäädäntöhankkeet

Arvopaperilainauksen verokohtelun muuttamiseen tähtäävä lainsäädäntöaloite annettiin Suomen Pankkiyhdistyksen toimesta Valtiovarainministeriölle 26.10.1998. Suomen Pankkiyhdistys ajaa lakimuutosta yhteistyössä APVY:n kanssa. Aloitteen taustalla on ollut halu turvata Suomen arvopaperilainausmarkkinoiden kilpailukyky sekä niiden toimivuus. Veronlainsäädäntöön tehdyt muutokset eivät aloitteen mukaan ole täyttäneet näitä tehtäviä halutulla tavalla, vaikka ovatkin selkiinnyttäneet

verotussäännöksiä ja parantaneet lainaustoiminnan edellytyksiä etenkin ajatellen toimitushäiriöitä.¹¹⁶

Lakialoitteessa kritisoidaan sitä, että nykyinen arvopaperilainauksen sääntely painottuu toimitushäiriöiden estämiseen sen kuitenkin ollessa vain yksi arvopaperilainauksen käyttötarkoituksista. Varsinkin lainaksiantajien asemaa korostetaan muistuttaen siitä, että näiden motiivina lainaussopimusten solmimisessa on pidempi-aikainen sijoituksen tuoton parantaminen eikä suinkaan toimituspuutteisiin varautuminen. Lyhyet laina-ajat ja tätä kautta lisääntyneet transaktiokustannukset jatkuvien uusien sopimusten solmimisesta syövät lainaksiantajien tuottoa niin, etteivät monet arvopapereiden omistajat varsinkaan kansainvälisillä markkinoilla tee lainkaan lyhyitä selvityshäiriöiden ehkäisemiseen tarkoitettuja lainasopimuksia.¹¹⁷

Suomen Pankkiyhdistys esittää Valtiovarainministeriölle osoitetun aloitteen myötä, että ministeriö ryhtyisi toimenpiteisiin lainaustoiminnan edellytysten parantamiseksi Suomessa kansainväliselle tasolle. Muutosehdotuksessa ehdotetaan muutettavaksi EVL:n 6 §:n 5 momentin 5 kohtaa siten, että ”säännöksessä asetettuja edellytyksiä ei sidottaisi yksinomaan siihen, että sopimukset selvitetään suomalaisessa selvitysyhteisössä. Riittävää tulisi olla, että sopimuksen osapuolena tai välittäjänä on sijoituspalveluyritys tai luottolaitos sekä että sopimus selvitetään selvitysyhteisössä tai raportoidaan selvitysyhteisölle.” Toiseksi VSVL:n 15 §:ää muutettaisiin ehdotuksessa siten, että laissa säädetty ”aika, jonka kuluessa arvopaperit on palautettava alkuperäiselle omistajalle tulisi pidentää yhdeksi vuodeksi”. Aikarajan pidentämisellä mahdollistettaisiin markkinatakaajien osallistuminen arvopaperilainaustoimintaan kansainvälisen käytännön mukaisesti.¹¹⁸ Nytemmin Pankkiyhdistyksen ja APVY:n muutosehdotuksiin on otettu mukaan myös luovutusvoittoverosäännösten ulottaminen yksityishenkilöihin elinkeinonharjoittajien lisäksi.¹¹⁹

Lainsäädäntöaloitteesta annetuista lausunnoista käy ilmi, että mm. HEX Oy on ottanut myönteisen kannan laina-ajan pidentämiseen. HEX katsoo lausunnossaan kuitenkin, että lainojen selvitys tulisi muutoksen jälkeenkin tapahtua arvopaperikeskuksessa viranomaisten hyväksymässä menettelyssä ja valvonnassa. Myös Rahoitustar-

¹¹⁶ Suomen Pankkiyhdistyksen lainsäädäntöaloite 1998, s. 1.

¹¹⁷ Ibid., s. 2.

¹¹⁸ Ibid., s. 6.

kastus kannattaa lausunnossaan lakialoitetta. Vaikka lainaustoiminnan olisi Ratan mukaan oltava mahdollista muutenkin kuin markkinapaikalla tai selvitysyhteisössä, se haluaa kuitenkin lisätä, että tällaisessakin tilanteessa olisi lainaussopimuksissa noudatettava Ratan vahvistamia arvopaperilainauksen yleisiä ehtoja. Tällä kriteerillä halutaan estää pörssin ulkopuolisten kauppojen leimaverosäännösten kiertäminen.¹²⁰

Valtiovarainministeriön vero-osasto kuitenkin suhtautui aloitteeseen nihkeästi. Aloitteelle ei VM:n mukaan ole toistaiseksi löytynyt riittäviä perusteita, mutta ministeriö ei kuitenkaan ole kieltäytynyt lopullisesti hankkeen eteenpäin viemisestä.¹²¹

6.2 Suomen arvopaperilainaus käytännössä

Arvopapereiden lainausmarkkinat, kuten rahoitusmarkkinat muutenkin, ovat Suomessa vielä kansainvälisesti katsoen kehittymättömät. On arvioitu, että jopa 70 % - 90 % suomalaisten arvopapereiden lainauksesta tapahtuu ulkomailla.¹²²

HEXin markkinakatsauksen¹²³ mukaan osakelainoja Suomessa käyttävät lähinnä suuret ammattimaiset sijoittajat. Lainaksiottajat ovat pääsääntöisesti markkinatakaajia, joiden arvioitu likimääräinen markkinaosuus on 90 %. Kaksi muuta lainaksiottajaryhmää ovat osakevälittäjät sekä ulkomaiset investointipankit molemmat 5 %:n markkinaosuudella. Lainaksiantajia ovat puolestaan eläkeyhtiöt, -kassat ja -säätiöt sekä vakuutusyhtiöt 50 %:n markkinaosuudella sekä sijoitusrahastot, joiden osuus lainausmarkkinoista on 30 %. Pienempänä ryhmänä katsauksessa mainitaan ulkomaiset sijoittajat, joiden osuuden arvioidaan olevan 10 %.

Markkinakatsauksen mukaan lainaksiottajat ovat käyttäneet lainaussopimuksia lyhyeksi myyntiin sekä osakeselvityksen toimitushäiriöiden paikkaamiseen. Markkinatakaajat ovat lisäksi suojanneet johdannaispositiotaan lyhyeksimyynnin kautta. Lai-

¹¹⁹ Savikko 23.3.2000.

¹²⁰ Kts. lainsäädäntöaloitteen lausuntoliitteet.

¹²¹ Taloussanomien 17.9.99.

¹²² Arvopaperilainausseminaari 1998, Torasvirran esitys.

¹²³ Back office –2000 seminaari, Torasvirran esitys.

naksiantajat ovat hankkineet arvopaperilainauksella lisätuottoa passiiviselle salkun osalle sekä käyttäneet lainaksiantoa johdannaissuojauksen yhteydessä.

Vaihto Suomen arvopaperilainausmarkkinoilla on pientä, ja varsinkin selvitystointimintaa helpottaviin lainaussopimuksiin on vaikeaa löytää lainaksiantajia. Lyhytaikaisista lainoista lainaksiantajat eivät katso välttämättä saavansa transaktiokustannuksia kompensoivaa hyötyä tai saattavat pitää lyhytaikaisia lainoja liian työläinä ylipäänsä. Muutenkin Suomen lainsäädäntö on aiheuttanut sen, että sekin vaihto, joka todellisuudessa suomalaisilla arvopaperilainaussopimuksilla on, tapahtuu pääosin ulkomailla. Toinen piirre suomalaisilla lainausmarkkinoilla on lainaustuotteiden vähyys. Kun kansainvälisillä markkinoilla suurin osa lainaussopimuksista tehdään ns. OTC-lainoina (over the counter) ei-vakioituina lainoina, on Suomessa ainoa toimiva pitkäaikainen tuote vakioitu LEX-osakelainaus. Varainsiirtoverolainsäädännön myötä HEXille on syntynyt monopoliasema, eikä muita kilpailevia tuotteita ole syntynyt LEXin rinnalle.

6.2.1 LEX-osakelainaus

Yksi harvoista Suomessa tarjolla olevista lainaustuotteista on LEX-lainaussopimus, josta onkin muodostunut ylivoimaisesti suosituin lainaustuote. LEX-sopimukset eivät varsinaisesti ole osakelainaussopimuksia, vaan vakioituja johdannaissopimuksia, jotka käytännössä muodostuvat kahdesta nollahintaisesta termiinistä, joista ensimmäinen päättyy heti ja johtaa arvopaperin lainaksiottamiseen. LEX-tuote on osa organisoitua, viranomaisvalvonnassa olevaa osakelainausjärjestelmää, ja sen luomisessa on tavoitteena ollut tarjota sijoittajille instrumentti, joka lisää markkinoiden likviditeettiä, hinnanmuodostusta ja kaupankäynnin luotettavuutta.¹²⁴

LEX-osakelainaussopimukset ovat HEX Oy:n (aikoinaan SOM Oy:n) markkinoille tuoma tuote. LEX-sopimukset ovat ehdoiltaan vakioituja; tällä on haluttu varmistaa tuotteelle toimivat jälkimarkkinat. Vakioidut ehdot merkitsevät sitä, että lainaussopimukset ovat voimassa määräajan, ja niiden toteutus tapahtuu automaattisesti ni-

¹²⁴ LEX-osakelainaussopimukset s. 3-5.

den päättymispäivänä. HEX asettuu jokaisen lainaustapahtuman selvitysosapuoleksi, joten varsinaisilla lainaksiantajalla ja –ottajalla ei ole toimitushäiriöihin liittyviä riskejä. Riskien poistamiseksi HEXillä on käytössään vakuusjärjestely, joka turvaa sijoittajien oikeudet silloin, kun lainaksiottaja ei kykene täyttämään alkuperäistä velvoitettaan.¹²⁵

HEX valitsee LEX-lainaussopimusten kohde-etuuksina olevat osakesarjat ja sopimusten kohde-etuutena olevien osakkeiden määrä (ns. kohde-etuusvakio) on määrätty 100 osakkeeseen. Myös voimassaoloaika on vakioitu; sopimusten päättymispäivä on määritelty joka kuukauden kolmanneksi torstaiksi. Lainaussopimusten preemio määräytyy kuitenkin kysynnän ja tarjonnan mukaan, ja tarjouksia tehdään nimenomaan preemion suuruudesta.¹²⁶

LEX-osakelainaus on tehty lainaksiantajalle mahdollisimman riskittömäksi. Tämä osaltaan edistää sitä, että markkinoilla on lainattavia osakkeita lainaksiottajien arvioidessa lainauksesta saadun hyödyn suuremmaksi kuin sillä otetun riskin. Kun on epävarmaa, palauttaako lainaksiottaja todella lainaamiaan osakkeita vastaavat osakkeet ja maksaako tämä lainauksesta vielä korvauksen, on HEX asettanut tämän epävarmuuden poistamiseksi lainaksiottajalle velvollisuuden asettamaan riittävät vakuudet HEXille. Tämän lisäksi siis, kuten edellä mainittiin, HEX on lainaksiantajan selvitysosapuoli ja sitoutuu näin viimekädessä toimittamaan uupuvat osakkeet lainaksiantajalle.¹²⁷

LEX-osakelainauksen käytännön toteutus tapahtuu ns. lainaksiantajien poolin avulla: lainaksiantajien arvo-osuustilit muodostavat poolin, josta tarjotaan osakkeita lainattavaksi. HEX hallinnoi arvo-osuustilejä erityisen hoitosopimuksen nojalla tai arvo-osuustileistä on solmittu panttaussitoumus. Näiden hoitosopimusten/panttaussitoumusten nojalla HEX huolehtii arvo-osuustilien hallinnoinnin lisäksi myös poolin hallinnasta kuitenkin niin, että jokaisella pooliin osakkeita luovuttaneella osapuolella on oma välittäjä ja selvitystili muita toimia varten. Lainaksiantaja antaa tarjouksensa siis vain välittäjälle tai välittäjän kautta pooliin.¹²⁸

¹²⁵ Ibid. s. 7.

¹²⁶ Ibid.

¹²⁷ Ibid.

¹²⁸ Ibid., s. 10.

Lainaksiottaja on velvollinen asettamaan vakuuden sopimusvelvoitteidensa suorittamisen varmistamiseksi. HEX vaatii lainaksiottajaa asettamaan markkamääräisen vakuuden potentiaalisten tappioiden varalta, ja vakuus on suuruudeltaan noin 125 % kohde-etuutena olevan osakkeen markkina-arvosta. Näin suuri vakuus riittää kattamaan mahdollisen tappion siinä tilanteessa, että lainaksiottaja laiminlyö velvoitteensa, kunnes lisätappioiden syntyminen kyetään estämään tiliaseman sulkemisella. Hyväksyttäviä varoja vakuuksiksi ovat mm. rahatalletus, pankkitakaus HEXin hyväksi, pörssinoteeratut osakkeet tai sijoitusrahasto-osuudet. LEX-osakelainauksessa lainaksiottajalta vaaditaan lisäksi erityisvakuus juuri ennen lainaussopimuksen päättymistä. Tämä tarkoittaa sitä, että lainaussopimuksen kohteena olevat osakkeet pantataan HEXille.¹²⁹

Sopimukset toteutetaan luovuttamalla osakkeet ja niille mahdollisesti kertynyt tuotto takaisin lainaksiantajalle. Jos lainaksiottaja haluaa palauttaa lainaamansa osakkeet lainaksiantajalle ennen lainaussopimuksen päättymistä, hän voi tehdä sen joutumatta suorittamaan premiohyvitystä. Tällainen tilanne saattaa tulla eteen esimerkiksi silloin, kun lainaustarve on ollut ainoastaan lyhytaikainen toimitushäiriön vuoksi. Lainaksiantajalla ei ole oikeutta irtisanoa sopimaansa sopimusta osakkeiden lainauksesta, mutta voi kyseisiä osakkeita tarvitessaan lainata vastaavat osakkeet itse lainausmarkkinoilta.

LEX-osakelainaukseen liittyvät myös LEX-poolit, joissa välittäjien on mahdollista tehdä asiakkaidensa kanssa erityinen laarisopimus asiakkaiden arvo-osuuksien luovuttamisesta välittäjän lainauskäyttöön. Välittäjille muodostuu näin asiakkaiden omistamista arvo-osuuksista laari, josta se voi tarvittaessa lainata osakkeita, tarvitsematta joka kerran lähteä etsimään markkinoilta sopivaa lainaksiantajaa. Mikäli välittäjä ei ole tehnyt asiakkaidensa kanssa laarisopimusta, lainaus toimii tavallisena LEX-lainauksena HEXin kautta, ja lainaksiantajat ovat antaneet arvo-osuutensa HEXin hallinnoimaan laariin.

¹²⁹ Ibid., s. 13.

6.2.2 HETIX-osakelainaus

Toinen osakelainaustuote on sekin HEXin lanseeraama HETIX-osakelainaussopimus. HETIX-osakelaina on lyhytaikainen käteislaina, jossa vakuuksia ei tarvita osapuolten välillä lainkaan. Vakuudettomuus on mahdollista ainostaan lyhytkestoisissa lainoissa ja silloin kun osapuolet ovat kutakuinkin ”tuttuja” eli kun vastapuoliriski on kyetty minimoimaan vastapuolen tunnettuudella. Pidempikestoisissa lainoissa vakuuden asettaminen on välttämätöntä. Kun LEX-osakelainaus koostui varsinaisesti kahden johdannaissopimuksen kokonaisuudesta, muodostuu HETIX-lainaussopimus kahdesta erottamattomasta vastakkaissuuntaisesta pörssikaupasta. HETIX-osakelainaus tapahtuu pörssikaupan tekemisellä markkinahintaan, ja määräaikaisen lainan ollessa kyseessä sovitaan myös lainan palautuksesta päinvastaisella samanhintaisella pörssikaupalla. Tällä vastakkaisella kaupalla on kuitenkin eri selvityspäivä, ja sen tulee olla ensimmäisen kaupan selvityspäivän jälkeen.¹³⁰

Käytännössä HETIX-osakelainaus toteutetaan siten, että sama pörssivälittäjä toimii molempien osapuolten edustajana; se siis muistuttaa sisäistä pörssikauppaa. Välittäjä huolehtii myös lainausta varten tarvittavista arvo-osuusjärjestelmän kirjaushakemuksista ja lainauskorvauksen suorittamisesta osapuolten välillä. Lainaussopimuksen kohde-etuutena ovat kaikki pörssinoteeratut osakkeet. Lainausjärjestely perustuu lainaksiantaja- tai lainaksiottaja-asiakkaan ja välittäjän väliseen toimeksiantosopimukseen. HETIX-sopimuksia käytetään lähinnä varmistamaan arvopaperikaupan selvityksen sujuvuutta sen lyhytaikaisuuden vuoksi, ja sopimusosapuolina ovat välittäjiä lähellä olevat tahot. Lainaksiantajille sopimukset tuottavat hieman lisätuottoa – HETIX ei ole kovin houkutteleva lainaksiantajille, sillä laina-ajat ovat lyhyitä ja lainausopimuksen koko on usein pieni.¹³¹

Toisin kuin vakioidussa LEX-osakelainauksessa, HETIX-lainauksessa niin lainauksesta maksettava korvaus kuin vakuudenasettaminenkin ovat sopimuksenvaraisia asioita. Välittäjä voi kuitenkin luonnollisesti auttaa transaktiossa. HETIX-lainauksen

¹³⁰ Arvopaperilainausseminaari 1998, HEX-kalvot.

¹³¹ Ibid.

etuina voidaan nähdä juuri nämä kahdenväliset vakuusjärjestelyt; tämän lisäksi osakelainaustransaktioon sovelletaan muutenkin sopimuskaupan sääntöjä (soveltuvan lainsäädännön rajoissa tietysti). Markkinainformaatio on hyvin julkista, koska tiedot tehdyistä osakelainaussopimuksista ovat pörssivälittäjien käytössä jatkuvasti. Näistä sopimuksista on myös yleisön saatavilla vastaavia tietoja ja sopimuksista ylläpidetään myös vaihtotilastoja.

6.2.3 Arvopaperikeskuksen osakelainaus

Myös Suomen Arvopaperikeskus on tuonut markkinoille oman lainaustuotteen. Arvopaperikeskus toimii Suomen kansallisena arvopaperikeskuksena ja tarjoaa mm. kauppojen selvityspalveluja.¹³² APK:n osakelainaussopimus on tarkoitettu ainoastaan toimitushäiriöiden ehkäisemiseen ja laina-ajan pituus on rajoitettu 10 päivään. Lähtökohtana lainaustuotteen kehittelyssä APK:lla oli pörssikauppojen toimituspuutteet ja tarkoituksena oli luoda lainauskäytäntö, joka ”hyvin onnistuessaan syö itse omat markkinansa”. APK:n osakelainauksessa pohjana käytetään Ratan ja APK:n hyväksymiä vakioehtoisia sopimuksia, joihin APK ei itse asetu sopimusosapuoleksi. Varsinaiset lainaussopimukset tehdään APK:n selvitysjärjestelmän ulkopuolella, mutta lainaus- ja palautustapahtumat selvitetään APK:ssa. Tuotteen käytön rajaaminen pelkästään toimitushäiriötilanteisiin näkyy siinä, että APK:n selvitysjärjestelmässä on oltava toimituspuutteellinen kauppa ennen lainatapahtuman syöttämistä sinne, myös palautustapahtuma luodaan automaattisesti.

7. Kansainvälinen arvopaperilainaus

Rahoitusmarkkinoiden globaalistumisen myötä luonnollisesti myös arvopaperilainautoiminta kansainvälistyy. Siinä missä ulkomaalainen sijoittaja käy kauppaa suomalaisilla arvopapereilla, kehittyy myös tarve lainata niitä vaikkapa lyhyeksi-

¹³² Esim. www.apk.fi

myyntistrategian toteuttamiseksi. Arvopaperilainaus on kansainvälistä, jos lainausosapuolet ovat eri maista. Kansainvälistä lainaus on myös arvopaperin ollessa eri maasta kuin sopimusosapuolet. Lainaus tapahtuu yli maiden rajojen, ja tämä näkyy luonnollisesti myös lainaustoiminnassa, sillä osapuolten on otettava huomioon erot eri maiden lainsäädännöissä, valuutoissa ja rahoitusmarkkinoissa.

7.1 Kansainvälisen lainaustoiminnan erityispiirteet

Kansainvälinen arvopaperilainaus poikkeaa maan sisäisestä arvopaperilainauksesta. Valtion rajat ylittävissä lainaustoiminnassa tuotot saattavat olla suurempia, mutta vastaavasti riskitkin kasvavat; lainaksiottajalle tämä merkitsee korkeampia kustannuksia. Sopimuksessa on varauduttava valuuttariskeihin sekä erilaisten lainsäädäntöjen aiheuttamiin riskeihin.

Kansainväliselle arvopaperilainaukselle on kysyntää esimerkiksi tilanteessa, jossa kotimaisilla lainausmarkkinoilla arvopapereiden tarjonta on liian pientä tai, kuten Suomessa on tilanne, lainsäädäntö on liian jäykkää. Tällöin tilaisuus tehdä lainaus sopimuksia ulkomaisten osapuolten kanssa mahdollistaa kotimaisten ongelmien välttämisen. Varsinkin aikaisemmin, kun eri maiden lainsäädännöt poikkesivat toisistaan huomattavasti olivat kansainvälinen arvopaperilainaus ja kotimainen arvopaperilainaus hyvinkin erilaisia. Erojen vähentymisen kautta myös arbitraasimahdollisuudet vähenevät, sillä instrumentin hintaeroja eri maissa ei enää helposti löydy. Toimijoiden määrän arvopaperilainausmarkkinoilla kasvaessa, ja tätä kautta tarjonnan kasvaessa kilpailu kiristyy ja tuotot yksittäisistä sopimuksista pienenevät. Toisaalta myös kysyntä on kasvanut.¹³³

Euroopan yhdentyminen tuo omat muutoksensa arvopaperilainaukseen. Varsinkin rahaliitto EMUlla on merkittäviä vaikutuksia kansainväliseen arvopaperilainaukseen, sillä EMUun liittyneillä valtioilla ei enää ole omia kansallisia valuuttojaan. Optimistisimmat tahot ennustavat arvopaperilainausmarkkinoiden kasvavan yhdentymisen myötä, kun valuuttariski ja sen tuomat ongelmat poistuvat. Tällä het-

¹³³ Brooks artikkeli.

kellä ei kuitenkaan ole selvää kuinka EMU tulee kokonaisuudessaan vaikuttamaan arvopaperilainausmarkkinoihin. Jo nyt tiedetään, että valuuttaerojen mahdollistamat arbitraasistrategiat häviävät ja samalla kun markkinat tehostuvat lainaustoiminnasta saadut tuotot pienenevät. Toisaalta EMUn kautta avautuu uusia mahdollisuuksia lainaustoiminnalle valtion rajojen yli rahoitusmarkkinoita sääntelevien normien harmonisoinnin kautta.¹³⁴

7.2 Vertailukohtana Ruotsi

Puhuttaessa Suomen arvopaperilainaussäätelyn kehittämisestä on havainnollista tarkastella Ruotsin arvopaperilainaukseen koskevaa säätelyä ja sen kehitystä, ovathan Suomen ja Ruotsin väliset lainsäädännöt monilta osin samankaltaisia elleivät peräti samanlaisia (esim. shekkilaki). Ruotsin, kuten muidenkin pohjoismaiden, lainsäädäntö on myös usein ollut esikuvana Suomen lainsäädäntöä valmisteltaessa. Vaikka maailmalta on varmasti löydettävissä suurempia, pidemmän historian omaavia arvopaperilainausmarkkinoita, on Suomen lainsäädännön vertaaminen Ruotsin normistoon perustellumpaa, sillä oikeuskulttuurit ovat ko. naapurimaissa lähellä toisiaan. Lisäksi arvopaperilainaukseen säädeltäessä Ruotsin normisto on Suomeen verrattuna edistyneempää, lainaussopimuksilla on toimivat markkinat eikä verotuksellisia esteitä lainauksen hyödyntämiseen muuhunkin kuin toimitushäiriöiden estämiseen ole. Ruotsin lainaustuotteet ovat myös merkittävästi kehittyneempitä kuin suomalaiset harvat lainaussopimukset.

Ruotsissa arvopaperilainaukseen sääntelevä lainsäädäntö liittyy kiinteästi lyhyeksi-myyntiä koskevaan lainsäädäntöön. Ennen vuoden 1991 lainmuutosta oli Ruotsin lainsäädännössä voimassa ns. ylimyynnin kielto, eli lyhyeksi-myynti oli siellä nimenomaisesti kielletty. Vuoden 1991 lailla rahoitusvälineiden kaupasta (lag om handel med finansiella instrument 1991:80) kielto kuitenkin kumottiin, kun lakiin lisättiin kappale toiselle osapuolelle kuuluvien rahoitusinstrumenttien käytöstä, ja

¹³⁴ IOSCO, s. 15.

ylimyynti sallittiin Ruotsin rahoitustarkastuksen valvonnassa oleville yhteisöille.¹³⁵ Samassa yhteydessä muutettiin arvopaperilainauksen verotuskohtelua neutraaliksi.¹³⁶ Vuodesta 1979 Ruotsissa vallinnut ylimyynnin kieltö johtui lain perustelujen mukaan siitä, että Tukholman pörssi oli liian pieni ja siellä kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperimäärä oli liian suppea tarkoituksenmukaisen ylimyynnin toteuttamiseksi. Ylimyynti olisi perustelujen mukaan noissa oloissa saanut spekulatiivisia piirteitä, ja ammattimaisilla, kokeneilla sijoittajilla oli suhteettoman suuri ylivoima vastapuoliin verrattuna.¹³⁷

Sittemmin katsottiin olosuhteiden muuttuneen merkittävästi. Spekulatiiviset piirteet liittyvät nykyään olennaisesti arvopaperikauppaan, eivätkä siten ole mitenkään tunnusomaisia lyhyeksimyynnille. Kun lyhyeksimyynnillä yritetään hyötyä laskevasta markkinatilanteesta, ei tätä voida ehdotuksen mukaan pitää sen enempää spekulatiivisena kuin nousevasta markkinatilanteesta hyötymistäkään. Toisaalta myöskään jonkun markkinaosapuolen suurta tietämystä markkinoista ei voida pitää pelkästään lyhyeksimyynnin ongelmana. Lisäksi lainmuutoksen perusteluissa viitataan kansainvälisen kilpailun merkitykseen sekä siihen, ettei Ruotsi voi kilpailukykynsä kustannuksella pitää yllä kansainvälisestä käytännöstä poikkeavaa lainsäädäntöä koskien lyhyeksimyntiä.¹³⁸

Rahoitusvälineiden kaupasta annetun lain esitöissä korostetaan arvopaperilainauksen merkitystä toimivien ja tehokkaiden markkinoiden ylläpitämisessä ja kehittämisessä. Ilman mahdollisuutta arvopaperilainaukseen olisi arvopaperimarkkinoiden luotettavuus vaarassa markkinaosapuolten ollessa estyneitä täyttämään sopimusveloitteensa. Markkinoiden toimivuus edellyttää sitä, että toimijat pystyvät luottamaan tehtyjen sopimusten toteutumiseen. Myytyjen arvopapereiden toimituksen viivästyessä tai puuttuessa kokonaan on vaarana myös eräänlainen ”dominoefekti”, kun arvopapereita lainaksi antanut osapuoli ei saa lainaamiaan arvopapereita takaisin, jotta voisi

¹³⁵ 3:1 §: ”Förfoganden över finansiella instrument som tillhör någon annan: Om ett företag som står under tillsyn av bankinspektionen eller försäkringsinspektionen vill ingå avtal med ägaren till ett finansiellt instrument om att företaget skall ha rätt att förfoga över det finansiella instrumentet för egen räkning, skall avtalet slutas skriftligen i en handling som upprättats särskilt för ändamålet.”

¹³⁶ HE 209/1997, yleisperustelut luvussa ”Arvopaperien lainaustoiminta”.

¹³⁷ Regerings Proposition 1990/91:142, s. 100.

¹³⁸ Ibid., s. 101 ja Näringsutskottets betänkande 1990/91:NU37, kohdassa Lag om handel med finansiella instrument.

puolestaan täyttää omat mahdollisesta jatkosopimuksesta aiheutuvat velvoitteensa.¹³⁹

Ruotsissa arvopaperilainaussopimukset on jaettavissa kahteen tyyppiin: standardoituin sopimuksiin ja ei-standardoituin sopimuksiin. Arvopaperilainaukseen liittyvän lainsäädännön muuttuessa vuonna 1991 arvioitiin, että standardoiduilla sopimuksilla tulee olemaan vähäisempi merkitys markkinoilla kuin ei-standardoiduilla sopimuksilla, joiden puitteissa sopimusosapuolten on mahdollista sopia joustavasti tarpeidensa mukaisista ehdoista. Lainaussopimuksesta voi myös käydä ilmi se, mihin lainaksiottaja tarvitsee lainaamansa arvopaperit, vaikka omistusoikeus siirtyykin lainaksiottajalle.¹⁴⁰ Arvopaperilainaussopimuksista ei tarvitse maksaa varainsiirtoveroa, eikä myöskään lyhyeksimyynnin yhteydessä tapahtuvan lainauksen katsota realisoivan luovutusvoittoa (eikä siis luovutusvoittoverovelvollisuutta).¹⁴¹ Veroedun saavien arvopaperilainaussopimusten laina-aika on rajattu yhteen vuoteen siten, että mikäli lainatut arvopaperit palautetaan myöhemmin, lasketaan luovutusvoitto 0 kruunun hankintahinnan mukaan – veroseuraamus on siis tällöin hyvin ankara.

Kuten edellisestä käy ilmi, on Ruotsin arvopaperilainaussopimuksia sääntelevä lainsäädäntö paljon vapaampaa kuin Suomessa. Vaikka Suomessakin on lainaussopimus mahdollista tehdä enintään yhdeksi vuodeksi ilman luovutusvoittoveroa, on kuitenkin varainsiirtoveroetu on rajattu enintään 10 päivää kestäviin lainoihin, kun Ruotsissa veroseuraamukset realisoituvat ainoastaan vuotta pidempien laina-aikojen kohdalla. Vuoden laina-aika mahdollistaa jo muutkin lainausmotiivit kuin pelkät toimitusvaikeuksien ehkäisemiseksi tehdyt lainat. Toisaalta jos sopimusosapuolilla on tarvetta pidemmälle laina-ajalle, voivat nämä tehdä laina-ajan jälkeen uuden sopimuksen – 10 päivän laina-aika on niin lyhyt että vaikka uusien sopimusten teko on mahdollista, se ei ole taloudellisesti kannattavaa korkeiden transaktiokustannusten vuoksi.

Lainsäädännön muutosten myötä Ruotsin arvopaperilainausmarkkinat ovat kasvaneet voimakkaasti ja eräiden arvioiden mukaan tällä hetkellä ainoastaan noin 10 % arvopaperilainaussopimuksista tehdään kauppohen selvityksen avuksi ja noin 90 %

¹³⁹ Ibid.

¹⁴⁰ FFFS 1991:2, s. 2.

lainaussopimuksista on tarkoitettu pidemmäksi ajaksi ja ne ovat osa sijoitusstrategiaa.¹⁴² Markkinat ovat myös kehittyneet niillä ollessa paljon erilaisiin tarpeisiin soveltuvia lainaustuotteita. Huomattavaa on myös, että jäykät monopolituotteet, kuten Suomen LEX-osakelainaussopimus, ovat menettäneet merkityksensä monipuolisempien ja kilpailukykyisempien tuotteiden markkinoilletulon jälkeen.

7.3 Kansainväliset puitesopimukset

Kansainvälisessä arvopaperilainauksessa käytetään lainaussopimusten pohjana puitesopimuksia, joiden tarkoituksena on korvata kansalliset arvopaperilainaukseen liittyvät sopimukset. Puitesopimuksilla pyritään harmonisoimaan lainausmarkkinoilla liikkuvia sopimuksia, ja yleisesti puitesopimusten merkitys onkin juuri siinä, että niillä voidaan ns. toistuvissa sopimuksissa sopia myöhempien yksittäisten sopimusten ehdot. Puitesopimus ei siis korvaa myöhempien sopimusten tekemistä, mutta sen ehtoja sovelletaan niihin.¹⁴³

7.3.1 Overseas Securities Lending Agreement OSLA

Kansainvälisessä arvopaperilainauksessa puitesopimuksena käytetään tällä hetkellä yleisesti OSLAa. Sopimus tulee sovellettavaksi silloin, kun toinen osapuoli on ulkomainen. OSLA-sopimus on lähiaikoina uudistumassa GMSLaksi, tällä uudistuksella yhdistetään kolme sopimusta yhdeksi sopimukseksi: GESLA (The Gilt edged Securities Lending Agreement), MEFISLA (The Master Equity and Fixed Income Securities Lending Agreement) sekä OSLA. Sopimuksen uudistamisen taustalla on ollut vähentää markkinoilla olevien erilaisten sopimusten kirjoa sekä yhdistää näiden kolmen sopimuksen kattamat transaktiot yhteen sopimukseen. Toisekseen uu-

¹⁴¹ Svenska Fondhandlareföreningen 1991, s. 3. Lagen om skatt på omsättningen av vissa värdepapper (LVP) ja Lagen om stadig inkomstskatt 24 § 2 mom.

¹⁴² Back Office 2000 –seminaari, Gösta Patzeltin esitys.

¹⁴³ Puitesopimuksista Hemmo I 1997, s. 105.

nessa sopimuksessa ei ole haluttu keskittyä ainoastaan Iso-Britannian lainausmarkkinoihin ja sen erityispiirteisiin, kuten tilanne on aiemmin ollut. Luonnollisesti sopimuksen laatimisessa on otettu viimeisimmät lakien muutokset huomioon ja pyritty päivittämään sitä myös eri markkinaosapuolten ja järjestöjen julkilausumien mukaisesti.¹⁴⁴

OSLAan (ja myöhemmin myös GMSLAhankin) liitetään eri valtioissa kansallinen liite, jossa otetaan huomioon kansalliset erityispiirteet ja lainsäädännön vaatimukset. Suomessa APVY on laatimassa kansallista liitettä, ja aikoo hakea puitesopimukselle liitteineen Ratan hyväksymisen.¹⁴⁵

7.3.2 European Master Agreement EMA

Uusin puitesopimus on Euroopan Pankkifederaation (European Banking Federation) yhteistyössä Euroopan Säästöpankkien ryhmän (European Savings Banks Group) kanssa vuoden 1999 syyskuussa julkistama European Master Agreement EMA. Euroopan Pankkifederaatio markkinoi uutta sopimusta termeillä ”multi-jurisdictional” ja ”multi-product”; sopimusta voidaan toisin sanoen käyttää erilaisissa kansallisissa lainsäädäntöympäristöissä sekä lainaus- että takaisiostosopimuksiin. Sopimuksen etuna mainostetaan olevan se, että sitä voidaan käyttää koko euroalueella, ja kuitenkin sitä käytettäessä on mahdollista huomioida paikalliset erityistarpeet. Puitesopimuksen tarkoituksena on korvata kansalliset arvopapereiden takaisiosto ja lainaus-sopimukset, mutta tavoitteena on sen soveltuminen myös optioihin, swappeihin jne.¹⁴⁶ EMA-sopimuksen ollessa täysin uusi tuote, siitä ei ole vielä käytännön kokemuksia. Vielä ei ole myöskään selvää, mikä EMA-sopimuksen suhde tulee olemaan OSLAan, eli tuleeko sopimuksesta kilpailija sille.¹⁴⁷

¹⁴⁴ ISLA News 6.2.2000.

¹⁴⁵ Back Office 2000 –seminaari, Savikon esitys.

¹⁴⁶ Master Agreement, explanatory memorandum.

¹⁴⁷ Savikko 23.3.2000.

8. De lege ferenda

Arvopaperilainauksen merkityksen toimiville arvopaperimarkkinoille huomioon ottaen, olisi suomalaista lainsäädäntöä muutettava tehokkaampaan suuntaan. Edellä on pyritty tuomaan esiin arvopaperilainauksen vaikutuksia rahoitusmarkkinoilla ja perusteltu sitä, miksi sille asetetuille rajoituksille tulisi löytää taloudellisesti kestävä perusteet. Markkinatakaus- ja selvitystoiminta helpottuvat lainaussopimusten kautta, eivätkä ko. toiminnat sido niin paljon pääomaa, jos on mahdollista turvautua lainaussopimuksiin. Lainaussopimukset ovat myös keskeisiä riskienhallinnan välineitä. Kansainvälisen mallin mukainen arvopaperilainaus olisi tärkeää myös Suomen kilpailukyvyn parantamiseksi.

8.1 Syitä lainausmarkkinoiden kehitykselle

Suomessa arvopaperilainaus toiminta on vähäistä etenkin verrattuna merkittäviin kansainvälisiin markkinapaikkoihin. Tärkeimpänä syynä tähän on pidettävä kansallista lainsäädäntöä. Suomen rahoitusmarkkinat ovat luonnollisesti muutenkin kansainvälisesti katsoen hyvin pienet, joten siinä mielessä lainaus toiminnan vähäisyys on ymmärrettävää. Kuitenkin pääomien vapaan liikkumisen toteutumisen myötä on Suomessakin tullut eteen uhka täydellisestä eristäytymisestä kehityksen ulkopuolelle ilman kilpailukykyisiä rahoituspalveluja. Vaarana on jopa suomalaisten arvopapereiden kaupankäynnin siirtyminen ulkomaille, mikäli arvopaperikauppaa ei kyetä täällä järjestämään riittävän tehokkaasti.¹⁴⁸

Suomen rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyydelle on löydettävissä useita syitä. Vielä 1980-luvun puolivälissä rahoitusmarkkinat olivat pienet, ja valtio säätelä koronmuodostusta sekä pääomanliikkeitä tiukasti. Markkinat olivat myös hyvin pankkikeskeiset, sillä pankkien tarjoamat rahoituspalvelut kattoivat miltei koko rahoitustoiminnan, ja säästämis- sekä sijoittamistoiminta oli lähes kokonaan pankkitalle tusten varassa. Huolimatta julkisen sääntelyn purkamisesta ja rahoitus innovaatioiden

tulosta Suomenkin markkinoille ovat arvopaperimarkkinat yhä pienet verrattuna kehittyneempiin rahoitusjärjestelmiin. Tämä johtuu aktiivisten sijoittajien vähäisyydestä sekä myös rahoituslaitosten ja liikkeeseenlaskijoiden lukumäärän vähäisyydestä. Rahoitusinnovaatioilla tai osakemarkkinoilla ei ole takanaan pitkää historiaa, ja rahastosijoittaminen on ollut vähäistä verrattuna kansainväliseen kehitykseen.¹⁴⁹

Pankkien asema rahoitusmarkkinoilla on edelleen huomattava huolimatta rahoitusmarkkinoiden uusista tuulista. Pankkikilpailu on kuitenkin kiristynyt ulkomaisten pankkien Suomeen tulon myötä, ja vaikka aluksi ulkomaiset pankit keskittyvät lähinnä tukkupankkitoimintaan ja valuuttakauppaan, ovat ne vähitellen laajentaneet toimintaansa myös rahoituksenvälitykseen ja johdannaiskauppaan. Toisaalta kilpailua on lisännyt myös pankkiiriliikkeiden toiminnan kasvu.¹⁵⁰

Arvopaperilainaus toiminnan kehitys on luonnollisesti yhteydessä arvopaperimarkkinoiden kehitykseen kokonaisuudessaan, ja tästä johtuen lainausmarkkinat ovat rahoitusmarkkinoiden tapaan pienet. Suomessa kehitystä on jarruttanut kansainvälisestä mallista poikkeava lainsäädäntö, joka on siirtänyt suuren osan suomalaisten arvopapereiden lainausmarkkinoista ulkomaille. Viime vuosina toteutetut lainsäädännön uudistukset ovat helpottaneet tilannetta hieman, mutta muutokset eivät ole olleet riittäviä mahdollistamaan suomalaisten markkinaosapuolten täysipainoista kilpailukykyä kansainvälisten kilpailijoiden kanssa. Suomessa on ollut ongelmana myös lainaksiantajien vähyys, lainaksiantajien piirissä ei ole nähty lainaus toiminnan tuomia mahdollisuuksia riskittömään lisätuottoon, vaikka mahdollisuudet tähän on jo nykylainsäädännölläkin luotu.

Tiukan lainsäädännön taustalla on ollut halu verosäännöksiin ohjalla arvopaperilainausmarkkinoita juuri niiden pienuuden ja kehittymättömyyden vuoksi. Ohjauksessa on otettu huomioon se, että Suomessa on aikaisemmin ollut kovin vähän sellaisia suuria toimijoita, joilla on ollut edellytyksiä pyörittää arvopaperilainaus toimintaa sekä hallita sen aiheuttamia riskejä. Lainsäätäjän näkökulmasta tiukalla lainsäädännöllä (esim. sitomalla lainasopimusten selvitys selvitys- tai optioyhteisöön) on haluttu turvata kaikkien halukkaiden osapuolten, joilla ei ehkä itsellään olisi re-

¹⁴⁸ Kansainvälisen kilpailun vaikutuksista HE 209/1997, s. 73.

¹⁴⁹ Malkamäki – Vesala 1996, s. 15-16.

¹⁵⁰ Ibid., s. 25.

sursseja toimia yksin, pääsy lainausmarkkinoille. Linaussopimusten selvitys on haluttu keskittää turvalliseen ja tarpeeksi suurelle toimijalle, jolla resurssit riittävät luotettavan lainaustoiminnan järjestämiseen. On muistettava, että Suomessa HEX optioyhteisönä on myös johdannaissopimuksissa vastapuoli sopimuksen molemmille osapuolille, ja osapuolet ovat sidoksissa ainoastaan HEXiin. Tämä ei vastaa kansainvälistä käytäntöä.¹⁵¹ HEX toimii siis monilla tavoin kansainvälisestä käytännöstä poikkeavasti, ja taustalla on nimenomaan ollut halu mahdollistaa esim. johdannaissopimusten ja tässä tapauksessa siis lainaussopimusten tekeminen kaikille.¹⁵²

Toisaalta verolainsäädäntö, joka ohjaa lainaustoiminnan selvitys- ja optioyhteisöön sekä käyttämään Ratan hyväksymiä tai selvitys-/optioyhteisön säännöissä vakoituja ehtoja, on myös mahdollistanut valtion valvonnan. Valtion veronsaajana haluaa valvoa, että sen määräämät verot maksetaan. Valtion halu valvoa arvopaperimarkkinoiden toimintaa liittyy myös julkisen, kaikkien saatavilla olevan, markkinainformaation turvaamiseen. Taustalla on arvopaperimarkkinalansäädännön sisäpiiritietosäätelyn noudattamisen turvaaminen myös arvopaperilainauksessa, sillä lainauksella voi usein olla sama taloudellinen lopputulos kuin suurilla arvopaperikaupoilla – lainauksessa voi yhtä lailla hyötyä oikeudettomasti sisäpiiritiedosta. Valtion kannalta siis olennainen kysymys lainausmarkkinoiden vapauttamisessa on verotulojen turvaamisen lisäksi myös riittävän markkinainformaation tuottamisen varmistaminen.¹⁵³

8.2 Lainsäädännön kritiikki

Arvopaperilainauksen sääntely keskittyy melkein pelkästään verolakeihin, eikä arvopaperilainauksen sallittavuudesta sinänsä ole säädetty laissa. Linaustoiminta on siten sopimusvapauden piirissä, eikä mikään estä esimerkiksi arvopapereita omistavaa yksityishenkilöä lainaamasta omistamiaan arvopapereita niitä tarvitsevalle. Tällainen lainaussopimus ei kuitenkaan ole taloudellisesti kannattava verolakien valossa, eivätkä rationaaliset toimijat solmi taloudellisesti kannattamatonta lainaussopi-

¹⁵¹ Kts. esim. www.hex.fi.

¹⁵² Karjalainen 18.4.2000.

¹⁵³ Ibid.

musta. Sopimuksen jäädessä syntymättä menettää arvopapereita omistava taho lainauksen kautta saatavan lisätuoton, eikä arvopapereita tarvitseva taho kykene hyödyntämään esim. näkemystään laskevista kurseista. Tämä aiheuttaa myös hyvinvointitappioita yhteiskunnalle, kun resursseja ei saada tehokkaaseen käyttöön.

Taloudellisesti tehokkaana voidaan pitää sellaista lainsäädäntöä, joka johtaa voimavarojan tehokkaaseen allokaatioon. Julkisen vallan väliintulo vapaaehtoisissa sopimussuhteissa olisi voitava perustella esimerkiksi sillä, että sopimuksesta syntyy ulkoishaittoja, joita osapuolet eivät ilman lainsäädäntöä joudu ottamaan toiminnassaan huomioon. Toisaalta taas verotus olisi hyväksyttävää ns. vapaamatkustajaongelman kohdalla, jos sopimuksen ulkopuolinen osapuoli hyötyisi sopimuksesta, eikä siitä kuitenkaan aiheudu tälle mitään kustannuksia.¹⁵⁴ Ajateltaessa lainauksen vaikutuksia rahoitusmarkkinoille olisi sille asetettavat veroseuraamukset kyettävä perustelemaan sillä, että lainauksen vähäisyys (johon nykyinen järjestelmä johtaa) olisi yhteiskunnallisesti tehokkaampi vaihtoehto kuin kehittyneet lainausmarkkinat.

On myös julkisen vallan intressien mukaista pyrkiä turvaamaan rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytykset. 1990-luvun alun kaltainen pankkikriisi osoitti toimivien ja tehokkaiden, mutta ennen kaikkea luotettavien markkinoiden välttämättömyyden. Tiukat, kaupankäyntiä rajoittavat normit johtavat sekä kaupankäynnin siirtymiseen ulkomaille että mahdollisten porsaanreikien etsimiseen ja hyväksikäyttöön kotimaassa. Tämä ei kuitenkaan saisi olla säätelyn seuraus vaan lainsäädännön tulisi parantaa markkinoiden toimivuutta ja edistää sijoitustoimintaa.

8.2.1 Epäkohdat

Varainsiirtovero

Suuri este kannattavan arvopaperilainauksen toteuttamiselle Suomessa on varainsiirtoverotus. Arvopaperilainaussopimuksen teko ei ole sopimusosapuolille kannattavaa, jos nämä joutuvat varainsiirtoveron välttääkseen solmimaan useita peräkkäisiä 10 päivän sopimuksia, joista yhteensä muodostuu koko osapuolten tarvitsema

laina-aika. Transaktiokustannukset nousevat kohtuuttomiksi verrattuna sopimuksista saatavaan hyötyyn ja sopimus jää usein tekemättä. Varsinkin ajateltaessa lainaksiantajaa, jonka motiivi lainaukselle on useimmiten lisätuoton saaminen passiiviselle salkulle, ei transaktiokustannusten syövä tuotto houkuttele lainaamaan arvopapereita ainakaan Suomessa.

Koska kansainvälisillä markkinoilla ei varainsiirtovero ole samaan tapaan rasittamassa lainaussopimuksia¹⁵⁵, eivät kansainväliset sijoittajat ole valmiita hyväksymään Suomen lainsäädännön mukaista lainaussopimuksen verottomuudelle asetettua 10 päivän vaatimusta. Eikä sijoittajien sitä tarvitsekaan hyväksyä, sillä Suomen rajojen ulkopuolella on löydettävissä toimivampia ja tehokkaampia markkinoita, jotka pystyvät tarjoamaan toivotut puitteet kannattavalle lainaukselle. Verrattuna suomalaisten sijoittajien saamaan tuottoon arvopapereidensa lainaamisesta Suomen lainausmarkkinoilla, saavat esimerkiksi ruotsalaiset sijoittajat oleellisesti parempia tuottoja lainaamalla samoja suomalaisia arvopapereita omilla markkinoillaan.

Varainsiirtovero vääristää markkinoita, sillä lainan enimmäispituus on rajattu 10 päivään, kun lainaussopimus solmitaan pörssin ulkopuolella. 10 päivää pidemmät lainaussopimukset on tehtävä pörssissä esim. LEX-linaussopimuksina, mikäli haluaa välttyä veroseuraamuksilta – LEX-sopimukset kun ovat johdannaissopimuksina vapautettu varainsiirtoverosta. Ulkomaiset osapuolet voivat kuitenkin ulkomailla lainata ja antaa lainaksi suomalaisia osakkeita joustavasti ja ilman pörssikuluja.¹⁵⁶ Lainsäädännöllä turvataan näin HEXin määräävä markkina-asema, ja se voi pitää tarjoamansa palvelun hinnan korkealla tarvitsematta ottaa huomioon kilpailijoiden edesottamuksia kansallisilla markkinoilla. Kansainväliset markkinat vaativat verottomuuden ulottamista myös pörssin ulkopuolella tehtäviin pitkiin lainasopimuksiin – eihän esimerkiksi lainaussopimuksen välittävä osapuoli ole välttämättä lainkaan pörssivälitystoimintaa aktiivisesti harjoittava yritys. Muutenkin kansainvälisesti ovat yleisesti käytössä ns. OTC-lainat.

¹⁵⁴ Esim. Määttä 1999, s. 29-38.

¹⁵⁵ Esim. Ruotsi: varainsiirtovero maksetaan yli vuoden pituisista lainoista kts. kohta 7.2.

¹⁵⁶ On tosin huomattava, että varainsiirtovero koskee vain Suomessa yleisesti verovelvollisia (VSVL 16 §), ulkomaisia osapuolia varainsiirtoveroseuraamus häittää välillisesti esim. principal-mallissa, jossa suomalainen välittäjä, jonka kanssa ulkomainen lainausosapuoli on tehnyt sopimuksen, joutuu maksamaan varainsiirtoveron ja vero siirtyy palvelun hintaan.

Varainsiirtoveron vaikuttaessa lainaksiantajien halukkuuteen lainata omistamiaan arvopapereita ei voi unohtaa myöskään tämänhetkistä ulkomaalaisomistuksen suuruutta suomalaisyrityksissä. Jos suomalaiset sijoittajat pieniin tuottoihin ja tiukkaan verolainsäädäntöön tyytyisivätkin, eivät ulkomaalaiset omistajat sitä tee, ja tästä johtuukin Suomen markkinoilla vallitsevat lainaksiantajien ja lainattavien arvopapereiden puute. Lainausharkinnat olisivat vilkkaammat, jos tarjontaa olisi enemmän.

Lopuksi varainsiirtovero vaikuttaa vahingollisesti suomalaisten arvopaperimarkkinoiden uskottavuuteen. Yhä tiivistyvillä rahoitusmarkkinoilla ympäri maailman välittäjät kilpailevat keskenään samoista asiakkaista. Ulkomailla toimivat, kilpailevat arvopaperivälittäjät, jotka välittävät lainaussopimuksia hyötyvät Suomen heikoista markkinoista ja saavat kilpailuedun puolelleen. Arvopaperilainaus toiminnan siirtyminen ulkomaille myös suomalaisten arvopapereiden kohdalla heikentää luottamusta Suomen markkinoiden uskottavuutta kansainvälisesti.

Arvopaperilainaukseen rasittava varainsiirtovero on rinnastettavissa valuutan vaihdantaan kohdistuvaan *Tobin-veroon*.¹⁵⁷ Alunperin kyseisellä verolla ei ollut fiskaalista tavoitetta vaan sillä oli ehkäisevä tehtävä. Veron tarkoituksena oli ehkäistä valuuttakurssien heilahteluja, jotka johtuvat Tobinin mielestä valuuttaan kohdistuvasta spekuloinnista. Valuuttakurssien heilahtelut, jotka eivät johtuneet markkinoiden ”normaalista” toiminnasta haluttiin estää asettamalla valuutan vaihdolle alhainen verokanta. Ajatuksena oli, että alhainen verokanta rasittaisi hyvin vähän taloudellisista tekijöistä johtuvaa valuuttakauppaa, mutta olisi raskas lyhytaikaiselle valuuttakeinottelulle. Verorasituksen oli tarkoitus olla sitä suurempi, mitä nopeasyklisempää valuuttakauppa olisi. Käytännössä Tobin-veron käyttöönottamiseksi tarvittaisiin kansainvälinen konsensus sen vuoksi, että merkittävien valuutta-alueiden jäädessä järjestelmän ulkopuolelle, voisi valuuttakauppa siirtyä näille alueille.¹⁵⁸

Kuten Tobin-vero, pyrkii Suomen varainsiirtovero ehkäisemään spekulatiivista arvopaperikauppaa. Ongelmana sääntelyssä on kuitenkin kansainvälisen yhtenäisen varainsiirtoverokäytännön puuttuminen – kansainvälisesti Suomen varainsiirtovero luo suomalaisten markkinaosapuolten kansainvälisille kilpailijoille kilpailuedun.

¹⁵⁷ James Tobin voitti taloustieteiden Nobel-palkinnon 1981, hän kehitti Tobin-veron jo 1970-luvun alkupuolella.

¹⁵⁸ Penttilä, kohdassa 8.3 ”Tobin-vero”. Tobin-verosta yleisesti esim. Patomäki 1999, s. 6-9.

Tämän tutkimuksen puitteissa ei ole mahdollista pohtia laajemmin esim. Tobin-veron perustelujen kestävyyttä, mutta oletus, jonka mukaan valuuttakurssien romahdus johtuu valuuttakeinottelusta, eikä esimerkiksi rahanmäärän kasvattamisesta keskuspankkien toimesta, ei välttämättä ole oikea. Valuuttakeinottelijat hoitavat markkinoilla spekuloiden tärkeää tehtävää, eli poistavat hinnoitteluvirheitä. Samasta syystä spekulanttien pelosta asetettu varainsiirtovero kaipaisi uudelleenharkintaa.

Luovutusvoittoverotus

Arvopaperilainaus sopimusta ei käsitellä luovutuksena elinkeinotulon verottamisesta annetussa laissa säädetyin edellytyksin. Kyseinen laki soveltuu elinkeinonharjoittajien verotettavan tulon laskemiseen (EVL 1 §), eikä tuloverolaista ole löydettävissä vastaavaa säännöstä, joka ulottaisi verovapauden myös yksityishenkilöihin. Tätä on pidettävä kiistämättä epäkohtana, jonka perustelut eivät tunnu kestävilä. Pankkitalletusten vähentäessä pikkuhiljaa merkitystään yksityishenkilöiden ainoina sijoituskohteina, on myös yksityishenkilöillä nykyään omistuksessaan sellaisia määriä arvopapereita, että niiden lainaaminen olisi kannattavaa. Vaikka yksityisten omistukset eivät olisikaan kovin suuria, voisi lainaus sopimusten välittäjä hyödyntää pienikokoisetkin arvopaperisalkut kokoamalla niistä yhdessä isomman arvopaperimäärän eteenpäin lainattavaksi.

EVL:n esitöissä¹⁵⁹ mainitaan perusteluina vain, että ”ehdoton valtaosa lainaus- tai repotoiminnasta tulisi ilmeisesti kuulumaan elinkeinoverotuksen piiriin elinkeinonharjoittajien lainatessa tai ostaessa liiketoimiansa varten arvopapereita tai luovuttaessa arvopapereita salkustaan saadakseen lisätuottoa”. Kysymykseen, miksei lainauksen vähäisyydestä huolimatta etua voisi ulottaa yhtä hyvin yksityishenkilöiden lainaukseen, ei tässä anneta vastausta. Pienten elinkeinonharjoittajien omistamat arvopaperisalkut ovat tuskin suurempia kuin yksityishenkilöidenkään omistukset, ja on toisaalta kyseenalaista pitää varallisuuden suuruutta hyväksyttävänä perusteena lainsäädännön erilaiselle kohtelulle.

¹⁵⁹ HE 218/1997.

Veroedun rajaamisen EVL:n soveltamisalaan taustalla on EVL:n sekä TVL:n erot: EVL lähtee suoriteperusteisuudesta ja TVL maksuperusteisuudesta; ainoastaan EVL:n soveltamisalaan kuuluvilla tahoilla on kirjanpitovelvollisuus. Valtion kannalta kirjanpitovelvollisuuden täyttäminen on edellytys arvopaperilainauksen valvomiselle sekä valtion etujen turvaamiselle veronsaajana. Toisaalta yksityishenkilöitä halutaan suojata lainauksen aiheuttamilta riskeiltä.¹⁶⁰

Luovutusvoittoverovapauden puuttuessa yksityishenkilöiltä jäävät yksityishenkilöt kokonaan lainausmarkkinoiden ulkopuolelle. Vaikka elinkeinonharjoittajienkin lainaustoiminnalle on asetettu esteitä varainsiirtoverotuksen muodossa, on yksityishenkilöiden mahdotonta tehdä kannattavia lainaussopimuksia, kun joka kerta arvopaperin omistusoikeuden siirtyessä lainaussopimuksen myötä se realisoisi luovutusvoiton ja sitä kautta luovutusvoittoveron. Kokonaistaloudellisesti ajateltuna näiden lainaussopimusten tekemättä jääminen aiheuttaa hyvinvointitappioita, sillä lainaussopimus tuottaisi hyötyä kaikille, puhumattakaan lainaustoiminnan yleisistä hyödyistä arvopaperimarkkinoiden tehostajana. Myös valtio menettää verotuloja, sillä lainaksiantajan lainaussopimuksesta saama korvaus on veronalaista tuloa, ja nämä tulot jäävät tässä tilanteessa kokonaan syntymättä.

Perustelu, jonka mukaan yksityishenkilöt eivät ole elinkeinonharjoittajia huonommassa asemassa sillä perusteella, että yksityisillä on mahdollisuus perustaa yritys, on vähintäänkin erikoinen. Jos taustalla on ollutkin halu ”suojella” yksityishenkilöitä kohtuuttomalta kirjanpitovelvollisuudelta, on vaikea nähdä kuinka ylimääräisten sijoitustuottojen estäminen olisi yksityishenkilöille hyväksi. Käytännössä EVL:n soveltamisalaan rajattu veroetu ajaa yksityishenkilöt perustamaan yrityksen sillä perusteella, että pääsisivät lainaamaan omistamiaan arvopapereita, jonka jälkeen arvopapereiden omistuksen siirto yritykselle aiheuttaisi omat veroseuraamuksensa. Aina voidaan vedota siihen, että jokin on mahdollista, mutta veroseuraamukset saattavat tehdä toiminnan kuitenkin käytännössä mahdottomaksi.

¹⁶⁰ Karjalainen 18.4.2000, Karjalaisen mukaan yksityishenkilöitä ei kohdella kaltoin verokysymyksessä, sillä lainsäädäntö antaa heille kuitenkin mahdollisuuden perustaa yritys, jonka kautta veroetu on saatavissa.

LEX-osakelainaus

Ainoa toimiva pitkäaikainen osakelainauustuote Suomessa on tällä hetkellä LEX-osakelainaussopimus. LEX-sopimuksen ollessa varsinaisesti johdannaistuote sitä eivät koske verolainsäädännön rajoitukset. LEX-osakelainaussopimukset ovat vaki-
oituja sopimuksia, joissa ainoa markkinoiden määräämä piirre on lainaussopimuk-
sesta lainaksiantajalle maksettava preemio.

Varainsiirtoveroa koskeva lainsäädäntö turvaa HEXille monopolin Suomen arvopa-
perimarkkinoilla. Helsingin Pörssille suoma monopoliasema on mahdollistanut ai-
noan markkinoilla olevan tuotteen korkean hinnoittelun. LEX-lainaus on lainaksiot-
tajan kannalta erittäin kallis, sillä HEX vaatii lainaksiottajalta korkeat vakuudet –
125 % - turvaamaan lainaksiantajan oikeuksia. Lisäksi HEX veloittaa palveluistaan
suuret palkkiot, eikä lainaksiottajalla ole juuri muuta mahdollisuutta kilpailun puut-
tuessa kuin maksaa HEXin vaatiman hinnan.

Lainaksiantajan kannalta LEX on turvallinen tuote, sillä HEX asettuu lainaussopi-
musten vastapuoleksi, eli lainaksiantajalta puuttuu käytännössä vastapuoliriski ko-
konaan. Toisaalta HEXin lainaksiottajia melkoisesti rokottava hinnoittelu haittaa
myös lainaksiantajia, sillä korkeat kustannukset vähentävät ylipäänsä arvopaperi-
lainauksen volyymia. Vaikka lainaksiantajien oikeudet on otettu huomioon teke-
mällä lainaustuotteesta äärimmäisen turvallinen, on unohdettu tehokkaiden markki-
noiden vaatimukset. Suomalaista käytäntöä muutettaessa lainaksiantajien on lisättä-
vä resursseja riskien hallintaan.¹⁶¹

LEX-osakelainaussopimusten houkuttelevuutta vähentää myös sen kömpelyys. Tä-
mä aiheutuu hitaasta mahdollisuudesta saada osakkeet palautusta vaadittaessa takai-
sin. Kun kansainvälisen mallin mukaisessa arvopaperilainauksessa arvopaperit on
mahdollista saada takaisin kahden arvopäivän jälkeen takaisin, ja normaalissakin
osakekaupassa kolmen päivän kuluttua, on kyseinen periodi LEX-sopimusten koh-
dalla viisi arvopäivää. Tämä heikentää lainaksiantajan mahdollisuuksia pikaisesti
varautua muuttuviin tilanteisiin ja saattaa vähentää myös lainaksiantajan halukkuutta
antaa osakkeitaan lainaksi LEX-sopimuksen kautta. Tällä hetkellä, mikäli lainak-
siantajalle tulee tarve myydä lainassaoleva osake, on tähän varauduttava jo kaksi

¹⁶¹ Kärkkäinen 27.3.2000.

päivää ennen myyntiä vaatimalla lainassa olevien osakkeiden palautusta, jotta ne ovat normaalin selvitysjaksan – T+3 – kuluttua toimitettavissa ostajalle.¹⁶²

Ulkomaalaiset markkinaosapuolet eivät näe LEX-sopimusta houkuttelevana tuotteena, sillä se poikkeaa heidän käytännöstään. LEX-lainauksessa käytetään hyväksi vakuusvaateiden netotusta, joka tarkoittaa sitä, että yhden lainaosapuolen kaikki transaktiot käsitellään yhdessä ja lopputulos määrää tarvitaanko lisävakuuksia vai ei. Osakelainaus ei siis vaadi välttämättä vakuuksiin varattua pääomaa, vaan saldo voi olla joskus jopa positiivinen riippuen markkinoiden liikkeistä. Netotusta ei kuitenkaan ulkomailla käytetä, vaan siellä vakuuksien hallinta on järjestetty erikseen.¹⁶³

Sijaisosinkosääntely

Sijaisosinkosääntelyn lainaustoiminnalle aiheuttamat epäkohdat liittyvät suomalaisten markkinaosapuolten kilpailulliseen asemaan suhteessa ulkomaisiin kilpailijoihin. Sijaisosingon vähennyskeltottomuus antaa ulkomaisille lainaksiottajille kilpailuedun, sillä useissa muissa maissa sijaisosinko on vähennyskelpoinen meno lainaksiottajan verotuksessa. Suomessa lainaksiottajat, jotka joutuvat maksamaan sijaisosingon lainattuaan osakkeita lyhyeksimyynnin vuoksi, eivät voi vähentää sitä kuluna, joutuvat ottamaan ko. menon huomioon hinnoittelussaan (kts. edellä 3.1.5). Näin ulkomaalaiset pystyvät tarjoamaan lainauksesta paremman hinnan lainaksiottajille kuin suomalaiset lainaksiottajat. Tämä on ongelma esimerkiksi markkinatakaajille, joille lyhyeksimyyni on keskeinen osa toimintaa markkinoilla.¹⁶⁴

Parannus tähän sijaisosinkosääntelyn aiheuttamaan epäkohtaan olisi sellainen järjestelmä, jossa verottaja ottaisi huomioon lainaksiottajan todellisen omistustilanteen osinkojen irtoamispäivänä. Pääsääntö ei muuttuisi eli lähtökohtaisesti sijaisosinkojen maksaminen ei muodostaisi vähennyskelpoista menoa, mutta lainaksiottajan kyetessä verifioimaan todellisen salkkutilanteensa osingon irtoamispäivänä, voisi verottaja ottaa sen huomioon. Lainaksiottaja voisi vähentää verotuksessaan sellaiset maksa-

¹⁶² Ibid.

¹⁶³ Jousimies 31.3.2000.

¹⁶⁴ Ibid.

mansa sijaisosingot, joita vastaavia osinkoja yhtiöveronhyvityksineen hän ei ole todellisuudessa edes saanut.¹⁶⁵

Esimerkki

Markkinatakaajalla on lainassa osingon irtoamispäivänä 100 kpl osinkoja maksavan yhtiön osakkeita. Todellisuudessa 40 ko. osakkeista on luovutettu eteenpäin ja osinkoa + yhtiöveronhyvitystä markkinatakaaja saa vain 60 osakkeesta. Oletetaan, että osinko on arvoltaan á 100 mk. Nykyisen lainsäädännön mukaan lainaksiottaja joutuu maksamaan sijaisosinkoa 100 osakkeesta $100 * 100 \text{ mk} = 10\,000 \text{ mk}$ ja häntä verotetaan $10\,000 + (10\,000 * 7/18) = 13\,900 \text{ mk}$:sta, vaikka hänen todellinen tulonsa on ollut $6000 + (6000 * 7/18) = 8\,300 \text{ mk}$. Veroa markkinatakaaja joutuu maksamaan nyt $13\,900 * 28\% = 3\,900 \text{ mk}$, vaikka oikea vero olisi $8\,300 * 28\% = 2\,300 \text{ mk}$. Markkinatakaaja kärsii 1 600 mk:n tappion, joka siirtyy kustannuksina lainaussopimuksen hintaan.

Kuten aiemmin on todettu, sijaisosinkosäätely ei välttämättä ole aina ongelma. Hyvin toimivilla markkinoilla osakkeen hinta laskee osingon irtoamisen jälkeen osingon verran, ja lainaksiottaja saa kompensaaion maksamastaan sijaisosingosta tällä tavoin.

HEXin määräävä markkina-asema

Varainsiirtoveroa koskeva säätely turvaa HEXille määräävän markkina-aseman pitkissä lainoissa Suomen arvopaperilainausmarkkinoilla. Määräävä markkina-asema mahdollistaa yrityksen toimimisen vailla kilpailun luomia paineita tehostaa omaa toimintaa. Tässä asemassa oleva yritys tuottaa liian vähän tuotteita liian korkeaan hintaan aiheuttaen samalla hyvinvointitappioita. Lain suojaama monopoli estää kilpailijoiden tulon markkinoille, tosin rahoitusmarkkinoiden globalistuessa osapuolten on mahdollista hakeutua ulkomaisille markkinoille ja välttää Suomen kömpelöiden markkinoiden ongelmat sitä kautta.

HEXille on luotu monopoliasema muutenkin arvopaperimarkkinoilla, sillä arvopaperikauppojen varainsiirtoverottomuus on yleisestikin sidottu pörssikauppoihin. VSVL 15 §:n mukaan varainsiirtoveroa ei ole suoritettava myytäessä tai vaihdettaes-

¹⁶⁵ Ibid.

sa pörssi-arvopapereita julkisessa kaupassa. Lainkohdan vaikutuksia arvopaperimarkkinoihin yleisesti ei ole mahdollista tämän työn puitteissa tutkia.

Selvitysvelvollisuus suomalaisessa selvitysyhteisössä

EVL 6 §:n 6 momentin 5 kohdan mukainen luovutusvoittovero koskeva poikkeus edellyttää lainaussopimusten selvittämistä suomalaisessa selvitysyhteisössä. Säännöstä on perusteltu lain esitöissä julkisen valvonnan tarpeellisuudella, koska lainaussopimuksen vapauttaminen luovutusvoittoverosta merkitsee merkittävää poikkeusta luovutusvoittovero koskevaan sääntelyyn ja saattaa aiheuttaa ”houkutusia lain vastaisten veroetujen tavoitteluun”. Kyseinen säännös kuitenkin poikkeaa kansainvälisestä mallista ja antaa suomalaisille selvitysyhteisöille lain takaaman kilpailuedun lainaussopimusten selvityksessä. Esimerkiksi Englannissa arvopaperilainaussopimus voidaan joko selvittää pörssissä tai ainoastaan *raportoida* pörssille. Valvonta on turvattu raportointivelvollisuuden kautta, ja Suomen Pankkiyhdistys on lakialoitteessaan ehdottanut samanlaista mallia suomalaiseen arvopaperilainaussopimusta koskevaan lainsäädäntöön. Kuten APK:n lakialoitteesta antamassa lausunnossa todetaan: ”Arvopaperikeskuksen kannalta ei ole välttämätöntä pyrkiä keskittämään kaikkien lainaustapahtumien selvitystä tai tekemän lainauksesta yksinoikeutta. Arvopaperikaupan selvityksen sujuvuus on Arvopaperikeskuksen kannalta verrattomasti tärkeämpi tavoite kuin lainaustapahtumien selvityksestä mahdollisesti kertyvä tulovirta.” APK uskoo myös, että uudistamalla lainsäädäntöä Pankkiyhdistyksen ehdottamalla tavalla on mahdollista lisätä lainattavaksi annettavien arvopapereiden määrää. Toisaalta APK ehdottaa, että osapuolten olisi raportoitava lainaustapahtumista suoraan verottajalle selvitysjärjestelmän ulkopuolisissa lainoissa.¹⁶⁶

Lainsäätäjän näkemys siitä, että lainaussopimusten selvitys on ollut keskitettävä luotettavaan selvitysyhteisöön, ei ole enää tarpeen. Riittävät resurssit selvitystoimintaan omaavia markkinaosapuolia on olemassa, ja se näkökulma, että selvitystoiminnan keskittyminen on tehnyt lainauksen mahdolliseksi myös pienille toimijoille, ei myöskään vaarannu. Voivathan pienet toimijat jatkossakin selvittää sopimuksensa selvitys- tai optioyhteisössä, mikäli heillä ei ole resursseja selvittää niitä itse.

¹⁶⁶ Lainsäädäntöaloitteen lausuntoliitteet: APK:n lausunto.

8.2.2 Kansainväliset paineet

Verolainsäädännössä viime vuosina toteutetut uudistukset ovat parantaneet Suomen tilannetta aikaisemmasta, mutta eivät tarpeeksi. Kilpailu rahoitusmarkkinoilla on maailmanlaajuista ja arvopaperimarkkinoidenkin kansainvälistyminen luo paineita myös suomalaisille markkinaosapuolille. Kun ulkomaisilla arvopapereilla on mahdollista käydä kauppaa Suomessa ja suomalaisilla arvopapereilla taas ulkomailla, joutuvat suomalaiset toimijat ottamaan huomioon kotimaisten kilpailijoiden edesottamusten lisäksi myös ulkomaiset paineet. Euroopan yhdentymisen myötä pyritään Euroopan laajuisiin sisämarkkinoihin ja sen vuoksi myös pääomamarkkinat on vapautettu. Myös tämä kehitys luo kiristyvää kilpailua eri maiden markkinaosapuolten välille. Arvopaperien lainausmarkkinat siirtyvät sinne, missä kansallinen järjestelmä mahdollistaa edullisimmin ja tehokkaimmin toimivat markkinat. Viime aikoina on Euroopassa näkyneet pyrkimys rakentaa vahvoja, keskittyneitä finanssikeskuksia maailmanlaajuisesti merkittävälle markkinapaikoille, jonka vuoksi pienet ja syrjäiset markkinapaikat, kuten Suomi, ovat vaarassa jäädä syrjään kehityksestä.¹⁶⁷ Suomalaisen arvopaperimarkkinoiden on kyettävä tarjoamaan kilpailukykyisiä palveluita ja tuotteita turvatakseen markkina-asemansa.

Kansainvälisesti lainaussopimuksissa käytetään yleisesti ns. principal-mallia, jossa lainaussopimuksen välittäjä tulee sopimuksen osapuoleksi. Käytännön edut ovat välittäjän asiakkaille kiistattomat: asiakkaiden on mahdollista solmia sopimus tutun instituution kanssa, ja asiakkaan kannalta merkityksellistä on myös välittäjiltä vaadittava vakavaraisuus. Välittäjä, joka toimii principalina lainaussopimuksessa voi lainata suuremman määrän arvopapereita pidemmäksi aikaa ja jakaa ne edelleen lyhyempiin lainoihin esimerkiksi juuri selvitysvaikeuksien estämiseen. Suomen verolainsäädäntö ei mahdollista tällaisen mallin käyttöä, ja mm. tästä syystä ulkomaiset markkinaosapuolet eivät ole halukkaita tekemään lainaussopimuksia Suomessa.¹⁶⁸

Yhdentyvä Eurooppa vaatii kansallisilta lainsäädännöiltä kilpailuoikeudellisten esteiden poistamista, jotta minkään maan markkinoita ei keinotekoisesti yritettäisi

¹⁶⁷ HE 209/1997 yleisperustelut kohdassa "Kansainvälisen kilpailun vaikutus".

¹⁶⁸ Pankkiyhdistyksen lakialoite 1998, s. 3.

eristää EU:n sisämarkkinoista. Suomen lainsäädäntö eristää tällä hetkellä Suomen lainausmarkkinat kansainvälisistä markkinoista

Sijoittajien liikkeessa nopeasti maasta toiseen etsien itselleen parasta vaihtoehtoa sijoitustensa kannalta, on välittäjien maine avainasemassa. Toistuvat ongelmat välitettyjen kauppojen toteuttamisessa toimitushäiriöiden vuoksi heikentävät välittäjien mainetta ja saavat asiakkaat vaihtamaan välittäjää. Arvopaperikaupat kun muodostavat pitkiä ketjuja, ja yhden ketjun lenkin häiriöt saattava vaikuttaa koko järjestelmään vahingollisesti (ns. domino-efekti). Suomalaisten välittäjien ongelmana on lainaksiantajien vähyys. Vaikka verotuksellisesti Suomessa onkin mahdollistettu lyhytaikaiset selvityslainat, poikkeaa arvopaperilainaus kansainvälisestä käytännöstä niin paljon, etteivät ulkomaiset lainaksiantajat ole valmiita lainamaan arvopapereitaan Suomeen. Lainaksiantajan kannalta lyhyet laina-ajat pienine tuottoineen eivät ole kovin houkuttelevia. Kun suomalaiset välittäjät eivät kykene joustavasti lainamaan arvopapereita estääkseen uhkaavat toimitushäiriöt, toimitukset takkuilevat, ja suomalaisten maine kansainvälisillä markkinoilla heikkenee vähentäen markkinaosapuolten halukkuutta tulla Suomen markkinoille entisestään. Kansainvälisillä markkinoilla on käytössä myös ns. pakkolainaus, jossa arvopapereiden myyjän laiminlyödessä toimitusvelvollisuutensa on välittäjällä oikeus lainata tarvittavat arvopaperit markkinoilta velvollisuutensa laiminlyöneen myyjän kustannuksella. Suomessa pakkolainausta ei ole.

8.3 Julkisesta edusta

Arvopaperilainausta koskevan lainsäädännön muuttamiselle on löydettävissä myös julkisen edun mukaiset perusteet. Voimassaolevan lainsäädännön esitöistä on luettavissa verottajan halu estää oikeudettomat verohyödyt arvopaperilainauksen kautta. Verottajan intressissä on maksimoida verotulot, mutta verotulojen maksimointi ei aina toteudu kaupankäyntiä mahdollisimman paljon rajoittavin säännöksin, sillä vaikka kaupankäyntiä rajoittavat verosäännökset pyrkivätkin estämään veronkierron, ne saattavat samalla myös estää koko kaupankäynnin tai ainakin siirtää sen ulkomaille – tuottamaan verotuloja toisiin valtioihin.

Eri valtioiden poikkeava verolainsäädäntö on suurille kansainvälisille sijoittajille tärkeä tekijä sijoitusten kohteista päätettäessä. Tästä syystä kansainvälistyminen luo valtioiden välille verokilpailua niiden yrittäessä houkutella sijoittajia pääomineen omaan maahansa. Verokilpailussa menestyminen edellyttää, että valtio on pääomalle kansainvälisesti kilpailukykyinen sijoittumiskohde.¹⁶⁹ Perinteisesti hyvällä verojärjestelmällä on tarkoitettu verotusta, joka jakaa verorasituksen oikeudenmukaisesti verovelvollisten kesken ja aiheuttaa verohallinnolle sekä verovelvollisille mahdollisimman vähän kustannuksia. Globalistumisen myötä on hyvälle verojärjestelmälle asetettava tavoitteeksi kuitenkin myös kansainvälinen kilpailukyky. Vaikka verokilpailu tarkoittaakin useimmiten sitä, että valtiot pyrkivät tarjoamaan muita valtioita lievempää verotusta verovelvollisilleen ei verokilpailu kuitenkaan välttämättä tarkoita valtion verotulojen kautta saamien rahavirtojen pienenemistä: edullinen verotus houkuttelee enemmän verovelvollisia. Siksi kansainvälisesti kilpailukykyisen verotuksen kehittäminen on myös julkisen edun mukaista.

Arvopaperilainaus sopimukseen liittyviä verosäädöksiä uudistettaessa on otettava huomioon kansainvälinen verokilpailu. Kun nykyisen lainsäädännön vaikutus on Suomen arvopaperilainaukseen ollut toimivien markkinoiden puuttuminen sekä lainaustoiminnan siirtyminen ulkomaisille markkinoille, tulisi lainsäädäntöuudistusten päinvastoin johtaa lainaus sopimusten volyymin lisääntymiseen Suomen markkinoilla.

Nykyisiin lainsäädännön epäkohtiin on valtion näkökulmasta löydettävissä muitakin lääkkeitä kuin pelkkä sen vapauttaminen. Keskeinen ongelma, joka lainsäätäjän olisi ratkaistava, on sopimusosapuolten erilaisten tarpeiden tyydyttäminen: lainaksiottajan kannalta lyhyetkin laina-ajat ovat usein riittäviä, mutta lainaksiantajat haluavat tehdä lainaus sopimuksia pidemmäksi aikaa. Tällä hetkellä lainaksiantajia on liian vähän, ja lainsäädäntöä olisikin kehitettävä lainaksiantajia houkuttelevampaan suuntaan. Yleisen edun kannalta arvopaperilainaus on joustavan selvityksen apuväline; koska kauppohen selvitys ei tapahdu välittömästi kaupan tekemisen jälkeen, tämä luo luontaisen tarpeen lainaukselle viivästysten ehkäisemiseksi. Ratkaisu tähän ongelmaan olisi reaaliaikaisen selvityksen kehittäminen, jossa selvitysaika olisi T+0.

¹⁶⁹ Penttilä, kohdassa "verokilpailusta ja veropolitiikan rajoitteista".

Vaikka tähän pyrittäisiinkin, täydellinen toimiva reaaliaikainen selvitys on utopiaa, joten selvityslainausta ei kyetä helpottamaan tällä tavalla.¹⁷⁰

Toinen mahdollisuus lainaksiantajien houkuttelemiselle lainausmarkkinoille olisi toimitushäiriöistä seuraavien sanktiomaksujen nostaminen. Tämä tekisi lainauksen houkuttelevammaksi lainaksiantajille, sillä lainatuista arvopapereista olisi mahdollista saada suurempi tuotto – lainaksiottajat olisivat valmiita maksamaan korkeitakin preemioita, kunhan vain välttäisivät korkeat sanktiomaksut.¹⁷¹ Kolmas vaihtoehto nykykäytännön parantamiselle olisi valtionkin kannalta varainsiirtoverottoman laina-ajan pidentäminen nykyisestä.¹⁷² Kaksi ensimmäistä vaihtoehtoa eivät poistaisi verokilpailunäkökohtaa tai sitä, että suomalainen lainauskäytäntö vakiotuotteineen poikkeaisi edelleen kansainvälisestä käytännöstä. Kansainvälisille lainaksiantajille on nimenomaan olennaista saada arvopaperit lainattua pitkäksi ajaksi; käytännössä tämä tapahtuu principal-mallin kautta, jossa pitkä sopimus tehdään välittäjän kanssa, ja välittäjä jakaa lainan edelleen lyhyisiin lainoihin lainaksiottajille.

Toimivien arvopaperilainausmarkkinoiden puuttuminen aiheuttaa kokonaistalouden kannalta tehokkuustappioita. Edellä esitettyjen lainauksen sekä lainausosapuolille että rahoitusmarkkinoille tuomien etujen lisäksi arvopaperilainauksella saadaan säilytyksessä olevat arvopaperit tuottamaan. Luonnollisesti pitkäaikaisille sijoituksille saatava lisätuotto hyödyttää ennen kaikkea lainaksiantajaa, mutta kysymystä voidaan tarkastella myös makrotalouden kannalta. Arvopapereiden säilytys on verrattavissa pankkitalletuksiin: pankki saa ottolainauksen kautta kerättyä tallettajilta pääomaa, jonka se sijoittaa eteenpäin tuottavasti. Pankki sitoutuu maksamaan tallettajalle korkoa korvauksena talletettujen varojen käyttämisestä.¹⁷³ Pankit kanavoivat rahoitusta rahoitusylijämmäiseltä sektorilta rahoitusalijämmäiselle sektorille, ja resurssit saadaan tehokkaaseen käyttöön. Kun tätä verrataan arvopapereiden säilytykseen nähdään, että suuri määrä arvopapereita ”makaa” säilytystileillä tuottamatta mahdollisia osinkoja lukuunottamatta mitään vaan päinvastoin aiheuttaen säilytyskustannuksia omistajilleen. Arvopaperilainauksen kautta arvopaperit saataisiin tuottamaan – myös verotuloja valtiolle.

¹⁷⁰ Karjalainen 18.4.2000.

¹⁷¹ Ibid. Karjalainen ei näe tätä kuitenkaan kovin realistisena vaihtoehtona.

¹⁷² Ibid. Karjalaisen mielestä laina-ajan pidentäminen tuntuu tällä hetkellä todennäköisimmältä vaihtoehdolta.

Kolehmainen on kehittänyt mallia, jonka mukaan arvopapereiden säilytysyhteisölle annettaisiin mahdollisuus luovuttaa omaan lukuunsa säilyttämänsä arvopaperit uudelle omistajalle samalla kun säilytykseen jäisi ainoastaan rekisterimerkintä pörsiosakkeen tallettajan nimissä. Arvopaperinvälittäjän asiakassäilytyksessä pitämistä arvopaperista, arvo-osuudesta, tehtäisiin edelleenluovuttamiskelpoinen jälkimarkkinainstrumentti pörssinoteerattujen osakkeiden rinnalle.¹⁷⁴ Tällä hetkellä AML 4:5 :n mukaan arvopaperinvälittäjä ei saa luovuttaa omaan lukuunsa asiakkaalle kuuluvaa arvopaperia ilman asiakkaan antamaa erillistä kirjallista suostumusta. Kolehmainen tutkii mahdollisuutta perustaa säilytysyhteisölle osittaisluovutusoikeus säilyttämiinsä arvopapereihin, sillä nykyisen järjestelmän haittoina hän näkee mm. sen, että arvopapereiden makaaminen säilytyksessä aiheuttaa liike- ja makrotaloudellisia tehokkuustappioita ja toisaalta arvopapereiden talletusjärjestelmällä on yliturvattu tallettajansuoja valuuttatalletuksiin verrattuna.¹⁷⁵ Arvopaperilainaukseen verrattuna, Kolehmaisessa mallissa jää itse sopimus lainaksiottajan ja lainaksiantajan välillä pois, kun arvopapereiden säilytysyhteisölle annettaisiin oikeus käyttää tileillä olevia arvopapereita ilman omistajan kirjallista suostumusta. Tavoite on silti sama, eli säilytyksessä olevien arvo-osuuksien saaminen tehokkaaseen käyttöön.

8.4 Sopimusvapaudesta

Lopuksi on tuotava esiin vielä periaatteellinen, sopimusvapautta puoltava kannanotto lainaussopimusten sääntelystä. Vaikka edellä olen pyrkinyt perustelemaan lainsäädännön muutostarpeet taloudellisin argumentein, voidaan lainsäädännölle asettaa vaatimuksia myös sopimusvapauden näkökulmasta. Lähtökohtaisesti lainsäädännön on tarjottava osapuolten sopimuksille sellaiset puitteet, että osapuolten vapaa sopimustahto pystyy toteutumaan. Julkisen intervention käyttämiselle yksityisiin sopimuksiin on aina löydettävä kestävä perusteet.

¹⁷³ Pankkitalletuksista esim. Kärävä – Riihimäki – Kärävä 1998, s. 248-249.

¹⁷⁴ Kolehmainen 2000, s. 81.

¹⁷⁵ Ibid, s. 84-92 ja 191-194.

Tarkastellaan sopimusvapauden toteutumista Suomen arvopaperilainauksessa käytännön esimerkin kautta: yksityishenkilö A on yhtiön X suuromistaja, pankkiiriliike B haluaa lainata X:n osakkeita A:lta. Jotta A voisi tehdä kannattavan lainaussopimuksen B:n kanssa, A joutuisi ensin perustamaan yhtiön jolle hän luovuttaisi osakkeet maksaen luovutuksesta veroseuraamukset ja laina-aika voisi olla maksimissaan 10 päivää. Osapuolten vapaalla sopimustahdolla ei tilanteessa ole juurikaan merkitystä, vaan lainsäädäntö tekee lainaamisen käytännössä mahdottomaksi ja estää sopimuksen tekemisen.

Vaihtoehto olisi ns. vapaiden lainojen salliminen. Vapailla lainoilla voidaan tarkoittaa eri asioita, mutta äärimmillään ne tarkoittavat arvopaperilainaussopimuksia, joita ketkä tahansa arvopapereita omistavat sekä arvopapereita tilapäisesti tarvitsevat tahot voivat keskenään solmia. Tähän tilanteeseen on Suomessa vielä matkaa, ja pientenkin muutosten vaikutukset halutaan varmasti selvittää perinpohjaisesti ennen mahdollisia lakimuutoksia. Kuten sanottu, lainsäätäjät on kiinnostunut ennen kaikkea markkinainformaation tasapuolisen saatavuuden varmistamisesta sekä riittävän valvonnan turvaamisesta. Markkinaosapuolten halutessa vaikuttaa lainsäädännön kehityksen suuntaan niiden on kyettävä tarjoamaan riittävät selvitykset muutosten positiivisesta vaikutuksesta kaikille arvopaperimarkkinoiden osapuolille. Markkinoiden paras mahdollinen toimivuus ja tehokkuus mielessä ei kuitenkaan lainsäätäjänkään ole syytä jättäytyä selvitystyöstä syrjään.