



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

# Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä

Työryhmämuistio



Valtiovarainministeriön julkaisu – 25/2016



Rahoitusmarkkinat





VALTIOVARAINMINISTERIÖ

# Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä

Työryhmämuistio

---

Valtiovarainministeriön julkaisu – 25/2016

---

VALTIOVARAINMINISTERIÖ

PL 28 (Snellmaninkatu 1 A) 00023 VALTIONEUVOSTO

Puhelin 0295 16001 (vaihde)

Internet: [www.vm.fi](http://www.vm.fi)

Taitto: Valtioneuvoston hallintoyksikkö/Tietotuki- ja julkaisuyksikkö/ Pirkko Ala-Marttila

Helsinki, 2016

## Kuvailulehti

<b>Julkaisija ja julkaisuaika</b>	Valtiovarainministeriö, kesäkuu 2016	
<b>Tekijät</b>	Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä	
<b>Julkaisun nimi</b>	Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä Työryhmämuistio	
<b>Asiasanat</b>	joukkovelkakirjalainat, rahoitusmarkkinat, rahoitus	
<b>Julkaisusarjan nimi ja numero</b>	Valtiovarainministeriön julkaisuja 25/2016	
<b>Julkaisun myynti/jakaja</b>	Julkaisu on saatavissa pdf-tiedostona osoitteesta <a href="http://www.vm.fi/julkaisut">www.vm.fi/julkaisut</a> .	
<b>ISBN</b> 978-952-251-785-2 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>Sivuja</b> 166	<b>Kieli</b> Suomi

### Tiivistelmä

Työryhmän tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeväksi lainsäädännöksi sekä lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi. Työryhmä on saanut valmiiksi ensimmäisen vaiheen työstään. Toimeksiannon toista osuutta varten työryhmä on saanut lisäaikaa 2 päivään tammikuuta 2017 saakka.

Työryhmä ehdottaa säädettäväksi uuden lain joukkolainanhaltijoiden edustajasta, jossa on kahdeksan lukua. Lain 1 luvussa säädetään lain soveltamisalasta, keskeisistä määritelmistä sekä lain pääasiallisesta tahdonvaltaisuudesta. Vain harvat lain säännökset ovat pakottavia. Lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan ja vakuusagenttiin. Määritelmät liittyvät välittömästi edustajan toimintaan.

Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään myös edustussopimuksen sitovuudesta joukkolainanhaltijoita ja myöhempiä siirronsaajia sekä joukkolainanhaltijan velkojia kohtaan.

Lain 3 luvussa säädetään yleisluontoisesti joukkolainanhaltijoiden toiminnasta ja päätöksenteosta, lain 4 luvussa joukkolainan vakuuden perustamisesta edustajalle tai edustajana toimivalle vakuusagentille sekä lain 5 luvussa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullisittomuudesta.

Lain 6 luku koskee elinkeinonharjoittajan oikeutta toimia edustajana, lain 7 luku valvontaa, rekisterin tietojen saamista verkkopalveluna ja seuraamuksia sekä lain 8 luku muutoksenhakua ja siirtymäsäännöksiä. Lisäksi työryhmä ehdottaa teknislouonteisia tarkistuksia Finanssivalvontaa koskevaan lainsäädäntöön.

Työryhmä ehdottaa, että uusi lainsäädäntö saatetaan voimaan mahdollisimman nopeasti ja viimeistään syyskuussa 2017.

## Presentationsblad

<b>Utgivare och datum</b>	Finansministeriet, juni 2016	
<b>Författare</b>	Arbetsgruppen för utvecklande av obligationsmarknaden	
<b>Publikationens titel</b>	Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä Työryhmämuistio	
<b>Publikationsserie och nummer</b>	Finansministeriet publikationer 25/2016	
<b>Beställningar/distribution</b>	Publikationen finns på finska i PDF-format på <a href="http://www.vm.fi/julkaisut">www.vm.fi/julkaisut</a> .	
<b>ISBN</b> 978-952-251-785-2 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>Sidor</b> 166	<b>Språk</b> Finska

### Sammandrag

Arbetsgruppens uppgift var att i form av en regeringsproposition utarbeta ett förslag till lagstiftning om ombud för innehavare av obligationslån, och att bedöma behovet av andra nödvändiga åtgärder för att övergripande utveckla obligationsmarknaden. Arbetsgruppen har fått klart det första skedet av sitt arbete. För den andra delen av uppdraget har arbetsgruppen fått förlängd tid till och med den 2 januari 2017.

Arbetsgruppen föreslår att det ska stiftas en ny lag i åtta kapitel om ombud för innehavare av obligationslån. I lagens 1 kap. föreskrivs om lagens tillämpningsområde, centrala definitioner och lagens huvudsakligen dispositiva karaktär. Endast ett fåtal av lagens bestämmelser är tvingande. Lagen tillämpas på ombud och säkerhetsombud för innehavare av obligationslån. Definitionerna är direkt kopplade till ombudets verksamhet.

I 2 kap. föreskrivs om utnämmande av ett ombud, eller av ett säkerhetsombud som agerar ombud, i samband med emissionen av obligationslånet eller senare under obligationslånets giltighetstid. I kapitlet föreskrivs också om ombudsavtalets bindande karaktär för innehavare av obligationslån och senare mottagare samt innehavarens borgenärer.

I 3 kap. föreskrivs på allmän nivå om verksamheten och beslutsfattandet för innehavare av obligationslån, i 4 kap. om inrättande av säkerhet för obligationslån för ombud och i 5 kap. om rättigheter gentemot utomstående som gäller säkerhetsombud i egenskap av säkerhetsinnehavare i kollektiva finansieringsupplägg.

I 6 kap. behandlas näringsidkares rätt att agera ombud, i 7 kap. tillsyn, tillgång till registerupplysningar genom en webbtjänst samt påföljder, och i 8 kap. ändringssökande och övergångsbestämmelser. Arbetsgruppen föreslår också tekniska justeringar i lagstiftningen om Finansinspektionen.

Arbetsgruppen föreslår att den nya lagstiftningen ska träda i kraft så snabbt som möjligt, senast i september 2017.

## Description page

<b>Publisher and date</b>	Ministry of Finance, June 2016	
<b>Author(s)</b>	Working group on bond market development	
<b>Title of publication</b>	Working group on bond market development Working group memorandum	
<b>Publication series and number</b>	Ministry of Finance publications 25/2016	
<b>Distribution and sale</b>	The publication can be accessed in pdf-format in Finnish at <a href="http://www.vm.fi/julkaisut">www.vm.fi/julkaisut</a> .	
<b>ISBN</b> 978-952-251-785-2 (PDF) <b>ISSN</b> 1797-9714 (PDF)	<b>No. of pages</b> 166	<b>Language</b> Finnish

### Abstract

The working group's task was to prepare a proposal, in the form of a government proposal, for legislation on bondholder representatives and to assess any other measures necessary for comprehensively developing the operation of the bond market. The working group has now completed the first stage of its work. For the second part of the task the working group has been given additional time, until 2 January 2017.

The working group proposes the enactment of a new act on bondholder representatives. The proposed act has eight chapters. Chapter 1 lays down provisions on the act's scope of application, the key definitions and the primarily non-mandatory nature of the act. Very few of the act's provisions are mandatory. The act applies to bondholder representatives and security agents. The definitions are directly related to the activities of representatives.

Chapter 2 of the act has provisions on the designation of bondholder representatives and security agents acting as representatives in connection with bond issuance or later during the bond's period of validity. The chapter also contains provisions on the validity of representation agreements with regard to bondholders, later endorsees and bondholder creditors.

The provisions of Chapter 3 of the act refer generally to bondholder activities and decision making, while Chapter 4 deals with establishing bond security for representatives or for security agents acting as representatives. Chapter 5 of the act has provisions concerning the third-party validity of the security holder rights of security agents used contractually in collective financing arrangements.

Chapter 6 concerns the right of an entrepreneur to act as a representative, Chapter 7 refers to supervision, the obtaining of register data as an online service and legal sanctions, and Chapter 8 deals with appeals and transitional provisions. The working group also proposes a number of technical revisions to the legislation on the Financial Supervisory Authority.

The working group proposes that the new legislation be brought into effect as soon as possible and no later than September 2017.





# Sisältö

<b>Valtiovarainministeriölle</b> .....	11
<b>Hallituksen esitys eduskunnalle</b> .....	19
<b>Regeringens proposition till riksdagen</b> .....	149



## Valtiovarainministeriölle

Valtiovarainministeriö asetti oikeusministeriötä kuultuaan 25 päivänä helmikuuta 2015 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi sekä lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi.

Työryhmän toimikausi alkoi 1 päivänä maaliskuuta 2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30 päivänä kesäkuuta 2016 mennessä.

Työryhmän puheenjohtajaksi kutsuttiin siviilioikeuden professori Jarno Tepora Helsingin yliopistosta.

Työryhmän jäseniksi määrättiin lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju (valtiovarainministeriö) sekä kutsuttiin lainsäädäntöneuvos Pekka Pulkkinen (oikeusministeriö), lakimies Ilkka Geitlin (Työeläkevakuuttajat TELA ry), toimitusjohtaja Sari Lounasmeri (Osakesäästäjien Keskusliitto ry / Pörssisäätiö), toimitusjohtaja Leena Mörttinen (Perheyritysten liitto ry / Suomen Yrittäjät ry), lakimies Johanna Palin (Finanssialan Keskusliitto ry), lakimies Timo Rikkonen (Sampo Oyj / Elinkeinoelämän Keskusliitto ry) sekä asianajaja Helena Viita (Roschier, Asianajotoimisto Oy / Suomen Asianajajaliitto).

Työryhmän pysyviksi asiantuntijoiksi määrättiin finanssineuvos Urpo Hautala (valtiovarainministeriö) sekä kutsuttiin country representative, toimitusjohtaja Sami Miettinen (Nordic Trustee Oy).

Työryhmän pääsihteeriksi määrättiin neuvotteleva virkamies Aki Kallio (valtiovarainministeriö) sekä sihteeriksi kutsuttiin asianajaja Mikko Heinonen (Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy / Suomen Asianajajaliitto, 16 päivästä marraskuuta 2015 alkaen Roschier, Asianajotoimisto Oy / Suomen Asianajajaliitto).

Työryhmän työhön on jäsen Mörttisen sijaisena osallistunut toimitusjohtaja Heikki Lehtonen (Perheyritysten liitto ry / Suomen Yrittäjät ry).

Työryhmän jäsenten Geitlin ja Palin pyydettyä eroa heidän tilalleen kutsuttiin päälakimies Timo Kaisanlahti (Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma / Työeläkevakuuttajat TELA ry) ja johtava lakimies Tuomas Majuri (Finanssialan Keskusliitto ry). Työryhmän jäsen Kaisanlahden pyydettyä eroa hänen tilalleen kutsuttiin lakimies Jouni Herkama (Työeläkevakuuttajat TELA ry).

Työryhmä otti nimekseen Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä, lyhenteenään JLM -kehittämistyöryhmä.

Työryhmä on hyödyntänyt muistionsa valmistelussa vahvennettua kirjoittajaryhmää, johon ovat osallistuneet puheenjohtaja Tepora, jäsenet Harju, Pulkkinen ja Viita, pääsihteerit Kallio, sihteerit Heinonen, sekä kutsuttuna lakimies Tuomas Toivonen (Nordea Pankki Suomi Oyj / Finanssialan Keskusliitto).

**Tavoitteet.** Työryhmän oli, soveltuvin osin ja harkintansa puitteissa, otettava työssään huomioon erityisesti seuraavat valtiovarainministeriön 24 päivänä kesäkuuta 2014 julkistamassa arviomuistiossa ja siihen annetussa lausuntopalautteessa esiin nousseet tavoitteet:

- joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeudellisen aseman nykyisin muodostavan oikeudellisen konstruktion arviointi ja selkeyttäminen niin, että se ottaa huomioon tarpeen edustajan (i) toimintakelpoisuuden ja -edellytysten pysyvyydelle (toimintakelpoisuuden peruuttamattomuus ilman hyväksyttävää syytä) ja (ii) kaikkiin edustamiinsa sijoittajiin nähden itsenäiselle ja näitä si-

tovalle toimintakelpoisuudelle suhteessa liikkeeseenlaskijaan tiettyjen sopimusvapauden piirissä tarkemmin sovittavien edellytysten täytyessä;

- erityishuomion kiinnittäminen edustajan kelpoisuuteen toimia edustamiensa sijoittajien puolesta ja lukuun liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja yrityssaneerauksessa (hakea konkurssiin ja/tai yrityssaneeraukseen ja/tai puoltaa/yhtyä edustamiensa sijoittajien puolesta yrityssaneeraushakemukseen ja valvoa saatavat konkurssissa edustamiensa sijoittajien puolesta) ja ajaa itsenäisesti kannetta liikkeeseenlaskijaa tai tämän lakisäätteisiä toimielimiä vastaan edustamiensa sijoittajien puolesta;
- edustajan oikeusaseman arviointi ja selkeyttäminen suhteessa edustusta koskevaan sopimusjärjestelyyn nähden ulkopuolisiin kolmansiin osapuoliin;
- joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaa ohjaavan lakiehdotuksen pitäisi muodostua mieluiten suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen;
- arvioida tarvetta selkeyttää ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä vakuusagentin asemasta syndikoidussa luotonannossa erityisesti vakuusagentin mahdollisen maksukyvyttömyysmenettelyn osalta;
- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajamallin ulottamisesta myös muihin kollektiivisen luotonannon muotoihin joko erillisten säännösten tai analogiatulkinnan kautta;
- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajan tiedonanto-, toimilupa- ja/tai rekisteröimisvelvollisuudesta ja valvonnasta.

Työryhmä on työnsä ensimmäisessä vaiheessa selvittänyt nämä kysymykset ja tehnyt niitä koskevat tarpeelliset ehdotukset hallituksen esityksen muotoon. Työryhmän tehtävänä oli lisäksi:

- selvittää, arvioida ja ehdottaa joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja kehitystä haittaavien sääntelyesteiden purkamista ja mahdollisten joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen ja toimivuuden parantamiseen tähtäävien lainsäädännöllisten täsmäkorjausten tekemistä;
- selvittää, arvioida ja yksilöidä asiakokonaisuuteen muuten liittyviä lainsäädännöllisiä kehityshankkeita (mm. komissiokauppaa koskeva sääntely ja mahdolliset kotimaisesta lainsäädännöstä aiheutuvat kansainvälisen liiketoiminnan esteet) ja ehdottaa toimenpiteitä tällaisten kehityshankkeiden toimeenpanolle sekä tarpeen mukaan sovittaa yhteen edustajamallia koskevan lain muihin säännöksiin edellyttämät muutokset;
- selvittää tarvetta ja mahdollisuuksia piensijoittajille sijoittaa nykyistä kattavammin joukkolainamarkkinoille; ja
- ottaa soveltuvin osin huomioon voimassa oleva ja tuleva joukkolainamarkkinoita koskeva ja asiakokonaisuuteen muuten liittyvä EU-sääntely (esim. MiFID II) sekä EU:n komissiossa valmisteilla oleva pääomamarkkinaunionihanke ja siinä kasvun rahoitukselle asetetut kunnianhimoiset päämäärät.

Työryhmä on työnsä ensimmäisessä vaiheessa alustavasti selvittänyt myös näitä kysymyksiä mutta katsonut, että tehtävän laaja-alaisuuden vuoksi lisäselvitykset ovat tarpeen. Tämän vuoksi työryhmä on pyytänyt lisäaikaa selvitystyölle, mikä samalla mahdollistaa työryhmän valmisteleman lakiehdotuksen saaman lausuntopalautteen asianmukaisen käsittelyn ja edistää sen ripeää jatkovalmistelua.

**Ehdotus.** Työryhmän ehdotus on laadittu toimeksiannon mukaisesti hallituksen esityksen muotoon.

Työryhmä ehdottaa säädettäväksi uuden lain joukkolainanhaltijoiden edustajasta.

Ehdotetussa joustavaksi tarkoitettussa puitelaisissa on kahdeksan lukua, joista 1 luvun yleisissä säännöksissä säädetään lain soveltamisalasta, keskeisistä määritelmistä sekä lain pääasiallisesta tahdonvaltaisuudesta. Vain harvat lain säännökset ovat pakottavia. Lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan ja vakuusagenttiin. Määritelmät liittyvät välittömästi edustajan toimintaan.

Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään myös edustus sopimuksen sitovuudesta joukkolainanhaltijoita ja myöhempiä siirronsaajia sekä joukkolainanhaltijan velkojia kohtaan.

Lain 3 luvussa säädetään yleisluontoisesti joukkolainanhaltijoiden toiminnasta ja päätöksenteosta, lain 4 luvussa joukkolainan vakuuden perustamisesta edustajalle tai edustajana toimivalle vakuusagentille sekä lain 5 luvussa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullissitovuudesta.

Lain 6 luku koskee elinkeinonharjoittajan oikeutta toimia edustajana. Lain 7 luku koskee valvontaa, rekisterin tietojen saamista verkkopalveluna ja seuraamuksia, joita ovat rangaistussäännökset ja vahingonkorvausvelvollisuus. Lain 8 luku koskee muutoksenhakua ja siirtymäsäännöksiä.

**Kilpailukyky.** Työryhmän työssä on painottunut tavoite arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn edistämistä. Tavoitteena on lainsäädäntö, joka turvaa kilpailukykyisen toimintaympäristön sekä suomalaisille että ulkomaisille toimijoille ja sitä kautta mahdollisimman laajan ja hyvin kilpaillun palvelujen ja tuotteiden tarjonnan Suomessa. Arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkuuteen vaikuttaa kilpailu markkinoilla ja infrastruktuurin tehokkuus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostaminen parantaa suomalaisten yritysten pääomien saatavuutta ja toisaalta suomalaisten sijoitusmahdollisuuksia. Kansallisen lainsäädännön tulisi tukea tätä muutoshetkeä siten, että muutuskustannukset jäävät mahdollisimman pieniksi ja saavutettavissa olevat muutoshyödyt toteutuvat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.

**Sijoittajansuoja.** Markkinoiden houkuttelevuuden ja kilpailukykyyn vastinparina arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tulee myös varmistaa riittävän korkeatasoinen sijoittajansuoja. Työryhmä ei ole havainnut voimassa olevassa sääntelyssä merkittäviä sijoittajansuojan aukkoja. Monet esitetyistä muutoksista kuitenkin parantavat sijoittajansuojaa ja lisäävät oikeusvarmuutta. Työryhmä on kiinnittänyt erityistä huomiota mahdollisuuteen lisätä piensijoittajien osallistumista joukkolainamarkkinoille.

**Valvonta ja itsesääntely.** Työryhmä ehdottaa, että Finanssivalvonta valvoo vain osaa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain noudattamista. Itsesääntelyn kehittämiseen tähtäävät ehdotukset koskevat arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämistä.

**Muut lakiehdotukset.** Muut työryhmän lakiehdotukset liittyvät Finanssivalvontaa koskevaan lainsäädäntöön ja ovat luonteeltaan teknisiä. Valvonnan kustannukset on arvioitu suhteellisen pieniksi kaikille osapuolille.

**Hallinnolliset seuraamukset.** Työryhmä ei ehdota Finanssivalvonnalle oikeutta määrätä hallinnollisia seuraamuksia joukkolainanhaltijoiden edustajalle, vaan katsoo rangaistussäännökset riittäviksi seuraamuksiksi lähinnä rikosoikeudellisten seuraamusten ensisijaisuuden vuoksi.

**Vahingonkorvaus.** Työryhmän ehdotus vahingonkorvaussääntelyksi sisältää rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä tavanomaisen tahallisuuteen ja tuottamukseen perustuvan vahingonkorvausvastuun, johon kuuluvaa tuottamusolettamaa on kuitenkin lievennetty siten, ettei yhdenvertaista kohtelua ja hyvää arvopaperimarkkinatapa koskevien säännösten rikkominen aiheuta joukkolainanhaltijoiden edustajalle vahingonkorvausvastuuta. Toisaalta sijoittajalle ehdotetaan oikeutta vaatia vahingonkorvausta joukkolainanhaltijoiden edustajan johtohenkilöltä, jos vahinko on johtunut siitä, että johtohenkilö tehtävässään on tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyönyt huolehtia siitä, että toiminnassa noudatetaan asiakasvarojen hallintaa koskevia pakottaviksi säädettyjä velvollisuuksia.

Työryhmä on pitänyt 14 kokousta. Vahvennettu kirjoittajaryhmä on tavannut 9 kertaa.

Työryhmä järjesti lakiehdotuksensa luonnoksesta sidosryhmille laajan kuulemistilaisuuden 10 päivänä maaliskuuta 2016. Kuulemistilaisuuteen oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia. Kuulemistilaisuuteen osallistui puheenjohtaja Teporan, pääsihteeri Kallion ja jäsen Harjun lisäksi yhteensä 32 henkilöä, joista osa oli työryhmän jäseniä. Kuulemistilaisuudesta on laadittu yhteenveto ja siinä esitetyt kommentit on otettu työryhmän ehdotusten valmistelussa huolellisesti huomioon.

Lisäksi työryhmä on kokouksissaan kuullut asiantuntijoita seuraavasti:

- 4. kokous 3 päivänä kesäkuuta 2015: asianajajat Pekka Jaatinen ja Pauliina Tenhunen (Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy / Suomen Asianajajaliitto);
- 4. kokous 3 päivänä kesäkuuta 2015: CEO Jakob Arenander (Nordic Trustee A/S, Tanska) ja legal director Jo Forfang (Nordic Trustee ASA, Norja);
- 9. kokous 16 päivänä joulukuuta 2015: johtava asiantuntija Ville Kajala ja markkinavalvoja Marianne Demecs (Finanssivalvonta).

Työryhmälle myönnettiin 9 päivänä toukokuuta 2016 kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammi-kuuta 2017 saakka työn viimeistelyä varten. Jatkovalmistelussa työryhmä keskittyy sekä lakiehdotuksen viimeistelyyn lausuntopalautteen pohjalta että arvioimaan mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi.

Työryhmä on vain rajoitetusti viimeistellyt työryhmän hallituksen esityksen muotoon laatimaan ehdotukseen liittyvät yleisperustelut. Yleisperustelut perustuvat pitkälti valtiovarainministeriön 24 päivänä kesäkuuta 2014 julkistamaan arviomuistioon, ja niitä on päivitetty niin työryhmässä käytyjen keskustelujen kuin työryhmässä laadittujen muistioiden pohjalta. Työryhmä ehdottaa, että sen ehdotuksia koskevassa lausuntopyynnössä lausunnonantajia kehoitettaisiin kiinnittämään erityistä huomiota lakiehdotuksiin ja niiden yksityiskohtaisiin perusteluihin. Yleisperustelujen viimeistellymmästä versiosta työryhmä ehdottaa järjestettäväksi julkisen kuulemisen lausuntokierroksen jälkeen syksyllä 2016 lausuntopalautteen pohjalta jatkovalmistelussa muokatun työryhmän ehdotuksen käsittelyn yhteydessä.

Työryhmän ehdotukset koskevat oikeudellisesti monimutkaista asiakokonaisuutta, joka ei perustu harmonisoituun EU-sääntelyyn vaan kansallisen lainsäädännön kehittämiseen ja siihen liittyvään harkintaan. Osa työryhmän ehdotuksista saattaa siten edellyttää uudelleenarviointia ja huolellista viimeistelyä ennen hallituksen esityksen antamista. Jatkovalmistelussa on lisäksi tarkennettava ehdotusten perusteita ja tarvittavia siirtymäsäännöksiä. Työryhmä kuitenkin ehdottaa, että uusi lainsäädäntö tulisi saattaa voimaan mahdollisimman nopeasti ja viimeistään syyskuussa 2017. Ehdotusten kansallisten erityispiirteiden vuoksi on myös tärkeää, että jatkovalmistelu on ripeää ja mahdollisimman avointa, minkä lisäksi siinä on syytä kuulla monipuolisesti eri sidosryhmiä.

Saatuaan työnsä ensimmäisen vaiheen valmiiksi työryhmä luovuttaa yksimielisen muistionsa kunnioittavasti valtiovarainministeriölle.

Helsingissä 20 päivänä kesäkuuta 2016



Jarno Tepora



Ilkka Harju



Pekka Pulkkinen



Jouni Herkama



Heikki Lehtonen



Sari Lounasmeri



Tuomas Majuri



Timo Rikkonen



Helena Viita



Urpo Hautala



Sami Miettinen



Aki Kallio



Mikko Heinonen





# JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMISTYÖRYHMÄ

VM056:00/2014

Luonnos hallituksen esitykseksi

Ruotsinkieliset säädösehdotukset



## **HALLITUKSEN ESITYS EDUSKUNNALLE JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJAA KOSKEVAKSI LAIKSI SEKÄ ERÄIKSI SIIHEN LIITTYVIKSI LAEIKSI**

### **ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ**

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi uusi laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta. Esityksessä ehdotetaan lisäksi muutettaviksi Finanssivalvonnasta annettua lakia ja Finanssivalvonnan valvontamaksusta annettua lakia. Näihin lakeihin tehtäisiin uudesta laista johtuvat tekniset muutokset.

Ehdotettu laki koskisi joukkolainanhaltijoiden edustajaa. Joukkolainanhaltijoiden edustajalla tarkoitetaan elinkeinonharjoittajaa, joka on sitoutunut joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun toimimaan joukkolainan ehdoissa tai muussa joukkolainaan liittyvässä sopimuksessa, joita ehdotuksessa kutsutaan edustusopimukseksi, sovitulla tavalla. Lain säännökset olisivat pääosin tahdonvaltaisia, joskin tietyt erikseen määritellyt säännökset kuten joukkolainanhaltijoiden edustajan velvollisuus kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti, edustajan tiedonantovelvollisuus sekä joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisuus edustajan varoista olisivat säädetty nimenomaisesti pakottaviksi. Lisäksi sisältönsä ja tarkoituksensa perusteella pakottavia olisivat hyvää arvopaperimarkkinatapaa, valvontaa ja seuraamuksia koskevat säännökset.

Esityksen tavoitteena on tehostaa joukkolainamarkkinoiden toimintaa, parantaa yritysrahoituksen edellytyksiä, monipuolistaa rahoitusmarkkinoita ja lisätä sijoittajansuojaa säätämällä edustajan toiminnalle kevyt, selkeä ja pääosin tahdonvaltainen lainsäädäntökehikko.

Esityksen mukaan vain erityiseen joukkolainanhaltijoiden edustajien julkiseen rekisteriin merkitty elinkeinonharjoittaja saisi toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana, jos liikkeeseen laskettavasta joukkolainasta on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkina-asiassa tarkoitettu esite. Muutoin edustajana voisi toimia myös rekisteröimätön elinkeinonharjoittaja. Rekisteri- ja valvontaviranomaisena toimisi Finanssivalvonta. Rekisteröinnin edellytykset määriteltäisiin laissa ja vaatimuksena olisi muun muassa, että ilmoituksen tekijä on luotettava ja että tällä on riittävä joukkolainamarkkinoiden tuntemus.

Edustajalle voidaan sopimuksella perustaa useita toimintaoikeuksia, kuten oikeus nostaa joukkolainanhaltijoiden puolesta kanteita liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan, oikeus käyttää oikeudenkäynneissä puhevaltaa joukkolainanhaltijoiden puolesta ilman näiltä erikseen saatavaa valtuutusta, oikeus hakea liikkeeseenlaskijan asettamista konkurssiin, oikeus edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa liikkeeseenlaskijan konkurssimenettelyssä sekä oikeus hallinnoida joukkolainalle annettuja vakuuksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun.

Edustajalle asetettaisiin laissa vastaavasti useita velvollisuuksia, kuten tiedonantovelvollisuus, velvollisuus joukkolainalle annettujen vakuuksien ja asiakasvarojen erillään pitoon, säilyttämiseen ja käsittelyyn luotettavalla tavalla. Lisäksi laissa säädettäisiin edustajan edustusoireuden pysyvyydestä sekä edustajan vaihtamisesta.

Joukkolainanhaltijoiden toiminnasta olisi muutamia säännöksiä, jotka koskisivat toimintakieltoa ja päätöksentekomenettelyä.

Laissa olisi säännöksiä myös joukkolainan vakuuksien hallinnasta sekä erikseen vakuusagentin käytöstä ylipäättään kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä ja edustajan kelpoisuudesta kolmansiin nähden käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia.

Lisäksi laissa olisi säännökset muun ohessa rekisteriin merkittävistä tiedoista, rekisteröinnin edellytyksistä, rekisteristä poistamisesta, asiakkaan suojasta, viranomaisvalvonnasta ja seuraamuksista.

Laki ei perustu EU-sääntelyyn, vaan on kansallinen ratkaisu joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevien pitkälti sopimusperusteisten toimintaoikeuksien ja -velvollisuuksien selkeyttämiseksi.

Lait ovat tarkoitettut tulemaan voimaan kesällä 2017.

---

## SISÄLLYS

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ.....	19
SISÄLLYS.....	21
YLEISPERUSTELUT.....	23
1 JOHDANTO.....	23
1.1 Yleistä.....	23
1.2 Joukkolainamarkkinat.....	24
1.3 Arviomuistio.....	25
1.4 Työryhmä.....	26
1.5 Taloudellinen merkitys.....	28
2 NYKYTILA.....	34
2.1 Yleistä.....	34
2.1.1 Kotimaisen joukkolainamarkkinan erityispiirteistä.....	34
2.1.2 Joukkolainojen jälkimarkkinat Suomessa.....	35
2.1.3 Syndikoitu luotonanto.....	36
2.1.4 Kotimaiset joukkolainaehdot (EK:n malliehdot).....	37
2.2 Voimassa oleva lainsäädäntö.....	38
2.2.1 Yleistä.....	38
2.2.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärjestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys.....	40
2.2.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus.....	43
2.2.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta.....	45
2.2.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin.....	46
2.2.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen.....	48
2.2.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin.....	50
2.2.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin.....	51
2.2.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta.....	52
2.3 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö.....	53
2.3.1 Yleistä.....	53
2.3.2 Ruotsi.....	53
2.3.3 Norja.....	54
2.3.4 Tanska.....	55
2.3.5 Iso-Britannia.....	57
2.3.6 Ranska.....	58
2.3.7 Saksa.....	58
2.3.8 Yhdysvallat.....	59
2.3.9 Luxemburg.....	59
2.4 Nykytilan arviointi.....	59
2.4.1 Tarve joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalle laille.....	59
2.4.2 Edustajamallin hyödyt.....	60
2.4.3 Esimerkkejä tyypillisistä edustajatoimeksiannoista Suomessa.....	61
2.4.4 Voimassa olevaa sääntelykehikkoa selvennettävä.....	61
2.4.5 Taloudelliset perustelut.....	62
2.4.6 Kansainvälinen kilpailukykykynäkulma.....	64
2.4.7 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja.....	64
2.4.8 Edustajamallin soveltamisala.....	65

3	ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET .....	65
3.1	Esityksen tavoitteet .....	65
3.2	Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot .....	67
3.3	Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia .....	69
3.3.1	Edustajarakenne ja edustajan toimintamahdollisuudet murroksessa .....	69
3.3.2	Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja .....	71
3.3.3	Suhteellisuusperiaate .....	73
3.4	Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset .....	74
3.4.1	Yleistä .....	74
3.4.2	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta .....	75
3.4.3	Muut esitykseen sisältyvät lait .....	76
4	ESITYKSEN VAIKUTUKSET .....	76
4.1	Taloudelliset vaikutukset .....	76
4.1.1	Yleistä .....	76
4.1.2	Liikkeeseenlaskijat .....	77
4.1.3	Sijoittajat .....	78
4.1.4	Edustajatahot .....	78
4.2	Vaikutukset viranomaisten toimintaan .....	78
4.3	Yhteiskunnalliset vaikutukset .....	78
5	ASIAN VALMISTELU .....	79
5.1	Valmisteluvaiheet .....	79
5.2	Lausunnot hallituksen esitysluonnokseen ja niiden huomioon ottaminen .....	82
6	MUITA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA .....	83
	YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT .....	84
1	LAKIEHDOTUSTEN PERUSTELUT .....	84
1.1	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta .....	84
1 luku	Yleiset säännökset .....	84
2 luku	Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen, edustussopimuksen sitovuus ja edustajan toiminta .....	93
3 luku	Joukkolainanhaltijoiden toiminta .....	106
4 luku	Vakuudet ja varojen kohtelu .....	109
5 luku	Vakuusagentin käyttö kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä .....	112
6 luku	Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana .....	113
7 luku	Valvonta ja seuraamukset .....	125
8 luku	Erinäiset säännökset .....	129
1.2	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta .....	129
1.3	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta .....	130
2	TARKEMMAT SÄÄNNÖKSET JA MÄÄRÄYKSET .....	130
2.1	Tarkemmat säännökset .....	130
2.2	Tarkemmat määräykset .....	130
3	VOIMAANTULO .....	131
4	SUHDE PERUSTUSLAKIIN JA SÄÄTÄMISJÄRJESTYS .....	131
	LAKIEHDOTUKSET .....	135
	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta .....	135
	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta .....	144
	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain muuttamisesta .....	146

## YLEISPERUSTELUT

### 1 Johdanto

#### 1.1 Yleistä

Suomalaiset yritykset toimivat kilpailluilla kansainvälisillä rahoitus- ja tuotemerkkinoilla. Kotimaisten yritysten rahoituksensaanti ja rahoitusasema suhteessa erityisesti muihin Pohjoismaissa toimiviin yrityksiin korostuu maantieteellisistä ja kulttuurisista seikoista johtuvista syistä. Norjassa ja Ruotsissa joukkovelkakirjalainamarkkinat (jäljempänä *joukkolainamarkkinat*) ovat olleet toiminnassa pitempään ja ne ovat huomattavasti aktiivisemmat ja vakiintuneemmat kuin Suomessa ja Tanskassa.

Suomessa kasvuyritysten sekä pienten ja keski suurten yritysten (jäljempänä *pk-yritykset*) rahoitusasema sekä rahoituksen saanti ovat heikentyneet. Tämän seurauksena ne eivät kaikissa tilanteissa pysty täyttämään hankkeidensa rahoitusvaatimuksia olemassa olevilla rahoituslähteillä, mikä on johtanut yritysten näkökulmasta tietyissä tilanteissa rahoitusvajeeseen. Kasvusekä pk-yritysten rahoituksen saannin heikentymisestä on saatu viime aikoina viitteitä eri tilastoista myös Suomessa. Valtiovarainministeriön suorittamissa yritys- ja sijoittajakyselyissä on tullut esille, että yrityslainojen niin sanottuja kovenanteja eli erityisehtoja samoin kuin vakuuksia koskevat vaatimukset ovat kiristyneet ja lainojen korkomarginaalit ovat nousseet. Vaikka Suomen tilanne on euromaiden välisessä vertailussa verrattain hyvä, se on kehittynyt huonompaan suuntaan: Suomessa niiden pk-yritysten osuus, jotka nostavat rahoituksen saannin keskeisimmäksi ongelmakseen ja jotka eivät puutteellisen rahoituksen takia pysty toteuttamaan potentiaalisesti kannattavia hankkeita, on kasvanut.

Alhaiset korot heikentävät pankkien liiketoiminnan kannattavuutta ja vähentävät läpinäkyvyyttä todellisesta asiakkaan maksettavaksi tulevasta rahoituksen hinnasta, mikä riippuu kunakin asiakkaan taloudellisen tilan ja liiketoiminnan kannattavuuden lisäksi keskeisesti pankkien kulloinkin voimassaolevista varainhankintakustannuksista ja niiden toiminnassaan tavoittelemasta tuotosta ja kannattavuudesta. Pitkään jatkunut heikko ja epävarma taloustilanne on lisännyt pankkien luottotappioiden riskiä ja osittain tätä kautta vähentänyt niiden riskienottohalukkuutta. Yritys- ja sijoittajakyselyjen perusteella erityisesti kasvuyritykset kohtaavat mikroyritysvaiheessa ja sen jälkeen muita hitaampaa kasvua ja korkeampia kasvun kynnyksiä. Yritysten kasvaessa edelleen niiden käytännön keinovalikoimasta puuttuu useimmiten mahdollisuus saada rahoitusta ja uusia omistajia listautumisen kautta. Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden vähäinen tarjonta, osaamisen puute sekä listautumisprosessin kalleus ja siihen liittyvät yritysten ja niiden omistajien kielteiset asenteet hidastavat yritysten kasvupolkua Suomessa. Näin ollen kasvua tavoittelevien yritysten näkökulmasta pankkien taseen kautta tulevaa rahoitusta täydentävien tai sille vaihtoehtoisten rahoitusmahdollisuuksien, erityisesti riski- ja pääomarahoituksen kuten joukkolainamarkkinoiden, joukkorahoituksen, *venture capital* -rahoituksen ja pääomasijoitustoiminnan, merkitys on kasvanut.

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn arviointitarpeen voidaan nähdä olevan korostuneesti osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia. Edustaja on laajasti käytössä erityisesti kansainvälisillä joukkolainamarkkinoilla, mutta yhä enenevässä määrin myös Suomessa. Edustaja toimii toimeksiantonsa mukaisesti kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteisessä intressissä. Toimivasta edustajamallista hyötyvät lähtökohtaisesti kaikki joukkolainamarkkinoilla toimivat osapuolet. Lähtökohtaisesti edustajamalli vähentää transak-

tiokustannuksia, parantaa joukkolainanhaltijoiden tiedonsaantia liikkeeseenlaskijasta ja sijoituksensa tilasta, tehostaa liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden välistä yhteydenpitoa sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Tämä oletettavasti lisää myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta kotimaisiin joukkolainamarkkinoihin. Voidaankin arvioida, että toimiva edustajamalli parantaisi Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja auttaisi osaltaan laajentamaan pk-yritysten saatavilla olevia ulkoisen rahoituksen lähteitä.

Kotimaisilla joukkolainamarkkinoilla edustajan toimivaltuudet samoin kuin oikeudet ja velvollisuudet ovat tähän asti perustuneet pitkälti yksittäisen joukkolainan liikkeeseenlaskun ehtoihin tai muuhun joukkolainaan liittyvään sopimukseen. Toiminta on näin ollut ollut pitkälti rahoitusmarkkinasääntelyn ulkopuolella ja perustunut osapuolten sopimusvapauden puitteissa tekemiin monen keskeisesti velvoittaviin sopimuslausekkeisiin. Markkinaosapuolet ovat eri yhteyksissä esittäneet tarpeen lisätä oikeusvarmuutta edustajan toimintakelpoisuudesta Suomen lain alaisten joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa ja joukkolainojen hallinnoinnissa lainan voimassaoloaikana sekä mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa. Esityksessä on valittu lähestymistavaksi suppea ja pitkälti tahdonvaltainen puitelaki, jolla ei pyritä puuttumaan markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on nähty markkinoiden toiminnan ennakoitavuuden, edustajan oikeudellisen aseman ja toimintakelpoisuuksien sekä riittävätason sijoittajansuojan varmistamiseksi tarpeelliseksi.

Esityksessä edustajalla viitataan nimenomaisesti uuteen joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalla lailla perustettavaan säänneltyyn rahoitusmarkkinoilla joukkolainanhaltijoiden puolesta toimivaan ja näiden yhteisiä etuja valvovaan instituutioon. Vastaavasti agentilla ja vakuusagentilla viitataan nykyisessä markkina- ja sopimuskäytännössä vakiintuneisiin edustusmuotoihin, jotka perustuvat pitkälti joko valtuutukseen tai osapuolten välisiin sopimusmääräyksiin (niin sanottu välihenkilömalli) ja joita hyödynnetään niin joukkolainamarkkinoilla kuin syndikoidussa luotonannossa. Jatkossa myös agentti ja vakuusagentti ovat tulkittavissa edustajiksi ja näiden toiminta yhdeksi edustustoiminnan erityismuodoksi.

Esityksen tavoitteena on, että edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei esitetystä erityislainsäädännöstä huolimatta vaikeudu myöskään tulevaisuudessa merkittävästi nykyisestä.

## 1.2 Joukkolainamarkkinat

Joukkolainoja sääntelee yleislakina velkakirjalaki (622/1947) ja ne ovat määritelmällisesti juoksevia velkakirjoja eli haltijalle sekä nimetylle henkilölle tai hänen määräämälleen asetettuja velkakirjoja. Tätä asiaa ei tosin ole selkeästi mainittu velkakirjalaisissa, mutta joukkolainoja on vakiintuneesti kohdeltu haltijavelkakirjoina, mitä myös toimivat jälkimarkkinat käytännössä edellyttävät. Joukkolaina voi olla kaupankäynnin kohteena säännellyllä tai muulla markkinalla taikka sijoituspalvelun tarjoajien hoitaman pörssin ulkopuolisen ns. kahden osapuolen välisen eli ”over the counter” (OTC) -kaupan piirissä. Joukkolainaa voidaan siis siviilioikeudellisten sääntöjen estämättä tarjota yleisölle arvo-paperimarkkinasääntelyn tarkoittamassa merkityksessä ja ehtojen mukaisesti.

Joukkolainat ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja ja juoksuajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) arvopapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin pieniin osiin velkakirjoiksi tai joukkolainan osuuksiksi. Joukkolainojen liikkeeseenlaskijoina Suomessa ovat perinteisesti



sesti olleet valtiot ja muut julkisyhteisöt, suuret yritykset ja rahoituslaitokset, mutta nykyään yhä kasvavissa määrin myös pk-yritykset. Joukkolaina voi olla vaihtuva-, kiinteä- tai nollakorkoinen taikka sidottu indeksiin. Joukkolainojen juoksu-aika on tyypillisesti muutamasta vuodesta kymmeneen vuoteen. Joukkolaina voi olla ja nykyään pääsääntöisesti myös on arvosuusmuotoinen, jolloin se on arvopaperien sähköisessä rekisterissä, missä luovutukset toteutetaan omistajien arvo-osuustilien välisenä siirtona. Lainaehtojen mukaan liikkeeseenlaskijalla on oikeus saada tiedot velkojistaan. Joukkolaina on yleensä jälkimarkkinakelpoinen. Jälkimarkkinakelpoisuus tarkoittaa sitä, että sijoittajat voivat kesken laina-ajan luovuttaa joukko-velkakirjoja sekä vastaavasti ostaa niitä. Vastaavasti esimerkiksi liikkeeseenlaskijapankki voi ostaa lainan takaisin ennen sen eräpäivää. Yritysten liikkeeseen laskemissa joukkolainoissa takaisinosto-optiot ovat sitä vastoin melko harvinaisia, mutta yleistyneet jonkin verran viime aikoina.

Joukkolainan haltijoiden edustajan nimittäminen on hyödyllistä erityisesti pitkän voimassaoloajan joukkolainoissa sekä sellaisissa joukkolainoissa, joiden osuudet leviävät tai ovat levinneet laajalle joukolle sijoittajia – mukaan lukien kaupankäynnin kohteena säännellyllä tai muulla markkinalla olevat joukkolainat – tai joissa on asetettu erityinen esinevakuus kuten kiinteistö- tai muu pantti. Edustajan käyttäminen pienentää lähtökohtaisesti lainan hallinnointiin liittyviä oikeudellisia riskejä sekä kustannuksia ja parantaa siten myös sijoittajansuojaa ja sijoittajien hallinnollisten oikeuksien toteutumista. Vaikka edustaja toimii nimenomaisesti sijoittajien edunvalvojana, on sen käyttämisestä hyötynyt myös liikkeeseenlaskijalle esimerkiksi joukkolainan hallintaan liittyvien toimenpiteiden tai toimintavelvoitteiden toteuttamiseksi. Vakuudellisissa joukkolainoissa edustajan käyttäminen on jopa käytännön sanelema välttämättömyys.

### 1.3 Arviomuistio

Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto julkisti virkatyönä valmistellun arviomuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä 24 päivänä kesäkuuta 2014. Muistion tarkoituksena oli arvioida uuden kansallisen sääntelyn tarvetta ja mahdollisia sääntelyvaihtoehtoja sekä esittää alustavia luonnoksia mahdollisiksi edustajan toimintaa ohjaaviksi säännöksiksi. Tämän lisäksi muistion toivottiin herättävän keskustelua nykylainsäädäntöön sisältyvistä mahdollisista edustajamallin toimivuuteen liittyvistä puutteista ja selvittävän markkinaosapuolten, viranomaisten ja etujärjestöjen mahdollisesti toisistaan poikkeavia näkemyksiä erityislainsäädännön tarpeesta. Lisäksi keskeisenä tavoitteena oli, että edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei mahdollisesta erityislainsäädännöstä huolimatta kärsisi liikaa.

Muistion laatimisen taustalla oli osaltaan myös pk-yritysten sekä yleisemmin kasvuyritysten rahoituksen saannin tietynasteinen heikentyminen sekä oletus siitä, että toimivien markkinoiden syntymisen edellytyksenä on osapuolten selkeä käsitys markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. Tämän lisäksi arvioitiin, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valittaisiin myös jatkossa Suomen laki. Tämänkaltaisen kehityksen arvioitiin osaltaan edistävän joukkolainojen liikkeeseenlaskuja Suomessa, mistä hyötyisivät sekä rahoitusala kokonaisuudessaan että erityisesti suomalaiset pk-yritykset. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistumisen nähtiin tukevan osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Rahoituskanavien kehittämällä avattaisiin myös suomalaisille sijoittajille uusia sijoitusmahdollisuuksia.

Muistiossa tarkasteltiin yleisesti joukkolainamarkkinoita Suomessa ja Pohjoismaissa, minkä lisäksi kiinnitettiin erityistä huomiota joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämiseen liittyvään voimassa olevaan markkina- ja sopimuskäytäntöön ja niissä havaittuihin, muistiossa tarkemmin kuvattuihin ongelmiin. Joukkolainanhaltijoiden edustajan lisäksi muistiossa arvioitiin sääntelyn tarvetta syndikoidussa luotonannossa ja yleisesti muussa kollektiivisessa luotonantotoiminnassa.

Selvä enemmistö lausunnonantajista ilmaisi tukensa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistarpeelle. Perusteluissa oli lausunnonantajakohtaisia eroavaisuuksia, mutta keskeisenä yhdistävänä tekijänä puoltavissa lausunnoissa esitettiin tarve korjata nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät oikeudelliset epäselvyydet edustajan toimintakelpoisuuden ja -edellytysten sekä edustussuhteen pysyvyyden näkökulmasta. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiihin nähtiin oikeudellisia ongelmia erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullisittomuuden näkökulmasta. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien nähtiin aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä.

Toisaalta monet lausunnonantajat korostivat, että mahdollisen erityislain pitäisi olla nimenomaan suppea puitelaki, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin. Erityislailla tulisi nimenomaisesti poistaa nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät epäselvyydet eikä perustaa markkinaosapuolille (liikkeeseenlaskija, sijoittaja ja edustaja) uusia vastuita tai velvoitteita. Näin ollen erityislailla ei tulisi puuttua markkinaosapuolten sopimusvapauteen kuin välttämättömissä määrin, jotta edustajamalli mahdollistaisi edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä. Useat lausunnonantajat yhtyivät valtiovarainministeriön näkemukseen, jonka mukaan suppealla erityislailla ratkaistaisiin keskeiset nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät edustajamallia koskevat ongelmat, edistettäisiin edustajamallin hyödyntämistä, parannettaisiin sijoittajansuojaa ja lisättäisiin joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta niin yritysten kuin sijoittajien näkökulmasta.

#### 1.4 Työryhmä

Valtiovarainministeriö asetti oikeusministeriötä kuultuaan 25 päivänä helmikuuta 2015 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi sekä lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi. Työryhmän toimikausi alkoi 1 päivänä maaliskuuta 2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30 päivänä kesäkuuta 2016 mennessä. Työryhmälle myönnettiin 9 päivänä toukokuuta 2016 kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammikuuta 2017 saakka työn viimeistelyä varten.

Työryhmän oli, soveltuvin osin ja harkintansa puitteissa, otettava työssään huomioon erityisesti seuraavat valtiovarainministeriön 24 päivänä kesäkuuta 2014 julkistamassa arviomuistiossa ja siihen annetussa lausuntopalautteessa esiin nousseet tavoitteet:

- joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeudellisen aseman nykyisin muodostavan oikeudellisen konstruktion arviointi ja selkeyttäminen niin, että se ottaa huomioon tarpeen edustajan (i) toimintakelpoisuuden ja -edellytysten pysyvyydelle (toimintakelpoisuuden peruuttamattomuus ilman hyväksyttävää syytä) ja (ii) kaikkiin edustamiinsa sijoittajiin nähden itsenäiselle ja näitä sitovalle toimintakelpoisuudelle suhteessa liikkeeseenlaskijaan tiettyjen sopimusvapauden piirissä tarkemmin sovittavien edellytysten täytyessä;

- erityishuomion kiinnittäminen edustajan kelpoisuuteen toimia edustamiensa sijoittajien puolesta ja lukuun liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja yrityssaneerauksessa (hakea konkurssiin ja/tai yrityssaneeraukseen ja/tai puoltaa/yhtyä edustamiensa sijoittajien puolesta yrityssaneeraushakemukseen ja valvoa saatavat konkurssissa edustamiensa sijoittajien puolesta) ja ajaa itsenäisesti kannetta liikkeeseenlaskijaa tai tämän lakisääteisiä toimielimitä vastaan edustamiensa sijoittajien puolesta;

- edustajan oikeusaseman arviointi ja selkeyttäminen suhteessa edustusta koskevaan sopimusjärjestelyyn nähden ulkopuolisiin kolmansiin osapuoliin;

- joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaa ohjaavan lakiehdotuksen pitäisi muodostua mielellä suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen;

- arvioida tarvetta selkeyttää ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä vakuusagentin asemasta syndikoidussa luotonannossa erityisesti vakuusagentin mahdollisen maksukyvyttömyysmenettelyn osalta;

- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajamallin ulottamisesta myös muihin kollektiivisen luotonannon muotoihin joko erillisten säännösten tai analogiatulkinnan kautta;

- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajan tiedonanto-, toimilupa- ja/tai rekisteröitymisvelvollisuudesta ja valvonnasta.

Työryhmä on työnsä ensimmäisessä vaiheessa selvittänyt nämä kysymykset ja tehnyt niitä koskevat tarpeelliset ehdotukset hallituksen esityksen muotoon. Työryhmän tehtävänä oli lisäksi:

- selvittää, arvioida ja ehdottaa joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja kehitystä haittaavien sääntelyesteiden purkamista ja mahdollisten joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen ja toimivuuden parantamiseen tähtäävien lainsäädännöllisten täsmäkorjausten tekemistä;

- selvittää, arvioida ja yksilöidä asiakokonaisuuteen muuten liittyviä lainsäädännöllisiä kehityshankkeita (mm. komissiokauppaa koskeva sääntely ja mahdolliset kotimaisesta lainsäädännöstä aiheutuvat kansainvälisen liiketoiminnan esteet) ja ehdottaa toimenpiteitä tällaisten kehityshankkeiden toimeenpanolle sekä tarpeen mukaan sovittaa yhteen edustajamallia koskevan lain muihin säännöksiin edellyttämät muutokset;

- selvittää tarvetta ja mahdollisuuksia piensijoittajille sijoittaa nykyistä kattavammin joukkolainamarkkinoille; ja

- ottaa soveltuvin osin huomioon voimassa oleva ja tuleva joukkolainamarkkinoita koskeva ja asiakokonaisuuteen muuten liittyvä EU-sääntely (esim. MiFID II) sekä EU:n komissiossa valmisteilla oleva pääomamarkkinaunionihanke ja siinä kasvun rahoitukselle asetetut kunnianhimoiset päämäärät.

Työryhmä on työnsä ensimmäisessä vaiheessa alustavasti selvittänyt myös näitä kysymyksiä mutta katsonut, että tehtävän laaja-alaisuuden vuoksi lisäselvitykset ovat tarpeen. Tämän vuoksi työryhmä on pyytänyt ja saanut lisäaikaa selvitystyölle, mikä samalla mahdollistaa työryhmän valmisteleman lakiehdotuksen saaman lausuntopalautteen asianmukaisen käsittelyn ja tulee edistämään sen ripeää jatkovalmistelua.

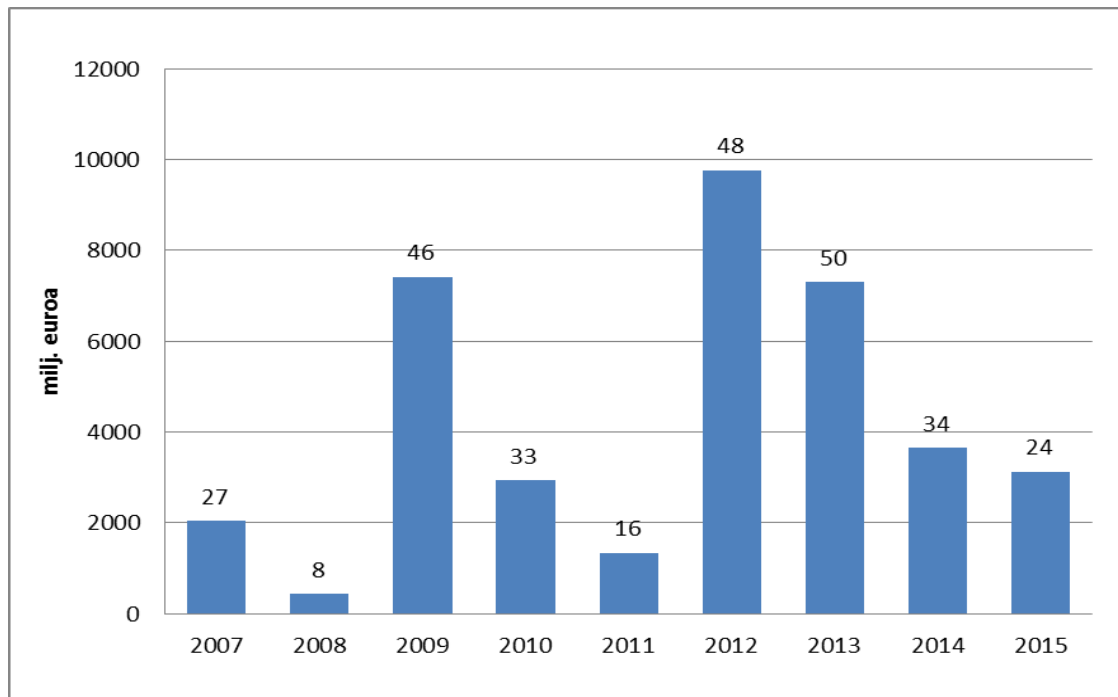
## 1.5 Taloudellinen merkitys

Joukkolainat ovat vieraan pääomanehtoisia arvopapereita, joiden maturiteetti yleensä vaihtelee vuoden ja usean vuosikymmenen välillä. Joukkolainoja voivat velkakirjalain 34 §:n 1 momentin mukaan laskea liikkeeseen julkisyhteisöt ja kirjanpitovelvolliset. Merkittävimpiä joukkolainojen liikkeeseenlaskijoita ovat valtio, rahoituslaitokset ja suuret yritykset. Kotimaisten toimijoiden liikkeeseen laskemien pitkien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo on yli kaksinkertaistunut vuodesta 2002, jolloin niiden yhteenlaskettu arvo oli vajaat 80 miljardia euroa, kun niiden nimellisarvo vuonna 2015 oli jopa yli 200 miljardia euroa (ks. kuva 3). Vuoden 2015 alussa kotimaisten instituutioiden liikkeeseen laskemien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo oli noin puolet osakemarkkinoiden markkina-arvosta.

Suomalaisilla yrityksillä ja asuntoyhteisöillä oli vuoden 2015 kesäkuussa lainoja rahoituslaitoksilta noin 71 miljardia euroa, josta Suomen valtion kokonaan omistaman erityisrahoitusyhtiö Finnvera Oyj:n luottojen osuus oli noin kaksi miljardia euroa. Vastaavasti yrityksillä oli lainoja työeläkeyhtiöiltä noin viisi miljardia euroa ja ulkomailta (pl. suorat sijoitukset) noin 20 miljardia euroa. Yritysten joukkolainakanta oli hieman alle 30 miljardia euroa ja yritystodistuskanta kuusi miljardia euroa.

Suomen Pankin tilastojen mukaan suomalaisyritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuusmäärät ovat vaihdelleet viimeisten vuosien aikana vuoden 2008 reilusta 400 miljoonasta (0,4 miljardista) eurosta vuoden 2012 noin 10 000 miljoonaan (10 miljardiin) euroon. Samalla liikkeeseenlaskujen kappalemäärät ovat vuositasolla vaihdelleet alle kymmenestä lähes viiteenkymmeneen liikkeeseenlaskuun. Yhteensä yrityssektori rahoitti toimintaansa vuonna 2015 noin 3,1 miljardin euron joukkolainanotolla, joka oli reilu puoli miljardia vähemmän kuin edellisvuonna. (ks. kuva 1).

**Kuva 1.** Muiden kuin rahoituslaitosten (*non-financial*) liikkeeseen laskemien joukkolainojen euro- ja kappalemäärät (bruttoemissiot)



Lähde: Suomen joukkovelkakirjalainat 2011, Suomen joukkovelkakirjalainat 2015, Suomen pankki. Pylväiden päällä olevat numerot kertovat antien kappalemäärän. Tietolähteiden muutoksen vuoksi tiedot vuodesta 2011 alkaen eivät ole täysin vertailukelpoisia aiempien vuosien kanssa. Luvut sisältävät sekä euromääräiset että muun valuutan määräiset joukkolainojen liikkeeseenlaskut.

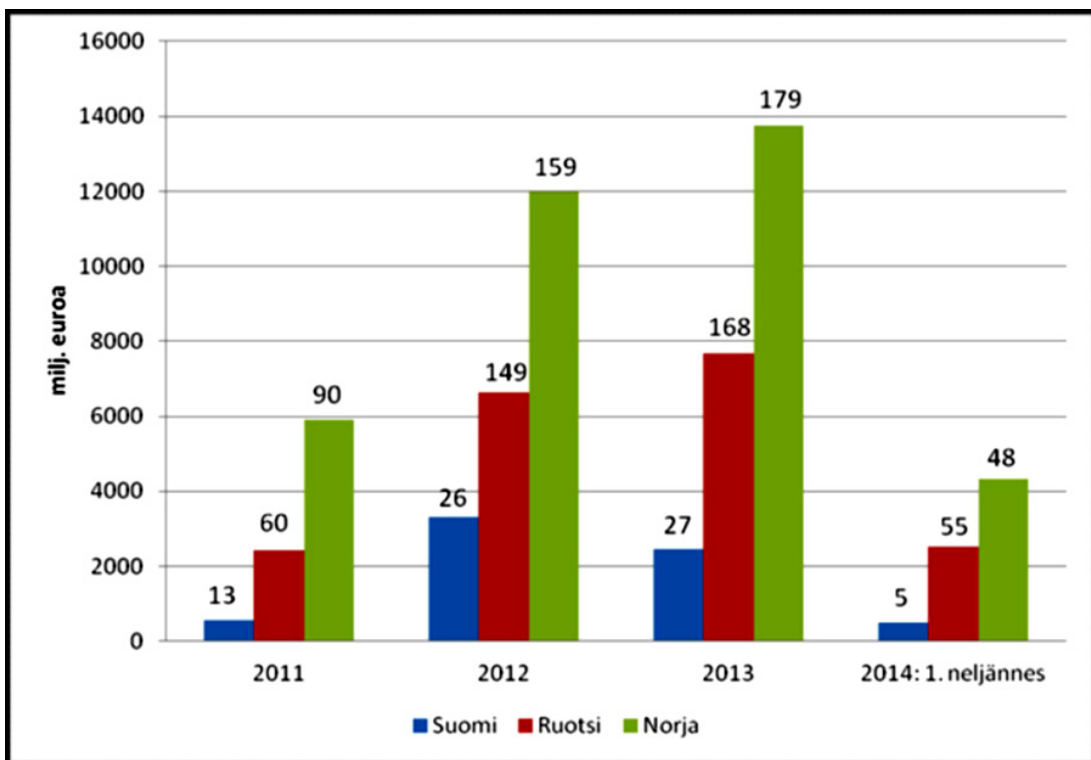
Suomen pankin vuoden 2015 yritysrahoituskyselyn mukaan merkittävä muutos yritysten rahoituksessa on suurten yritysten voimakkaasti yleistynyt yritystodistusten ja joukkolainojen käyttö. Suurista yrityksistä jo lähes kolmannes hankki rahoitusta näillä velkainstrumenteilla. Lisäksi iso osa suurista yrityksistä käytti joitain muita rahoituslähteitä kuin kyselyssä selvitettyjä.

Suomalaisten yritysten kotimaassa liikkeeseen lasketuista joukkolainoista suuri osa listataan Helsingin pörssin päälistalle, jolloin ne ovat jatkuvan kaupankäynnin kohteena. Useimmiten joukkolainat lasketaan ensin liikkeeseen ns. private placement -tarjouksina suppealle sijoittajakunnalle. Niissä sijoittajia hyväksytään mukaan käytännössä alle 150 tahoja. Kun joukkolaina listataan myöhemmin markkinapaikalle, voi myös sijoittajien lukumäärä vapaasti nousta. Joukkolainoista monenkeskisillä markkinapaikoilla on vain pieni osa. Pienten joukkolainojen liikkeeseenlaskuja varten perustettiin vuoden 2014 alussa First North Bond Helsinki -markkinapaikka, jossa sen ensimmäisenä toimintavuotena liikkeeseen laskettiin neljä joukkolainaa. Kuitenkin vuonna 2015 kyseisellä markkinapaikalla ei laskettu yhtään joukkolainaa liikkeeseen.

EKP:n tilastoista havaitaan, että yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuusmäärät ovat olleet Suomessa lähes samaa tasoa kuin muissa Pohjoismaissa. Sen si-

jaan Stamdata -tietokannan ISIN-tietojen mukaan yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen liikkeeseenlaskumäärät ovat Suomessa olleet selvästi pienemmät kuin Ruotsissa tai Norjassa (ks. kuva 2).

**Kuva 2.** Muiden kuin rahoituslaitosten (*non-financial*) kotimaassaan liikkeeseen laskemat joukkolainat (bruttoemissiot): Pohjoismaista vertailua



Lähde: Stamdata, Nordea. ISIN koodia on käytetty joukkolainojen kohdentamisessa maittäin. Pylväiden päällä olevat numerot kertovat antien kappalemäärän.

Myös kappalemäärillä arvioituna kotimaiset joukkolainamarkkinat ovat Suomessa pienemmät kuin vertailumaissa. Edelleen jos tarkastellaan yritysten yksinomaan kotimaassaan liikkeeseen laskemien joukkolainojen laskennallista keskimääräistä kokoa, niin Suomessa antikoot ovat olleet suurempia kuin Ruotsissa tai Norjassa (ks. Taulukko 1).

**Taulukko 1.** Muiden kuin rahoituslaitosten (*non-financial*) kotimaassaan liikkeeseen laskemien joukkolainojen (bruttoemissiot) laskennallinen keskimääräinen koko: Pohjoismaista vertailua, miljoona euroa

	<b>Suomi</b>	<b>Ruotsi</b>	<b>Norja</b>
2011	57,8	41,5	61,0
2012	154,4	50,4	76,1
2013	89,4	55,7	76,3
2014	87,5	53,0	80,1
2015	102,3	51,0	73,7

Lähde: Stamdata, Nordea. ISIN koodia on käytetty joukkolainojen kohdentamisessa maittain. Laskennallinen keskimääräinen koko määritellään joukkolainojen bruttoemissioiden euromäärän ja niiden kappalemäärän osamääränä.

Pohjoismainen vertailu osoittaa, että joukkolainapohjaista rahoitusta ovat käyttäneet Suomessa perinteisesti suuret ja kansainväliset yritykset, jotka ovat hankkineet joukko-lainapohjaista rahoitusta pääasiassa kansainvälisiltä markkinapaikoilta. Kotimaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseenlaskut ovat kokonaisuutena tehneet tasokorjauksen yli kolmen miljardin vuositasolle. Ruotsissa ja Norjassa joukkolainamarkkinat ovat toimineet myös pienemmille yrityksille, sillä liikkeeseenlaskijoiden määrä on ollut moninkertainen ja emissioiden keskikoko on ollut selvästi pienempi kuin Suomessa.

Suomessa eniten joukkolainoja laskee liikkeeseen valtio. Valtion joukkolainoja oli vuoden 2015 alussa liikkeessä 94 miljardin euron arvosta, joista kotimaassa liikkeeseen laskettujen arvo oli noin 80 miljardia euroa. Rahoitus- ja vakuutuslaitoksilla oli liikkeessä 84 miljardin euron arvosta joukkolainoja, joista vain 8 miljardia euroa oli laskettu liikkeeseen Suomessa. Rahoitus- ja vakuutuslaitokset siis laskevat yli 90 % joukkolainoistaan liikkeeseen ulkomailla. Yritysten liikkeeseen laskettujen joukkolainojen määrä on kasvanut tasaisesti, joskin viimeisten viiden vuoden aikana kasvunopeus on hieman kiihtynyt. Yritysten joukkolainojen arvo oli 28 miljardia euroa, joista vain 10 miljardia euroa oli laskettu liikkeeseen kotimaassa (ks. kuvat 3 ja 4, lähde: Suomen Pankki; kuva 4 sisältyy kuvaan 3 vuodesta 2002 alkaen).

Vuoden 2015 alussa vajaat 70 suomalaista yritystä oli laskenut liikkeeseen joukkolainoja, kun vajaalla 80 kotimaisella yrityksellä oli viimeisten viiden vuoden sisällä ollut joukkolainoja liikkeessä. Yrityksistä vain suuret yritykset pystyvät käytännössä hankkimaan rahoitusta joukkolainainoilla, koska likviditeetin säilyttämiseksi julkisen emission tulee olla suuri, mikä rajaa monet yritykset joukkolainarahoituksesta pois. Kotimaisten yritysten kaikkien, myös ulkomailla liikkeeseen laskettujen, joukkolainojen yhteenlaskettu arvo vaihteli viimeisten viiden vuoden aikana vajaasta 20 miljardista eurosta lähes 30 miljardiin euroon (ks. kuva 5, vihreä viiva, lähde: Suomen Pankki). Viimeisten viiden vuoden aikana joukkolainojen arvo on vaihdellut 17—32 miljardissa eurossa. Vuosina 2012 ja 2013 joukkolainojen käyttö yritysten rahoituksessa on kasvanut. Huipussaan yritysten joukkolainakanta oli tammikuussa 2014.

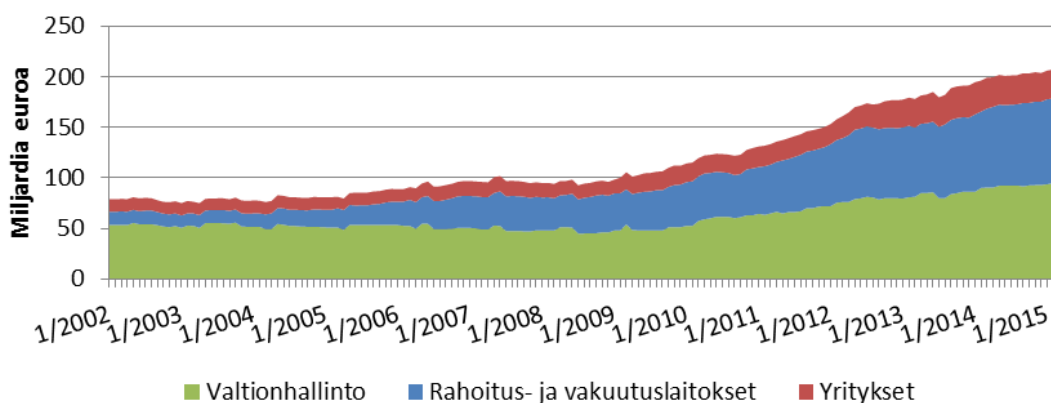
Suurin osa yritysten joukkolainoista on laskettu liikkeeseen euroissa. Maaliskuussa 2015 yritysten joukkolainoista euromääräisiä joukkolainoja oli laskettu liikkeeseen 20 miljardin euron arvosta ja muissa valuutoissa kuuden miljardin euron arvosta. Euron lisäksi joukkolainoja laskettiin liikkeeseen muiden Pohjoismaiden valuutoissa ja Yhdysvaltojen dollarissa. Suurin osa yritysten ulkomailla liikkeeseen lasketuista joukkolainoista emittoidaan muualla euroalueella.

Joukkolainat ovat yleistyneet yritysten rahoitusmuotona viime vuosina, sillä yritysrahoituksen kalliutuminen ja lainaehtojen koveneminen on ajanut yhä useamman suomalaisen yrityksen, etenkin suuret yritykset, hakemaan ulkoista rahoitusta muualta kuin lainoina talletuspankeista. Suomen Pankin vuoden 2015 yritysrahoituskyselyn mukaan vakuusvaatimukset näyttävät edelleen keskimääräisesti kiristyneen. Aiempaa suurempi osuus yrityksistä katsoi suurimmaksi rahoitusongelmakseen vakuusvaatimusten kireyden. Myös yritysrahoituksen erityisehdot eli kovenantit kiristyivät noin neljänneksellä yrityksistä. Suurten yritysten osalta osuus lähes kaksinkertaistui edellisestä kyselystä, jolloin vain hieman yli joka kymmenes suuri yritys ilmoitti kovenanttiensa kiristyneen. Muissa yritysrahoitusmuotoissa muutokset olivat pienempiä.

Vuosien 2012 ja 2013 aikana suomalaisten yritysten joukkolainakanta onkin kasvanut 30 %, joka oli euromaista toiseksi nopeinta vauhtia. Euroalueella ainoastaan Espanjassa kasvu oli nopeampaa kuin Suomessa. Vuosina 2012 ja 2013 yritysten joukkolainojen vuosittaiset bruttoemissioiden arvo oli 7,3 miljardia euroa ja 2013 vuoden 9,8 miljardia euroa. Viime vuosien liikkeeselaskujen arvon kasvu rauhoittui jonkin verran vuonna 2014. Yritysten liikkeeseen laskevien joukkolainojen kanta on sopeutunut 25–30 miljardin euron tuntumaan vuoden 2014 alusta alkaen.

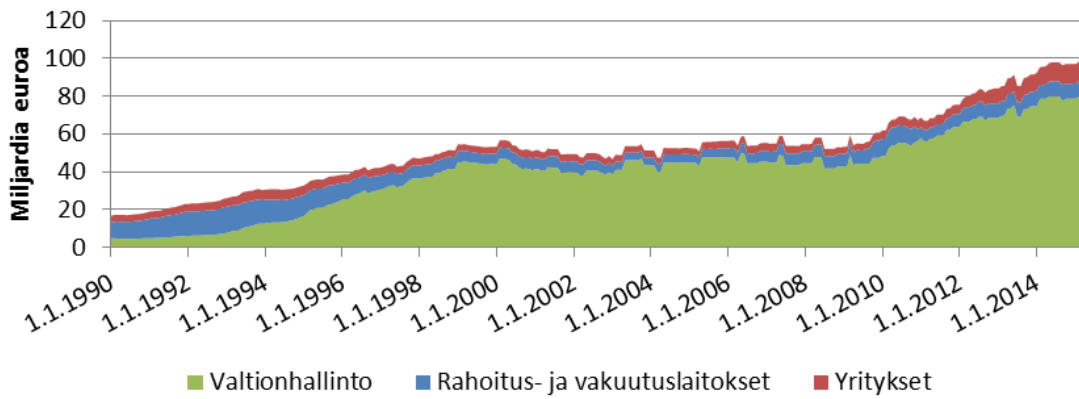
Joukkolainojen käyttö on kasvanut sekä yritysten että yleisestikin rahoitusten hakijoiden joukossa. Tämä liittyy suurempaan trendiin, jossa rahoituksen hankinnassa joukkolainat ovat yleistyneet monilla eri sektoreilla. Vuonna 2009 joukkolainojen käyttö rahoituksessa alkoi kasvaa. Viidessä vuodessa yritysten joukkolainojen osuus BKT:stä oli noin 8 % ja vuoden 2014 lopussa jopa 16 %, josta se on laskenut parilla prosenttiyksiköllä. Samalla lailla kaikkien kotimaisten lainojen käyttö nousi suhteutettuna BKT:hen 50 prosentista yli 100 prosenttiin. Vuosien 2014–2015 välinen kehitys näyttää, että yritysten joukkolainojen käyttö rahoituksessa on vähentynyt, mutta yleisesti joukkolainojen käyttö rahoituksessa kasvaa entisestään (ks. kuva 6, lähde: Suomen Pankki ja Tilastokeskus).

**Kuva 3.** Kotimaisten toimijoiden kaikkialla liikkeeseen laskettujen joukkolainojen määrä on kasvanut (joukkolainojen nimellisarvoinen kanta vuosina 2002–2015)

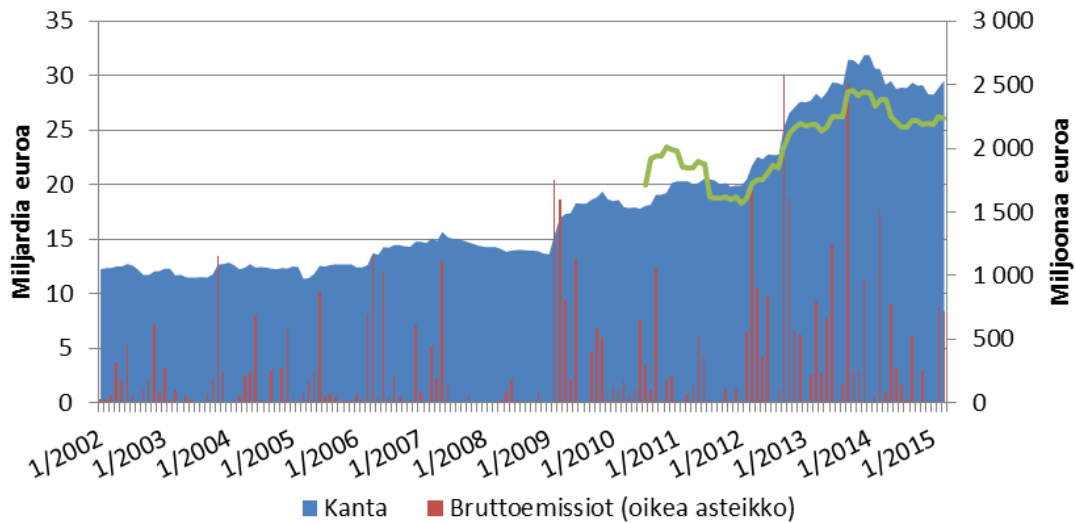




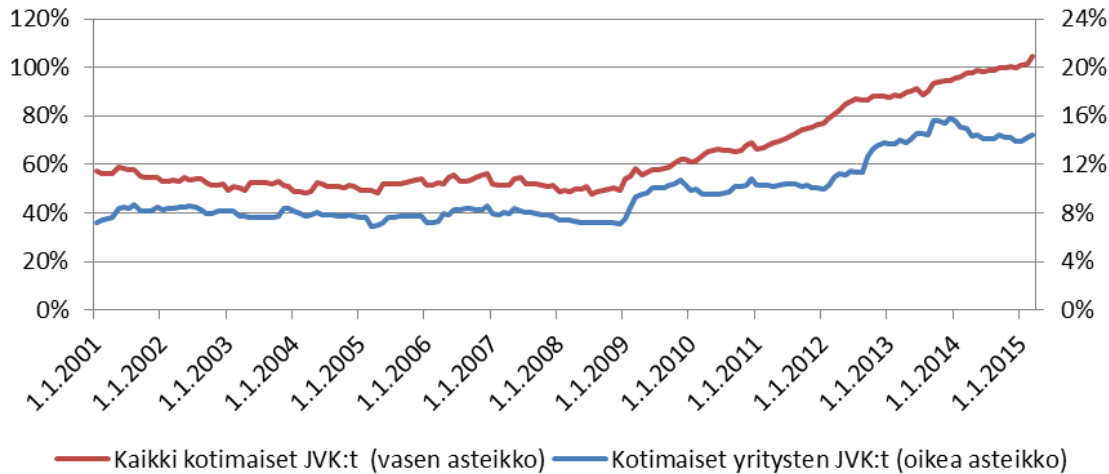
**Kuva 4.** Kasvua on tapahtunut myös kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen kohdalla (joukkolainojen nimellisarvoinen kanta vuosina 1990–2014)



**Kuva 5.** Finanssikriisin jälkeen yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen määrä on kasvanut vuosina 2002–2015



**Kuva 6.** Joukkolainojen osuus BKT:stä on selvästi noussut 2009 lähtien



## 2 NYKYTILA

### 2.1 Yleistä

#### 2.1.1 Kotimaisen joukkolainamarkkinan erityispiirteistä

Joukkolainamarkkinoita arvioitaessa on syytä tehdä ero kotimaisten tai alueellisten sekä Euroopan laajuisten tai globaalien markkinoiden välillä, etenkin suhteessa jälkimarkkinoihin. Suomalaisille joukkolainamarkkinoille ominaisia piirteitä voidaan erottaa useita. Markkinoillamme toimii ainoastaan muutama pankki, joka harjoittaa ammattimaista markkinatakaustointia suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemille joukkolainoille. Vastaavasti markkinoilla on hyvin pieni määrä ammattimaisia sijoittajia ja emissioiden koko on tavallisesti pieni, mutta kauppakoko suuri. Tästä johtuen kaupankäynti paikallisilla joukkolainamarkkinoilla on satunnaista ja markkinoita kokonaisuudessaan voidaan pitää epälikvideinä. Samat piirteet ovat ominaisia Suomen lisäksi myös muille Pohjoismaille. Norjassa, Ruotsissa ja Tanskassa erityispiirteisiin kuuluu luonnollisesti myös oma valuutta. Euroopan laajuisilla ja globaaleilla markkinoilla toimivien ammattimaisten sijoittajien lukumäärä, sijoituskapasiteetti ja monipuolisuus ovat sekä ensi- että jälkimarkkinoilla sen sijaan mittavat.

Paikallisissa liikkeeseenlaskuissa sovelletaan paikallista lakia, kuten Suomen lakia ja suomalaista dokumentaatiota. Viime vuosien aikana Suomessa ja myös muissa Pohjoismaissa on pyritty markkinaehtoisesti lisäämään joukkolaina-asiakirjojen standardointia. Tärkeä hanke on ollut Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) ja Listayhtiöiden neuvottelukunnan piirissä laaditut Yritysjoukkolainojen malliehdot (jäljempänä *EK:n malliehdot*), jotka laadittiin finanssialan toimijoiden, liikkeeseenlaskijoiden, sijoittajien ja neuvonantajien edustajien yhteistyönä. Malliehdot on laadittu kansainvälisten ja erityisesti kotimaisten pienten ja keskisuurten liikkeeseenlaskijoiden, sijoittajien ja markkinaosapuolten mukanaolon helpottamiseksi. Norjassa vastaavanlaiset yritysjoukkolainojen vakioehdot ovat olleet käytössä jo parikymmentä vuotta. Ruotsissa yritysjoukkolainaehdot standardoitiin muutama vuosi sitten, tosin ilman kaupallisten ehtojen mallilausekkeita, jotka sisältyvät EK:n malliehtoihin.

Paikallisten erityispiirteiden (kuten markkinaosapuolten harvalukuisuuden) vuoksi suomalaiset ja laajemmin pohjoismaiset markkinat eroavat laajemmista eurooppalaisista markkinoista. Kun joukkolainaa tarjotaan laajemmille kansainvälisille markkinoille, tehdään liikkeeseenlasku usein englantilaisten markkinaosapuolten valitsemalla ja kansainvälisten sijoittajien tuntemalla dokumentaatiolla Englannin lain alla. Sovellettavaksi tulee usein *Euro Medium Term Note* (EMNT) -dokumentaatio. Kansainvälisille markkinoille tarjotuilla joukkolainoilla voi olla useita kymmeniä aktiivisia markkinatakaajia, jolloin lainan jälkimarkkinoiden likviditeetti on olennaisesti parempi kuin tarjottaessa sitä pelkästään kotimaisille sijoittajille.

### 2.1.2 Joukkolainojen jälkimarkkinat Suomessa

Tavallisesti joukkolainaa listataan säänneltylle pörssimarkkinalle (engl. *regulated market*) tai muuhun monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään (engl. *Multilateral Trading Facility*). Listaamisesta huolimatta joukkolainalla ei Suomessa tavallisesti käydä osakkeen tyyppisesti kauppaa markkinapaikalla, vaan kyse on *over-the counter* eli OTC-kaupankäynnistä, millä tarkoitetaan rahoitusvälineiden kauppaa suoraan kahden osapuolen välillä. Tämä tarkoittaa säänneltyjen markkinoiden, kuten pörssien, ja muiden monenkeskisten kauppapaikkojen ulkopuolista kauppaa. OTC-kaupankäyntiä harjoitetaan usein ammattimaisten markkinatakaajien välityksellä. Monenkeskisestä osakekaupankäynnistä poiketen OTC-kaupankäynti on luonteeltaan kahdenvälistä eli bilateraalista. Sijoituspalvelua tarjoava markkinatakaaja (engl. *market maker*) sitoutuu ostamaan joukkolainan omaan taseeseensa markkinoilta ja etsimään tälle arvopaperille uuden ostajan. Näin markkinatakaajat luovat markkinoille likviditeettiä. OTC-kaupankäynti voidaan toteuttaa myös arvopaperinvälityksenä (engl. *agency trading*), jolloin sijoituspalvelun tarjoaja toteuttaa kaupan omista nimissään, mutta ostajan tai myyjän lukuun. Tämä markkinamalli on muuttunut viime vuosina yleisemmäksi johtuen markkinatakaustoimintaa koskevista kiristyneistä pääomavaateista pankkisääntelyn alalla.

Listaamisesta huolimatta joukkolainojen likviditeetti on Suomessa vähäinen. Listaamisella ei välttämättä edes tavoitella aktiivista kaupankäyntiä, vaan esimerkiksi näkyvyyttä ja laajempaa sijoittajakuntaa yhtiölle. Useiden institutionaalisten sijoittajien, kuten sijoitus- tai eläkerahastojen sijoitustoimintaa koskeva sääntely tai oma sijoituspolitiikka edellyttää sijoittamista säänneltyille markkinoille listattuihin joukkolainoihin. Laajemman sijoittajakunnan ja paremman likviditeetin vuoksi listaus tuo liikkeeseenlaskijalle yleensä alemman rahoituksen hinnan.

OTC-markkina perustuu yleisimmin niin sanottuun *request-for-quote* -malliin (jäljempänä *RFQ*), jossa kaupat tehdään välittäjän omaan lukuun. Malli eroaa pörssissä tai muulla markkinapaikalla tapahtuvan osakevälityksen *order-driven* -mallista, jossa arvopaperinvälittäjä ostaa tai myy arvopapereita omista nimissään sijoittajan lukuun. RFQ-malli perustuu markkinatakaajina tai välittäjinä toimivien pankkien omaan lukuunsa antamiin osto- ja myyntitarjouksiin. Markkinapaikan ulkopuolella tehtävät tarjoukset ja päätettyjen kauppajen hinnat eivät nykyisellään ole läpinäkyviä. Vuoden 2018 alusta voimaan tuleva Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (2004/39/EY, jäljempänä *MiFID*) uudistus (N:o 600/2014, jäljempänä *MiFIR* ja 2014/65/EU, jäljempänä *MiFID II*) sääntely lisää joukkolainakauppojen läpinäkyvyysvaatimuksia, jos arvopaperi on listattu direktiivin tarkoittamalle säänneltylle markkinalle.

MiFIR-asetus muuttaa joukkolainamarkkinoiden toimintaympäristöä merkittävästi. Tavoitteena on saattaa kaikki järjestäytynyt kaupankäynti säänneltyihin ja läpinäkyviin puitteisiin. MiFIR ulottaa osakemarkkinoilla nykyisin sovellettavan kauppaa edeltävän ja kaupan jälkeisen läpinäkyvyysääntelyyn (engl. *pre- and post trade transparency*) suuren joukkoon muita rahoitusvälineitä. Näitä ovat joukkolainat, strukturoidut rahoitustuotteet, päästöoikeudet ja johdannaiset edellyttäen, että näillä käydään kauppaa asetuksen tarkoittamassa kauppapaikassa. Monenkeskisten kauppapaikkojen lisäksi läpinäkyvyysäännökset koskevat niin sanottuja

kauppojen sisäisiä toteuttajia (engl. *systematic internaliser*). MiFIR:in myötä joukkolainamarkkinoilla ammattimaisesti toimivat markkinatakaajat hakeutuvat joko kauppojen sisäisiksi toteuttajiksi tai muuttavat nykyistä liike-toimintamalliaan esimerkiksi arvopaperinvälitykseksi.

Läpinäkyvyysääntelyn yksityiskohtien mitoittaminen on osoittautunut haastavaksi. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (engl. *The European Securities and Markets Authority*, jäljempänä *ESMA*) on parhaillaan laatimassa läpinäkyvyysvaatimusten yksityiskohdista teknistä II-tason sääntelyä. Valmistelun yhteydessä on käyty laajaa keskustelua siitä, miten tasapainotetaan markkinoiden läpinäkyvyyden ja likviditeetin herkkä suhde. Jos markkinatakausmallilla toimiva joukkolainamarkkina altistetaan ylimitoitetuille läpinäkyvyysvaatimuksille, on vaarana markkinatakaustoiminnan merkittävä väheneminen ja likviditeetin supistuminen. Uuden sääntelyn oikeasuhtaisuudesta riippuu, millaisiksi joukkolainamarkkinat Euroopassa MiFIR:in myötä muotoutuvat.

### 2.1.3 Syndikoitu luotonanto

Joukkolainan ohella toinen merkittävä kollektiivisen luotonannon muoto on syndikoitu luotonanto (engl. *syndicated loan / syndicated lending*), jossa useat luotonantajat, jotka yleensä ovat pankkeja, luottavat yhtäaikaaisesti luotonsaajaa tämän tarvitessa keskimääräistä suurempaa luottoa esimerkiksi yritysostoon, vanhojen lainojen uudelleen järjestelyyn tai jonkin muun suuren projektin läpiviemiseen. Luotonantajat muodostavat tällöin pankkisyndikaatin, jonka jäseneksi kukin luottoa myöntävä pankki tulee. Syndikoidussa luotonannossa pankkisyndikaatin jäsenet myöntävät luotonsaajan tarvitseman luoton yhteen, kaikille syndikoidun luotonannon osapuolille yhteiseen lainadokumentaatioon perustuen, mutta kuitenkin niin, että kullakin pankilla on pankkisyndikaatin jäsenenä lähtökohtaisesti itsenäiset oikeudet ja velvollisuudet luotonsaajaa kohtaan ja vastaavasti luotonsaaja vastaa velvoitteistaan kullekin pankkisyndikaatin jäsenelle erikseen. Syndikoidussa luotonannossa lainan osat eivät ole samassa määrin siirtokelpoisia kuin joukkolainan vähimmäismääräiset osat. Syndikoituja lainoja ei pääsääntöisesti tarjota yleisölle, listata markkinapaikalle eikä niiden haltijoiden määrä yleensä kasva niin suureksi kuin joukkolainoissa. Pääjärjestäjänä toimiva pankki järjestee lainan, järjestäjä (engl. *bookrunner*) hoitaa dokumentoinnin ja jakaa lainan eri osallistujapankkien kesken, agenttina toimiva pankki hallinnoi lainaa lainan voimassaoloaikana ja osallistujapankit tarjoavat varat. Syndikoiduilla lainaosuuksilla voi olla myös jälki-markkinat. Koska lainaosuus ei ole arvopaperi, jälkimarkkina on OTC-tyyppistä eli suoraa kahden osapuolen välistä kaupankäyntiä.

Vaikka syndikoidun luotonannon ja joukkolainan liikkeeseenlaskun välillä on tietty analogia, ei joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaa lakia ole katsottu olevan tarpeen ulottaa pakottavana näihin järjestelyihin kuin tietyiltä rajallisilta osin tarkoituksena selventää kollektiivisessä rahoitusjärjestelyssä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuutta ja peruuttamattomuutta. Syndikoidulla luotonannolla on vakiintuneet kansainväliset markkinakäytännöt ja sopimuskehikot, joihin puuttuminen Suomen lain alla toimivaa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalla sääntelyllä saattaisi antaa vaikutelman, etteivät markkinat toimi toivotulla tavalla. Suomessa toimivien kansainvälisten pankkien odotetaan kuitenkin valitsevan vakiintuneet ja toimivat kansainväliset malliehdot. Pahimmillaan pakottava kansallinen erityissääntely voisi pirstaloida toimivan käytännön ja hankaloittaa suomalaisten pankkien osallistumisen syndikoituihin luottojärjestelyihin, jos Suomessa on kansainvälisestä markkinakäytännöstä poikkeavaa kansallista lainsäädäntöä. Vakuusjärjestelyjen ja muiden seikkojen pätevyys ja toteutuminen varmistetaan syndikoidussa luotonannossa sopimuksin. Pankit luotonantajina saattavat olla myös joukkolainanhaltijoita vahvemmassa asemassa asiantuntemuksensa ja neuvotteluvoimansa suhteen, eivätkä lähtökohtaisesti tarvitse joukkolainanhaltijoiden edustajaa kos-

kevalla lainsäädännöllä osin tavoiteltua nykyistä parempaa sijoittajansuojaa. Sen sijaan kansallisena valinnaisena mahdollisuutena erityissääntelyä joukkolainanhaltijoiden edustajasta puoltaa sijoittajakollektiivin etujen vahvistaminen etenkin tilanteissa, joissa rahoitettavat kansalliset hankkeet ovat pienehköjä ja sovellettaisiin liikkeeseenlaskijan kotivaltion lakia. Tällainen rajausta vastaisi sekä EK:n malliehtojen tavoitteita että joukkolainanhaltijoiden edustajan rekisteröitymisvelvollisuudelle ehdotettuja rajauksia.

#### 2.1.4 Kotimaiset joukkolainaehdot (EK:n malliehdot)

Paikallisissa joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa sovelletaan yleensä paikallista lakia, kuten Suomen lakia ja suomalaista dokumentaatiota. Suomen lain alla toteutettavien joukkolainojen ehdot olivat pitkään tyypillisesti hyvin yksinkertaiset ja kevyet johtuen lähinnä siitä, että joukkolainoja ovat perinteisesti kysyneet laskemaan liikkeeseen etupäässä vain tunnetut ja luottokelpoisuudeltaan hyvät yritykset. Tarve tuoda joukkolainat vartenotettavaksi rahoitusmuodoksi myös tuntemattomammille ja/tai luottokelpoisuudeltaan heikommille yrityksille edellytti kuitenkin yksityiskohtaisempien ja kontrolloivampien lainaehtojen käyttöönottoa. Tähän liittyen viime vuosien aikana Suomessa ja myös muissa Pohjoismaissa on pyritty markkinaehtoisesti lisäämään joukkolaina-asiakirjojen standardointia. Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) ja Listayhtiöiden neuvottelukunnan perustama työryhmä laati vuoden 2013 aikana EK:n malliehdot suomalaisille joukkolainoille. Työryhmässä olivat edustettuina finanssialan toimijat, liikkeeseenlaskijat, sijoittajat ja neuvonantajat. Malliehdot ovat englanninkieliset ja saatavilla Internetissä osoitteessa <http://ek.fi/wp-content/uploads/jvk-malliehdot-final.pdf>. EK:n malliehdossa on osaltaan pyritty myös tuomaan suomalaisten joukkolainojen sopimusdokumentaatiota lähemmäksi kansainvälistä käytäntöä. Norjassa vastaavanlaiset yritysjoukkolainojen vakioehdot ovat olleet käytössä jo parikymmentä vuotta. EK:n malliehtojen pohjadokumenttina käytettiin aikaisemmin samana vuonna valmistuneita ruotsalaisia malliehtoja, joihin nähden lopullisissa EK:n malliehdossa on kuitenkin varsin runsaasti eroavaisuuksia. EK:n malliehtoja käytettiin ensimmäisen kerran konkreettisesti joukkolainatransaktiossa keväällä 2014 ja sen jälkeen niitä on hyödynnetty useissa joukkolainajärjestelyissä. Malliehdot ovat saaneet erittäin positiivisen vastaanoton markkinoilla ja ovat muodostuneet markkinastandardiksi ainakin niiden joukkolainojen osalta, joille on annettu vakuuksia ja/tai jotka sisältävät liikkeeseenlaskijan toimintaa rajoittavia erityis- eli kovenanttiehtoja. EK:n malliehdot on rakennettu siten, että joukkolainassa hyödynnetään edustajamallia ja tämä heijastuu läpi koko dokumentin. Ennen EK:n malliehtojen käyttöönottoa edustajamallia oli käytetty Suomessa agentin tai vakuusagentin nimittämisen kautta lähinnä muutamassa vakuudellisessa tai muutoin struktuuriltaan monimutkaisemmassa joukkolainassa, joten jonkinlainen kehikko edustajamallia hyödyntäville joukkolainoille oli olemassa jo ennen EK:n malliehtoja, mutta niiden muodostuttua markkina-käytännöksi myös edustajamalliin liittyvät sopimusehdot ja käytännöt ovat muovautuneet aikaisempaa selkeämmiksi ja vakiintuneemmiksi.

EK:n malliehtojen rakenne seurailee kansainvälistä käytäntöä ja kuten mallirahoitus sopimukset yleensäkin, ehdot sisältävät useita valinnaisuuksia. Ehdot sisältävät ensin määritelmät, minkä jälkeen seuraavat liikkeeseenlaskuun liittyvät tekniset ehdot, kuten joukkolainan kokonaismäärä, joukkolainan arvo-osuuksien yksikkökoko, minimimerkinnän määrä, korkoa ja takaisinmaksua koskevat ehdot sekä tietyt arvo-osuusjärjestelmään liittyvät tekniset ehdot, minkä jälkeen puolestaan seuraavat mahdollisia vakuuksia ja takausta koskevat lausekkeet. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta joukkolainanhaltijoita kohtaan sekä joukkolainan erityisistä eräännyttämisperusteista ja eräännyttämisen tai vakuusrealisaation kautta saatujen varojen jaosta on kattavat lausekkeet. Joukkolaina on eräännyttävissä ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi liikkeeseenlaskijan maksulaiminlyönnin lisäksi tiettyjen yksilöityjen sopimusrikkomusten tapauksessa. Joukkolainan eräännyttämisestä ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi päättää tyypillisesti ehdoissa sovittu osuus joukkolainanhaltijoista, kun taas edustaja

on tämän toimenpiteen tekninen toimeenpanija. Eräännyttämisellä tai vakuusrealisaatiolla saatujen varojen tilittäminen joukkolainanhaltijoille ehtojen mukaisessa järjestyksessä on edustajamallin kannalta malliehtojen keskeisimpiä lausekkeita. EK:n malliehtojen loppuosa sisältää säännökset ja määräykset joukkolainanhaltijoiden päätöksenteosta kaikkia joukkolainanhaltijoita sitovasti joko joukkolainanhaltijoiden kokouksessa tai kirjallisessa menettelyssä, päätöksenteossa noudatettavista menettelytavoista, joukkolainanhaltijoiden edustajan nimittämisestä, edustajan velvollisuuksista sekä edustajan vaihtamisesta. Edustajaa koskevien lausekkeiden yksi olennainen elementti on ns. *no action* -lauseke, jonka mukaisesti yksittäisellä joukkolainanhaltijalla ei ole oikeutta ajaa kannetta liikkeeseenlaskijaa vastaan suorituksen saamiseksi eikä hakea liikkeeseenlaskijaa maksukyvyttömyysmenettelyyn, vaan tämä oikeus on yksin edustajalla, joka käytännössä ryhtyy mainittuihin toimiin saatuaan ohjeistuksen joukkolainanhaltijoiden kokoukselta.

Edellä mainittujen juridisteknisten ehtojen lisäksi EK:n malliehdot sisältävät erilliset esimerkkilausekkeet joukkolainaan mahdollisesti sisällytettävistä kovenanttiehdoista, kuten taloudellisista tunnusluvuista sekä muun muassa velan ottoa, vakuuksien antamista, osingon maksua tai omaisuuden myyntiä rajoittavista ehdoista. Kovenanttiehtojen sisällyttäminen yksittäiseen joukkolainatransaktioon edellyttää aina tapauskohtaista harkintaa, minkä johdosta ne pidettiin varsinaisista malliehdoista erillisinä.

## 2.2 Voimassa oleva lainsäädäntö

### 2.2.1 Yleistä

Markkinaosapuolet ovat eri yhteyksissä esittäneet tarpeen lisätä oikeusvarmuutta edustajan toimintakelpoisuudesta Suomen lain alaisten joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa ja joukkolainojen hallinnoinnissa lainan voimassaoloaikana sekä mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa. Toimivien edustajamarkkinoiden syntymisen edellytyksenä on pidetty selkeää käsitystä markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. On esitetty, että selkeä oikeustila edustajan toimintakelpoisuuden osalta Suomessa tukisi suomalaista joukkolainamarkkinaa ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valittaisiin kilpailluilla globaaleilla rahoitusmarkkinoilla myös jatkossa Suomen laki. Tämä kehitys osaltaan edelleen edistäisi joukkolainojen liikkeeseenlaskuja ja niihin liittyvää toimeliaisuutta Suomessa, mistä hyötyisi rahoitusala kokonaisuudessaan sekä liikkeeseenlaskijat, erityisesti suomalaiset pk-yritykset ja sijoittajat sijoitusmahdollisuuksien monipuolistuessa. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistuminen tukee osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä.

Lisäksi markkinoilla on esitetty ristiriitaisia tarpeita arvioida edustajaa koskevan sääntelyn tarvetta myös syndikoidussa luotonannossa keskittyen erityisesti edustajan asemaan luotonantajien luotonsaajalta saaman vakuusomaisuuden hallinnoijana luotonantajayhteisön yhteiseen lukuun, mikä korostuu erityisesti luotonsaajan ongelmatilanteissa. Lisäksi osa toimijoista on nähnyt tarpeen selvittää laajemmin kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuutta ja peruuttamattomuutta lainsäädännön tasolla. Tiettyyn rajattuun edustustoimintaan keskittyvän toimijan eli vakuusagentin (engl. *security agent*) käyttö on jo nykyään sängen yleistä, mutta sen voidaan olettaa edelleen lisääntyvän tulevaisuudessa. Edellytyksenä on, että vakuusagentin käyttö suomalaisessa oikeusympäristössä on nykytaivoin laajasti mahdollista ja sitä koskeva sääntely-ympäristö vähintään yhtä ennakoitavaa kuin tähänkin asti.

Joukkolainanhaltijoiden edustajasta ei ole olemassa EU-tason sääntelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan poikkeavasti. Suomalaiset

yritykset toimivat kilpailluilla kansainvälisillä rahoitus- ja tuotemarkkinoilla. Kotimaisten yritysten rahoituksensaanti ja rahoitusasema suhteessa erityisesti muihin Pohjoismaissa toimiviin yrityksiin korostuu maantieteellisistä ja kulttuurisista seikoista johtuvista syistä. Norjassa ja Ruotsissa joukkolainamarkkinat ovat olleet toiminnassa pitempään ja ne ovat huomattavasti aktiivisemmat ja vakiintuneemmat kuin Suomessa ja Tanskassa. Norjassa ja Ruotsissa sijoitustoiminnalla on myös huomattavasti pitemmät perinteet kuin Suomessa. Suomessa yritysrahoitus on edelleen hyvin pankkikeskeistä eivätkä ulkoisen rahoituksen lähteet ole merkittävästi monipuolistuneet viime vuosina. Tämän vuoksi kotimaisten pk-yritysten näkökulmasta nykytilaa täydentävien vaihtoehtoisten rahoituskanavien luominen ja tukeminen on tärkeää. Pk-yritysten joukkolainamarkkinoiden toiminnan edistämällä voidaan osaltaan laajentaa Suomessa perinteisesti käytössä olleiden rahoituslähteiden valikoimaa.

Rahoituksen saamisen heikkenemisen taustalla on nähty vuoden 2008 rahoitusmarkkinoiden kriisi, joka on johtanut muun muassa luottolaitoksia koskevien vakavaraisuus- ja maksukykyvaatimusten kiristämiseen. Tiukentunut sääntely on korottanut pankkien vakavaraisuusvaatimuksia ja lisännyt varainhankinnan kustannuksia ja sitä kautta tietyssä määrin vähentänyt luottolaitosten mahdollisuuksia vastata markkinoilla toimivien yritysten rahoitustarpeisiin. Lisäksi jo pitkään jatkunut heikko ja epävarma taloustilanne on lisännyt luottotappioiden riskiä ja tätä kautta vähentänyt pankkien riskienottohalukkuutta. Tilanteella on edellä mainituin tavoin ollut erityisen suuri vaikutus pk-yrityksiin, jotka ovat vallinneiden olosuhteiden seurauksena ryhtyneet vakavasti harkitsemaan myös pankkien taseen kautta tapahtuvalle rahoitukselle vaihtoehtoisten rahoituskanavien hyödyntämistä, minkä osaltaan odotetaan vaikuttavan tulevaisuudessa rahoitusmarkkinoiden monipuolistumiseen.

Euroopan talouden pitkäaikaista rahoitusta koskevalla vihreällä kirjalla KOM (2013) 150 käynnistettiin laaja keskustelu tekijöistä, joiden avulla voidaan kanavoida rahoitusta talouskasvun kannalta tärkeisiin pitkäaikaisiin investointeihin ja ottaa huomioon erityisesti kasvu- ja pk-yritysten rahoitustarpeet EU-tasolla (E 82/2013 vp). Maaliskuussa 2014 annetussa Euroopan komission seurantatiedonannossa Euroopan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta KOM (2014) 168 esitetään painopistealoja, joilla komissio aikoo tehdä aloitteita tavoitteenaan auttaa pk-yrityksiä hankkimaan rahoitusta (E 71/2014 vp). Yhtenä painopistealueena EU:n mittakaavassa tuotiin esiin joukkolainamarkkinoiden edistäminen erityisesti pk-yritysten näkökulmasta. Toukokuussa 2015 Euroopan komissio antoi vihreän kirjan Pääomamarkkinaunionin rakentamisesta KOM (2015) 63, jonka tavoitteina on yritysten, erityisesti pk-yritysten oman ja vieraan pääoman hankinnan sekä listautumisen edistäminen, pääomamarkkinoiden monipuolistaminen ja likviditeetin parantaminen EU:n pääomamarkkinoiden syventämisen kautta (E 3/2015 vp). Lisäksi Pääomamarkkinaunioniin liittyen komissio antoi toimintasuunnitelman syyskuussa 2015 KOM (2015) 468, jonka mukaan pääomamarkkinaunioniin liittyvillä toimenpiteillä ja ehdotuksilla pyritään edistämään pk-yritysten rahoitusten saatavuutta sekä alentamaan yhtiöiden listautumiskynnystä ja parantamaan pääoman saatavuutta julkisilta markkinoilta (E 72/2015 vp). Näin ollen pk-yritysten rahoitusaseman parantamiseen tähtäävät toimenpiteet eivät ole erityishuomion kohteena pelkästään Suomessa, vaan koko EU:n alueella. Suomessa kasvu- ja pk-yritysten rahoitusasemaa on pyritty tukemaan myös valtiovarainministeriön esityksellä joukkorahoituslaiksi (HE 46/2016 vp), jolla pyritään selkeyttämään lainsäädäntöä, parantamaan sijoittajansuojaa, lisäämään yritysten rahoitusvaihtoehtoja sekä monipuolistamaan rahoitusmarkkinoita. Lain soveltamisalaan kuuluvat ainoastaan elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus.

Joukkolainamarkkinoiden kehittäminen sai vuonna 2012 valmistuneen ns. Stadighin työryhmän raportin jälkeen yhä konkreettisempia piirteitä, kun hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan loppuvuonna 2013 tukea joukkolainojen merkittäviä palvelevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. Malliehdot nähtiin yhtenä keskeisenä toimenpiteenä yritysten

joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi. Vuoden 2014 alkupuolella käyttöön saatujen yhtenäisten EK:n malliehtojen tarkoituksena on parantaa joukkolainojen dokumentaation laatua, yksinkertaistaa niiden liikkeeseenlaskua ja vähentää kustannuksia. Samaan aikaan yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönoton kanssa Nasdaq Helsinki avasi Helsingin pörssiin *First North Bond Helsinki* -nimisen vaihtoehtoisen markkinapaikan, joka tarjoaa yritysten joukkolainoille kevyemmällä vaatimuksilla ja velvoitteilla pääosin samat palvelut kuin päälistalla.

Nykyisin edustussuhde on mahdollista jäsentää lähinnä valtuutuksena, välillisenä edustuksena, fidusiarisena oikeustoimena, välihenkilöjärjestelynä tai esimerkiksi prokurasiirtona (saatavien siirtona perittäväksi), joihin liittyy kuitenkin muun muassa arviomuistiossa kattavasti käsiteltyjä epävarmuustekijöitä. Erityisesti yksipuolinen peruutettavuus (valtuutus ja välillinen edustus) ja yleinen vaikeus perustella kaikkia osapuolten kesken sovittavia edustajan tehtäviä, oikeuksia ja velvollisuuksia (prokurasiirto) aiheuttavat sen, että osapuolten toivomat oikeusvaikutukset liittyisivät pitkälti vain fidusiariseen oikeustoimeen ja vastaavasti sen lähi-ilmiöön välihenkilöjärjestelyyn. Viimeksi mainittuja pitkälti teknisiä ja paikoin teoreettisia oikeusilmiöitä on sinänsä käsitelty vanhemmassa oikeuskirjallisuudessa, mutta monesti lähinnä vain mahdollisesti soveltuvina selitystapoina. Keskeisintä on, että fidusiarinen oikeustoimi ja välihenkilöjärjestely eivät perustu kirjoitettuun lakiin tai ainakaan täysin selvästi tavanomaiseen oikeuteen. Niiden sitovuus erityisesti suhteessa sivullisiin on epävarma, minkä on nähty haittaavaan joukkolainamarkkinoilla toimivien tahojen oikeusvarmuutta.

## 2.2.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärjestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys

Sijoittajat hyväksyvät joukkolainan ehdot itseään sitoviksi merkitessään lainan arvo-osuuksia tai ostaessaan niitä jälkimarkkinoilta. Lainan ehtoihin sisältyy usein joukkolainanhaltijoiden yhteiseksi edustajaksi nimitetyn tahon yksinomainen ja yksittäiset joukkolainanhaltijat poisulkeva oikeus tehdä oikeustoimia joukkolainanhaltijoiden puolesta. Vakuudellisissa joukkolainoissa edustaja toimii usein myös lainan vakuuksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun hallinnoivana vakuusagenttina. Toisinaan edustajan ja vakuusagentin roolit on myös tarpeen erottaa toisistaan, mikäli samaa vakuutta jakavat joukkolainanhaltijoiden lisäksi myös muut velkojaryhmät, kuten esimerkiksi käyttöpääomarahoitusta tarjoava pankkisyndikaatti.

Edustajan ja vakuusagentin muodollisjuridinen asema suhteessa edustamiinsa joukkolainanhaltijoihin ja kolmansiin tahoihin on Suomen voimassa olevan oikeuden mukaan mahdollista hahmottaa useissa tapauksissa käytännössä kahdella eri tavalla, joko joukkolainanhaltijoiden valtuutettuna tai itsensä ja joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun toimivana välihenkilönä. Molemmissa tapauksissa kyse on oikeustoimiperusteisesta eikä lakisääteisestä edustuksesta. Vakuudellisessa joukkolainassa jäsenystapa vaikuttaa myös siihen, keitä on pidettävä muodollisjuridisina vakuusvelkojina, kaikkia nykyisiä ja tulevia joukkolainanhaltijoita vai ainoastaan edustajaa/vakuusagenttia.

Edustus- ja agenttisuhdetta on Suomen oikeuskirjallisuudessa vakiintuneesti pyritty hahmotamaan kolmen toisistaan poikkeavan oikeudellisen konstruktion kautta, joita ovat (i) valtuutus, (ii) välihenkilöjärjestelyn teoria ja (iii) välihenkilöjärjestelyn yhden erityismuodon ns. fidusiarisen oikeustoimen konstruktio. Käytännössä hahmotustapoja on siis kaksi, jos ns. fidusiarisen oikeustoimen konstruktio nähdään osana laajempaa välihenkilöjärjestelyn teoriaa. Yleisesti keskusteluun on nostettu lain varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929, jäljempänä *oikeustoimilaki*) 2 luvun sisältämä valtuutuskonstruktio. Oikeustoimilain 2 luku sisältää suomalaisia valtuutuslajeja koskevan sääntelyn. Valtuutusta koskevassa keskustelussa on syytä havaita, ettei valtuutetun tekemän oikeustoimen sitovuutta voida arvioida pelkästään päämiehen ja valtuutetun välisen oikeussuhteen perusteella, vaan ratkaisevana on yleensä pi-



detty kolmannen henkilön eli valtuutetun sopimuskumppanin käsitystä vallitsevasta oikeustilasta eli valtuutetun toimivallasta ja asemasta.

Valtuutus on niin sanottua välitöntä edustusta. Perustilanteessa valtuutettu toimii ja tekee oikeustoimia edustamansa tahon nimissä mutta jää yleensä itse päätettävän oikeustoimen ulkopuolelle, jollei valtuutettu oikeustointa päämiehen lukuun tehdessään nimenomaisesti sitoudu vastaamaan henkilökohtaisesti sopimusvelvoitteista. Mikäli jäsenystapana on valtuutus, joukkolainanhaltijoiden edustajan edustusoikeus olisi eräänlainen yleisvaltuutus, joka käsittäisi useita samaan oikeussuhteeseen liittyviä oikeustoimia. Vakuudellisessa joukkolainassa vakuusagentin aseman jäsentäminen valtuutukseksi, jossa valtuutettu toimii ja tekee oikeustoimia edustamansa tahon nimissä mutta jää itse kyseisen oikeustoimen ulkopuolelle, vakuusagentin edustamat joukkolainanhaltijat on syytä katsoa myös muodollisjuridisiksi vakuudensaajiksi. Vakuusagentin mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa tämä jäsenystapa on sikäli turvallinen, että joukkolainanhaltijoiden hyväksi perustettua vakuusoikeutta ei tällöin voitaisi katsoa kuuluvaksi valtuutettuna toimivan vakuusagentin konkurssivarallisuuteen. Toisaalta ongelmia voisi aiheuttaa oikeustoimilain 23 §, jonka mukaisesti oikeustoimi, jonka valtuutettu tekee sen jälkeen kun valtuuttajan omaisuus on luovutettu konkurssiin, ei välttämättä sido konkurssipesää. Joukkolainanhaltijan konkurssi voisi näin ollen johtaa ongelmalliseen tilanteeseen erityisesti, jos myös yhteistoimintalausekkeen sitovuus konkurssipesää kohtaan olisi kyseenalaistettavissa. Valtuutus edustusmuotona saattaisi johtaa epätydyttävään lopputulokseen myös siksi, että suomalaisen lainopin vallitsevan kannan mukaan valtuutus on periaatteellisesti aina peruutettavissa. Peruuttamattoman valtuutuksen mahdollisuuteen ei kuitenkaan ole Suomen voimassa olevassa lainsäädännössä otettu yksiselitteisen kielteistä kantaa, ja myös peruuttamattomuuden puolesta on esitetty perusteltuja näkemyksiä. Lisäksi on otettava huomioon, että joukkolainassa, kuten muissakin kollektiivisissa luottojärjestelyissä, edustajan asema perustuu monenkeskiseen sopimusjärjestelyyn ja turvaa velkojayhteisön kollektiivisia intressejä. Mikäli edustajan toimintaoikeudet olisivat yksipuolisesti peruutettavissa yksittäisen joukkolainanhaltijan toimesta, johtaisi se järjestelyn yhteisesti sovittujen periaatteiden ja tavoitteiden vastaiseen lopputulokseen. Näistä syistä edustajan toimioikeuksien yksipuolisen peruuttamisen mahdollisuus voidaan perustellusti kyseenalaistaa siinäkin tapauksessa, että edustajan asema jäsenyksi valtuutukseksi. Kategorisen torjuva suhtautuminen peruuttamattomaan valtuutukseen omaksuttiin vallitsevaksi kannaksi suomalaisessa lainopissa jo vuosikymmeniä sitten ja siinä on etupäässä ajateltu oikeustoimilain 2 luvussa lueteltuja valtuutuksen perustilanteita eikä nykyaikana yleisiä monenkeskisiä sopimusjärjestelyjä.

Oikeustoimilaissa ei ole säännöksiä valtuutetun ja päämiehen välisestä vastuusuhteesta. Silloin kun valtuutetun ja valtuuttajan oikeussuhde ei kuulu lailla säänneltyjen sopimustyyppien alaan, vastuukysymykset ratkeavat sopimusmääräysten ja edustajan vastuuta koskevien yleisten oppien mukaan. Vahingonkorvausvastuuseen vaikuttavat tällöin valtuutetun velvoitteiden sisältö sekä niiden rikkomisen tuottamuksellisuus. Valtuutuksella perustettu agentuuri on näin ollen suhteellisen heikolla lainsäädännöllisellä pohjalla. Riskinä ovat ennen kaikkea valtuutuksen peruuttamisen mahdollisuus, potentiaalisen valtuutuksen monimuotoisuus sekä valtuuttajan, valtuutetun ja kolmannen osapuolen väliset vastuukysymykset.

Toisaalta edustajan asemaa ei välttämättä tarvitse tai ylipäätään kannata rakentaa oikeustoimilain 2 luvun sisältämien valtuutusoppien varaan, vaan kyseeseen voi tulla edellä mainituin tavoin (yleensä monenväliseen) sopimukseen perustuva välihenkilöasema, joka ei nimenomaisesti ja asianmukaisesti laadittujen sopimusehtojen perusteella ole peruutettavissa yksipuolisella tahdonilmaisella. Olennaista tällaisessa konstruktiossa on, että osapuolet perustavat keskinäisillä sopimusmääräyksillään yhdelle osapuolelle välihenkilön oikeusaseman, jossa asemassa tämä toimii omissa nimissään myös muun kuin päämiehinä olevien sopijakumppanien lukuun. Välihenkilöasemassa kyse on siis päämiesten yhteiseen lukuun toimivasta välihenkilöstä. Vä-

lihenkilöaseman peruuttamattomuudesta keskusteltaessa on huomattava, että kotimaisessa oikeuskäytännössä irtisanomisoikeuden puuttumiseen on yleisesti ottaen suhtauduttu poikkeuksena irtisanomisoikeutta puoltavasta pääsäännöstä. Oikeuskäytännössä sellaisessa harvinaisessa tilanteessa, jossa sopimus oli tarkoitettu osapuolten suhteen pysyväksi järjestelyksi omistujajärjestelyn kautta ja siihen näin liittyi olennaisesti suurempi pysyvyys kuin normaaliin kaupalliseen liiketoimintaan, korkein oikeus katsoi, ettei irtisanomisoikeutta ollut ja päätyi velvoittamaan sopimuksen irtisanoneen osapuolen korvaamaan toiselle osapuolelle oikeudettoman irtisanomisen aiheuttaman vahingon. Toisaalta joukkolainan ehtojen, joissa välihenkilön nimitämisestä (ja peruuttamattomuudesta) on sovittu, voidaan katsoa rinnastuvan määräaikaiseen sopimukseen, joka ei sellaisenaan ole irtisanottavissa, ellei ehdoissa niin ole nimenomaisesti ole sovittu. Toinen tapa hahmottaa kokonaisuutta on katsoa välihenkilöaseman perustuvan monenkeskiseen sopimukseen, joka ei ole peruutettavissa yksipuolisesti yksittäisen joukkolainanhaltijan tahdonilmaisuin.

Suomessa agentin asemaa voitaisiin tarkastella myös välihenkilöjärjestelyn yhden erityismuodon eli ns. fidusiarisen oikeustoimen konstruktion (*fiducia*-instituution) kautta. Fidusiarisessa oikeustoimessa oikeusilmiön tarkastelu tiivistyy siihen sisältyvän erityisen luottamuksen (*fiducia*) olemassaoloon. Kyseinen oikeudellinen konstruktio on ollut laajan mielenkiinnon ja tutkimuksen kohteena erityisesti anglosaksisissa oikeusjärjestyksissä, muttei ole Suomessa juuri saanut osakseen laajaa kannatusta tai yhtiöoikeutta lukuun ottamatta tieteellistä mielenkiintoa. Tässä jäsennostavassa järjestelyn osapuolet perustavat sopimuksin (tai muin oikeustoimin) yhdelle sopimusosapuolelle välihenkilön oikeusaseman, jossa välihenkilö toimii muunkin tahon kuin päämiehenä olevan sopimusosapuolen lukuun. Mainitunlainen muu edunsaaja voi olla välihenkilö itse tai kolmas taho. Tämä erottaa välihenkilöjärjestelyn välillisestä edustuksesta, jossa edustaja toimii omissa nimissään, mutta yksinomaan päämiehensä lukuun. Välihenkilöjärjestelyssä päämies luovuttaa sopimuslausekkein muodollisen oikeusasemansa välihenkilölle, eli välihenkilölle perustetaan ulkoinen ”*omistajan*” tai siihen rinnastettavissa olevan tahon (kuten rajoitetun esineoikeuden haltijan) asema, jolloin välihenkilö saavuttaa tarvittavan kelpoisuuden kolmansiiin tahoihin nähden. Vakuudellisessa joukkolainassa rajoitetun esineoikeudenhaltijan eli vakuudenhaltijan asema perustettaisiin yksinomaan vakuusagentille. Tämän jäsennostavan keskeinen etu on se, että välihenkilölle perustettu oikeusasema ei ole yksipuolisesti peruutettavissa päämiehenä olevan sopimusosapuolen toimesta, vaan peruuttaminen edellyttää molemminpuolista sopimista. Välihenkilöjärjestely on kuitenkin valtuutusta vähemmän tunnettu edustuksen muoto, ja sitä koskevat opit ja periaatteet rakentuvat lähinnä oikeuskirjallisuuden varaan. Lisäksi vakuudellisessa joukkolainassa tiettyjä epävarmuustekijöitä liittyy vakuusagentin mahdolliseen konkurssitilanteeseen, sillä vakuusagentin aseman jäsenyessä yhteiseen lukuun toimivaksi välihenkilöksi ja täten ainoaksi muodollisjuridiseksi vakuudensaajaksi, vakuusoikeus saatettaisiin asiaa koskevan oikeuskäytännön puuttuessa katsoa kuuluvaksi vakuusagentin konkurssipesään. Tämänkään riskin realisointimahdollisuutta ei ole syytä ylikorostaa, sillä mahdollisesta konkurssipesään kuulumisesta huolimatta panttioikeus turvaa joka tapauksessa joukkolainanhaltijoiden saatavia, ja vakuusrealisaatio on mahdollista toteuttaa ainoastaan joukkolainan ehtojen mukaisesti. Näistä syistä vakuusagentin konkurssipesän mahdollisuudet myydä pesään kuuluva vakuusoikeus olisivat hyvin rajalliset, koska samanaikaisesti ei voitaisi myydä vakuuden turvaamia joukkolainanhaltijoiden saatavia. Joukkolainanhaltijoiden asemaa vakuusagentin konkurssitilanteessa turvaa myös se, että vakuusrealisaatiotulot tulee lainaehtojen mukaan tilittää joukkolainanhaltijoille, eikä vakuusagentti saa itsenäisesti määrätä näistä varoista tai sekoittaa niitä omiin varoihinsa.

Suomessa fidusiarisen oikeustoimen konstruktion on hahmotettu olevan ns. yhdistetty oikeustoimi, jossa luovutus tapahtuu luovuttajan ja luovutuksensaajan tai kolmannen henkilön yhteiseksi eduksi. Yhdistettyyn oikeustoimeen liittyvät erilliset perustamis- tai luovutustoimet, joilla objekti tai oikeus siirretään fidusiarille, ja velvoitustoimet, joilla määritellään fidusiaa-

rin vastuut ja toimivallan rajat suhteessa fidusianttiin. Fidusiariselle konstruktiolle on tyypillistä, että fidusiarille luotu oikeus on laajempi kuin olisi tarpeen tarkoitetun päämäärän saavuttamiseksi. Luovutustoimella fidusiarille eli tässä tapauksessa agentille syntyneitä oikeusasemia on pidettävä tälle tämän omaan oikeusasemaan ja intressipiiriin kuuluvana valtana, joka ei ole lähtökohtaisesti peruutettavissa eikä rajoitettavissa päämiehen eli joukkolainanhaltijan yksipuolisella tahdonilmaisulla, vaan edellyttää molempien sopijapuolten suostumusta. Fidusiarisen oikeustoimen oikeusilmiöiden kokonaisvaltaiseen selitykseen pyrkivä oppi on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä eikä se itsessään pysty ratkaisemaan sopimusosapuolten siivullisuhteissa esiintyviä oikeudellisia ongelmia, jotka vaativat poikkeuksetta oman – oikeusilmiön kokonaisvaltaisesta hahmottamisesta erillisen – tarkastelun.

Kokoavasti voidaan todeta, että Suomen voimassa olevan oikeuden tuntemista edustusmuodoista sekä valtuutus että välihenkilöjärjestely tarjoavat sinänsä käyttökelpoisen tavan hahmottaa joukkolainanhaltijan edustajan oikeusasema. Edustusjärjestelyllä tavoiteltavan lopputuloksen kannalta jäsenystavalle ei kuitenkaan tule antaa ratkaisevaa merkitystä. Edustajalle ja vakuudellisessa joukkolainassa vakuusagentille on tarkoitus perustaa kelpoisuus tehdä tiettyjä oikeustoimia edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun joukkolainanhaltijoita ja oikeustoimien vastapuolina olevia kolmansia tahoja sitovin vaikutuksin. Joukkolainalle annettujen vakuuksien tulee puolestaan turvata joukkolainanhaltijoiden saatavia oikeudellisesti tehokkaalla tavalla ja vakuusagentin tulee voida hallinnoida joukkolainan vakuuksia ja suorittaa mahdolliset realisaatiotoimenpiteet kolmansiin nähden sitovasti. Toisaalta joukkolainanhaltijoiden oikeus vakuuksiin ja niistä mahdollisesti saataviin realisaatiotuloihin tulee olla turvattu edustajan tai vakuusagentin mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa. Vaikka edustajan asemaan liittyy tiettyjä edellä kuvattuja oikeudellisia epävarmuustekijöitä liittyen esimerkiksi valtuutuksen peruutettavuuteen ja edustajan konkurssiin, niin edellä mainitut tavoitteet ovat jo nykyisin saavutettavissa Suomen oikeusjärjestyksen mahdollistamissa puitteissa, mikäli joukkolainajärjestelyn sopimukset laaditaan ammattimaisesti.

### 2.2.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus

Suomessa on voimassa pitkälle ulottuva sopimusvapaus, jonka puitteissa liikkeeseenlaskija, joukkolainanhaltija ja joukkolainanhaltijoita edustava agentti eli edustaja voivat muodostaa keskinäiset oikeussuhteensa haluamallaan tavalla. Näin ollen joukkolainan ehtoihin voidaan lähtökohtaisesti sisällyttää osapuolten yhteisymmärryksessä sopimat ehdot, joissa joukkolainanhaltijat luopuvat tietyistä heille luotonantajina ja velkojina normaalisti kuuluvista oikeuksista tiettyjen ennakoedellytysten vallitessa kuten oikeudesta ajaa erillisiä kanteita tai ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeeseenlaskijaa vastaan niin kauan kuin edustaja on toimintakelpoinen (niin sanottu negatiivinen kannevalta) ja vastaavasti joukkolainanhaltijat voivat siirtää osan heille normaalisti kuuluvasta toimivallasta edustajalle nimenomaisilla joukkolainaehtoihin tai muussa joukkolainaan liittyvässä sopimuksessa otettavilla ehdoilla (edustajan itsenäinen toimivalta).

Suomen oikeusjärjestelmässä on perinteisesti katsottu, että asianosaisten laatimat sopimuksen tai velkakirjan ehdot ovat lähtökohtaisesti sitovia. Jos osapuolet ovat omasta vapaasta tahdostaan tarkoittaneet tietyn järjestelyn olevan peruuttamattomasti voimassa joukkolainan voimassaoloajan tai joukkolainanhaltijat ovat luopuneet tietyistä oikeuksistaan edustajan hyväksi, ja kyseiset tahdonilmaisut on pätevästi kirjattu joukkolainan ehtoihin, ne ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia. Esimerkiksi velkakirjalaki lähtee siitä, että sovitut velkakirjaklausuulit ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia, jollei niistä ole syytä poiketa velkakirjalain absoluuttisten määräysten, oikeustoimilain 3 lukuun sisältyvien yleisten pätemättömyyssääntöjen tai velkakirjalain 8 §:n kohtuullistamislausekkeen nojalla. Samanlainen periaate on voimassa sopimus-

oikeudessa yleisemminkin. Näin ollen osapuolet näyttäisivät pääsevän tavoittelemaansa asemaan sopimusvapauden puitteissa.

Edustajamalli vaatii toimiakseen sitä, että yksittäiset joukkolainanhaltijat eivät voi ilman perusteltua syytä yksipuolisesti irtaantua järjestelystä, koska silloin yksi edustajamallille keskeinen seikka eli joukkolainanhaltijoiden kollektiivinen edustus murtuu. Tällöin on myös todennäköistä, että järjestelystä irtaantuneet joukkolainanhaltijat pyrkivät puolustamaan ensisijaisesti joukkolainaan liittyviä omia etujaan, jolloin todennäköisyys eriaikaisiin ja -sisältöisiin liikkeeseenlaskijaan kohdistuviin kanteisiin ja eräännyttämis- tai muihin toimiin verrattuna tilanteeseen, jossa edustaja on mukana kasvaa. Suomessa on perinteisesti katsottu, että yksipuolinen irtisanomisoikeus voi perustua ensinnäkin siihen, että kestosopimusta ei ole tarkoitettu-kaan olemaan voimassa pysyvästi. Tällöin sillä on katsottu toteutettavan lähtökohtaisesti ainoastaan toistaiseksi voimassa oleva järjestely. Jos osapuolet haluavat vahvistaa keskinäisen kestosopimuksensa pysyvyyttä, he voivat tehdä sopimuksen määräaikaisena tai sopia, ettei sopimusta voida irtisanoa ennen tiettyä ajankohtaa. Määräaikaisten sopimusten kohdalla irtisanomisoikeutta ei pääsääntöisesti tunneta sopimuskauden aikana, koska osapuolet ovat keskinäisesti vahvistaneet sopimuksen keston ja näin ollen luottamusta järjestelyn voimassapysymiseen suojataan. Perusteltua tarvetta irtisanomiseen ei myöskään yleensä synny, koska osapuolella on ennen sopimuksen allekirjoittamista ollut tilaisuus punnita määräaikaisen sopimuksen soveltuvuus hänen tarkoituksiinsa nähden. Tietyissä tilanteissa olosuhteiden muuttuminen saattaa kuitenkin johtaa tarpeeseen irtautua sopimuksesta. Sopimusta tehtäessä vallinneiden odotusten pettäminen voi eräissä tapauksissa kelvata poikkeusluonteiseksi irtisanomisperusteeksi.

Lisäksi on yleisesti katsottu, ettei määräaikaisuutta voida hyväksyttävästi liittää sellaisiin sopimuksiin, joiden irtisanomisen on sopimuksen luottamuksellisen tai henkilökohtaisen luonteen vuoksi oltava täysin vapaata ja ilman irtisanomisajan asettamia rajoituksia. Tällaisena on pidetty esimerkiksi asianajotoimeksiantoa, jossa asiakkaan oikeutta toimeksiannon päättämiseen ei voitane rajoittaa. Sama sääntö koskenee myös muita erityistä luottamussuhdetta edellyttäviä tehtäviä. Näin ollen näyttäisi ainakin alustavasti siltä, ettei edustajan nimittämistä välttämättä ole mahdollista muotoilla sopimusehdoissa niin, ettei se olisi irtisanottavissa. Toisaalta jos irtisanominen suoritetaan oikeudettomasti, niin se on tehoton. Tällöin irtisanomisen kohteeksi joutunut osapuoli voi vaatia sopimuksessa pysymistä ja velvoitteiden täyttämistä (luontoissuoritusvaade) vahvistuskanteella. Lisäksi joukkolainan ehtojen, joissa edustajan nimittämistä (ja sen peruuttamattomuudesta) sovitaan, voidaan katsoa rinnastuvan määräaikaiseen sopimukseen, joka on voimassa lainan koko voimassaoloajan ja joka ei ole voimassaoloaikanaan irtisanottavissa, ellei siitä ehdoissa nimenomaisesti sovita. Se, että yksittäiset ehtolausekkeet, kuten edustajan nimittämistä koskevat ehdot, olisivat tässä suhteessa eri asemassa kuin koko lainan ehdot, johtaisi hankalaan ja osapuolten tarkoitusta vastaamattomaan tilanteeseen. Toinen tapa hahmottaa kokonaisuutta on katsoa välihenkilöaseman perustuvan edellä todetuin tavoin monenkeskiseen sopimukseen, joka ei ole peruutettavissa yksipuolisesti yksittäisen joukkolainanhaltijan tahdonilmaisuin.

Suurin ongelma irtisanomisen kohteeksi joutuneen kannalta muodostuu kuitenkin usein siitä, että käytännön edellytykset sopimuksen jatkamiselle käytännössä loppuvat irtisanomisen myötä. Näin ollen ainoaksi hyvityskeinoksi irtisanotun osapuolen näkökulmasta saattaa jäädä vahingonkorvauksen hakeminen. Tällöin irtisanotun osapuolen pitää luonnollisesti näyttää kärsitty vahinko ja sen määrä. Toinen asia on, ettei yksittäisen sijoittajan useinkaan ole järkevää peruuttaa edustajalle myöntämänsä välihenkilöasemaa, koska tästä koituisi sijoittajalle todennäköisesti paljon kustannuksia ja se voisi tehdä yksittäisen sijoittajan aseman epäselväksi muun muassa vakuusoikeuden haltijana ja vakuusvelkojana riippuen edustussuhteen tai (vakuus)agentuurin perustamista koskevista sopimusehtojen määräyksistä.

Joukkolainanhaltijoiden edustajan irtisanomisen kieltö perustuu käytännössä sopimusjärjestelyn määräaikaaisuudelle. Myöskään yksittäisen sopimusehdon irtisanominen niin, että sopimus jäisi muutoin voimaan, ei ole järjestelyn sisällön näkökulmasta hyväksyttävää. Kysymystä on arvioitava koko sopimuksen irtisanomisena, mikä on vahva pääsääntö. Yleensä kun sopimus irtisanotaan henkilökohtaisen syyn tai luottamuspuolan vuoksi, niin se tarkoittaa koko sopimus-suhteen irtisanomista tai purkamista.

#### 2.2.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta

Kanne on oikeusjutun toisen asianosaisen eli kantajan tuomioistuimessa esittämä vaatimus toisen asianosaisen eli vastaajan tuomitsemisesta. Käräjäoikeudessa kanne saatetaan vireille riita-asioissa kirjallisella haastehakemuksella, joka on toimitettava oikeudenkäymiskaaren (4/1734) 5 luvun 2 §:n mukaisena sisältäen muun muassa kantajan yksilöidyn vaatimuksen ja ne seikat, joihin vaatimus perustuu.

Jotta asianosainen voisi muodostaa kanteen toista asianosaista eli vastaajaa kohtaan, tulee tällä olla niin sanottu muodollinen asianosaiskelpoisuus, joka edellyttää, että kantajalla on oikeus-toimikelpoisuus. Yritysten näkökulmasta tämä edellyttää, että ne ovat organisoituneet itsenäisiksi oikeushenkilöiksi. Tärkeämmässä roolissa on kuitenkin asialegitimaatio eli asiavaltuus, joka tarkoittaa oikeutusta ajaa kannetta omissa nimissään oikeudenkäynnin kohteeksi saatetusta oikeudellisesta vaateesta. Kyse on perimmältään siitä, onko asianosaisena esiintyvä taho ”oikea” asianosainen. Asialegitimaatioissa on aina kyse henkilön suhteesta tiettyyn yksittäiseen oikeudenkäyntiin. Asialegitimaatio on siten enemmän oikeus kuin ominaisuus.

Jos kantajana esiintyvältä subjektilta puuttuu asialegitimaatio, on kanne jätettävä tutkimatta. Prosessia ei voida käydä ”väärrien” asianosaisten nimissä. Prosessinedellytys on ehdoton. Asianosaiset eivät voi sopimuksin perustaa niin sanottua prosessimandaattia siten, että oikeus ajaa kannetta annettaisiin taholle, jolla sitä ei lain mukaan ole. Edellä mainittu seikka vaikuttaa muun muassa velkomisjutussa niin, että vastaajan väite väärästä kantajasta ei ole asialegitimaatiota koskeva prosessiväite, vaan asiaväite, jossa väitetään, ettei vastaaja ole kantajalle mitään velkaa. Jos väite osoittautuu paikkansa pitäväksi, kanne tutkitaan, mutta hylätään. Kantajan on siis pystyttävä väittämään ja osoittamaan, että hänellä on vastaajaan kohdistuva oikeus. Tämä väite synnyttää kantajalle ja vastaajalle asialegitimaation varallisuus oikeudellisessa asiassa. Edellä mainitun vuoksi on ymmärrettävää, ettei asiasta ole yleisiä säännöksiä oikeudenkäymiskaareissa.

Normaalisti asialegitimaatio varallisuus oikeudellisissa asioissa kuuluu riitautetun oikeussuhteen subjekteille. Tärkein poikkeus tästä säännöstä on konkurssipesän asialegitimaatio konkurssivarallisuutta koskevissa oikeudenkäynneissä. Siitä huolimatta, että velallinen on edelleen kyseiseen omaisuuteen ennen konkurssia kohdistuneiden oikeuksien ja veloitteiden subjekti, velallisen asialegitimaatio on ”sirtynyt” konkurssipesälle, joka ajaa kannetta konkurssivarallisuudesta omissa nimissään eikä velallisen edustajana. Velallinen ei siis voi ajaa kannetta itsenäisesti omissa nimissään konkurssin alkamisen jälkeen konkurssivarallisuuden piiriin kuuluvasta omaisuudesta. Hänellä on kuitenkin prosessissa itsenäisen välintulijan asema, joka pitkälti rinnastuu asianosaisasemaan, sekä itsenäinen kannevalta, jos konkurssipesä itse päättää olla nostamatta kannetta.

Nykyisen prosessuaalista menettelyä koskevan lainsäädännön pohjalta on jossain määrin epäselvää, voiko sijoittajien etuja valvova edustaja ajaa kannetta ja vaatia esimerkiksi suoritus-tuomiota sijoittajien puolesta liikkeeseenlaskijaa vastaan. Norjassa korkein oikeus on päättänyt vastaavassa asiassa positiiviselle kannalle perustellen päätöstään muun muassa rahoitusmarkkinoiden toimivuudella. Kysymys on pitkälti siitä, miten edustajan tehtävät on sopimusehdois-

sa määritelty. Sinänsä asialle ei välttämättä ole osoitettavissa mitään fundamentaalisia esteitä Suomessa, koska esimerkiksi tekijänoikeuksia koskevissa asioissa oikeudenhaltijoiden puhevaltaa käyttävät yleensä etujärjestöt, kuten Teosto tai Gramex. Kyseessä ei muodollisesti ottaen ole varsinainen poikkeus niin sanotusta normaalista asialegitimaatiosta, koska oikeudenhaltijat ovat sopimuksin siirtäneet oikeutensa järjestölle. Siirto nimenomaisesti perustaa järjestölle muun muassa legitimaation ajaa omissa nimissään kannetta edunvalvonnan piiriin kuuluvassa asiassa. Vastaavaa toimintamallia voitaisiin siis hyvin soveltaa myös sijoittajien etuja valvovan edustajan osalta, joskin tällöin huomiota on kiinnitettävä tällaisen sopimuksen irtisanomisen mahdollisuuteen ja sen vaikutukseen edustajan toimintamahdollisuuksille ja edustus-suhteen perustamisen taustalla vaikuttaneille taloudellisille seikoille ja markkinaosapuolten odotuksille. Toisaalta mainittu määräaikaiseen sopimukseen ja luottosuhteen kesto aikaan liit-tyvä näkökohta puhuu vahvasti irtisanomisen mahdollisuutta vastaan.

Yhtenä vaihtoehtona edustajan kannevallan vahvistamiselle on nähty Suomen oikeusjärjestyk- sessä vakiintuneen prokurasiirto-nimisen instituution hyödyntäminen. Prokurasiirtoa voidaan kuvaavammin luonnehtia ”*perimissiirroksi*” eli asianosaisen saatavan siirtäminen toiselle pe- rittäväksi. Asiasta on säännöksiä vekselilaissa (242/1932), shekkilaissa (244/1932) ja laissa saatavien perinnästä (513/1999). Lähtökohtana kaikissa edellä mainituissa laeissa on, että jos velkoja on antanut perinnän jonkun muun tehtäväksi, velallisen tällaiselle toimeksisaajalle suorittama maksu on pätevä alkuperäistä velkojaa kohtaan. Velkojan siirrettyä saatavansa pro- kurasiirtoin toimeksisaajalle, on tällä lähtökohtaisesti kyseistä saatavaa koskeva kannevalta ja oikeus ryhtyä muihin vastaaviin velalliseen kohdistuviin toimiin siirretyn saatavan perusteella. Ilman erityistä perustetta velkoja ei voi myöskään ryhtyä itsenäisesti siirrettyä saatavaa koske- viin perintätoimiin tai kyseenalaistaa toteuttamaansa saatavan perimissiirtoa. Prokurasiirto näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalta järjestää edustajan asema tälle riittävät toimivaltuu- det turvaavalla tavalla.

On kyseenalaista, että joukkolainanhaltijat haluaisivat jo ennakolta siirtää saatavansa peruut- tamattomasti edustajalle. Tämä tarkoittaisi käytännössä sitä, että kyseiset saatavat kuuluisivat lähtökohtaisesti edustajan konkurssipesään, mitä ei voida pitää joukkolainanhaltijoiden näkö- kulmasta toivottavana tilanteena. Toisaalta prokurasiirrosta ei ole kyse itse saatavan omistus- oikeuden siirrosta, vaan ainoastaan siirrosta perimistarkoituksessa eli omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta. Näin ollen saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla, ei- kä saatavan pitäisi kuulua edustajan konkurssipesään. Prokurasiirto liittyy keskeisesti saamis- ja perintäoikeuksien turvaamiseen. Edustajalla on kuitenkin joukkolainan voimassaoloaikana myös monia muita aineellista päätösvaltaa sisältäviä tehtäviä, jotka eivät liity liikkeeseenlaski- jan mahdollisiin maksukyvyttömyys- tai muihin ongelmatilanteisiin.

#### 2.2.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin

Konkurssilain (120/2004) 1 luvun 1 §:n mukaan velallinen, joka ei kykene vastaamaan veloistaan, voidaan asettaa konkurssiin. Konkurssi on velallisen kaikkia velkoja koskeva maksuky- vyttömyysmenettely, jossa velallisen koko omaisuus käytetään konkurssisaatavien maksuun. Konkurssin alkaessa velallinen menettää määräysvallan omaisuuteen. Tuomioistuimien määrää pesänhoitajan hoitamaan omaisuutta ja konkurssipesän hallintoa. Omaisuus realisoidaan ja va- rat käytetään velkojen suoritukseksi. Konkurssiin asettamisen yleisenä edellytyksenä on velal- lisen maksukyvyttömyys. Konkurssiin asettamisesta päättää tuomioistuin velallisen tai velko- jan hakemuksesta.

Edellä edustajan kanneoikeuden yhteydessä esiintyneet kysymykset ja ongelmat toistuvat mil- tei identtisinä, kun pohditaan agentin oikeutta hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin tämän maksukyvyttömyyden perusteella. Kuten edellä todettiin, velallisen konkurssiin hakemista voi

hakea velallisen lisäksi velkoja, jos konkurssilain 2 luvussa säädetyt konkurssiin asettamisen yleiset edellytykset täyttyvät. Konkurssilain lähtökohtana on, että velkojalla on oltava saatava velalliselta, jotta tällä olisi mahdollisuus hakea velallisen asettamista konkurssiin. Kyseessä on oltava nimenomaisesti velallisen velkoja eli se, jolla on velalliselta saatava (konkurssilain 2 luvun 2 §). Edustajan kohdalla kysymys tiivistyy siihen, onko se oikeutettu hakemaan liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamiensa joukkolainanhaltijoiden eli sijoittajien puolesta ja tämän jälkeen valvomaan näiden saatavat konkurssissa konkurssilain 12 luvun 6 §:n mukaisesti eli voidaanko sen nähdä olevan velkoja konkurssilain tarkoittamassa merkityksessä tilanteissa, joissa se ei ole itse sijoittanut liikkeeseenlaskijan liikkeeseen laskemaan joukkolainaan. Nykyisessä konkurssilaissa on jo erityissäännös arvopapereihin perustuvien saatavien valvonnasta liikkeeseenlaskijan konkurssissa (konkurssilain 12 luvun 17 §). Tällainen velkojan saatava otetaan ilman valvontaa huomioon jakoluettelo-ehdotuksessa. Esitöiden mukaan valvontamenettelyä korvaava säännös perustuu siihen, että liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla on yleensä suuri määrä haltijoita, joiden oikeudet ovat keskenään samankaltaisia ja riidattomia. Arvopapereihin perustuvien saatavien erityissääntelyssä on kuitenkin muutoin pyritty välttämään aiheettomia poikkeamia yleisistä konkurssissa noudatettavista menettelytavoista. (HE 26/2003 vp, s. 124).

Arvioitavaksi tulee lisäksi sekä pesänhoitajan että muiden velkojen oikeus riitauttaa jakoluettelossa oleva saatava tai sen etuoikeus perusteineen konkurssilain 13 luvun 1 §:n 3 kohdan ja 13 luvun 4 §:n perusteella. Pesänhoitaja riitauttaa velkojan saatavan lähtökohtaisesti laatimansa jakoluettelon välityksellä, kun taas muut velkojat tekevät riitautuksensa saatuaan jakoluetteloehdotuksen haltuunsa laissa säädetyin yhden kuukauden määräajan puitteissa jakoluetteloehdotuksen valmistumispäivästä (konkurssilain 13 luvun 4 §). Velkojalla on tämä asema niin oman saatavansa suhteen kuin hänen käyttäessään velkojan päätösvaltaa menettelyssä. Edustajan toimintakelpoisuuden rajoilla on suuri merkitys sijoittajille, koska jos edustaja ei voi toimia heidän laillisena edustajanaan konkurssin hakijana tai konkurssipesän hallinnossa, johtaa se siihen, että jokainen joukkolainanhaltija joutuu itsenäisesti huolehtimaan oikeuksiensa tehokkaasta valvonnasta liikkeeseenlaskijan konkurssissa.

Oman alaongelmansa velkojan puhevallan käytössä velkojainkokouksessa muodostaa konkurssilain 15 luvun 5 §:n esteellisyysäännös. Esteellinen velkoja ei saa osallistua päätöksentekoon. Jos yksi joukkolainanhaltija on esteellinen, ”saastuttaako” se koko velan niin, ettei edustaja voisi lainkaan käyttää puhevaltaa? Näin ei olisi, jos joukkolainanhaltijat edustaisivat vain itseään. Mutta jos edustaja hallinnoi koko saatavaa, edellä mainittu esteellisyystulkinnan riski on olemassa. Tämä pitäisi tuoda joukkolainan ehdoissa selvästi esille ja mieluummin nimenomaisesti perustella, ettei tätä ole tarkoitettu. Yhtenä ratkaisuvaihtoehtona voisi olla, että edustaja ei äänestäisi niillä äänillä, joiden joukkolainanhaltija on esteellinen.

Toisaalta on huomattava, että konkurssi on yleistäytöntöönpanoa. Menettely koskee velallisen kaikkia velkoja, kaikkia olemassa olevia velkoja ja kaikkea omaisuutta. Konkurssin tarkoituksena on käyttää velallisen omaisuus tai tarkemmin, omaisuuden rahaksi muutosta saadut varat, velallisen velkojen eli konkurssisaatavien maksamiseen. Vaikka konkurssilain 14 luvun 2 §:n mukaan päätösvaltaa konkurssipesässä käyttävät velkojat siltä osin kuin asia ei kuulu lain mukaan pesänhoitajan päätettäväksi tai hoidettavaksi, niin edustajan estyminen toimimaan edustamiensa tahojen edustajana tarkoittaa joukkolainanhaltijoille kasvavaa työmäärää ja kustannuksia, jotka pitää ottaa huomioon jo ennen edustajajärjestelyyn ryhtymistä. Konkurssilain 14 luvun 12 §:n mukaan velkojat voivat perustaa myös velkojatoimikunnan, mutta tällöin pitää ottaa huomioon, ettei velkojatoimikunnassa ole välttämättä edustettuna pelkästään joukkolainanhaltijat, vaan siinä voi olla edustajia myös muista velkojaryhmistä. Velkojatoimikunnalla ei ole itsenäistä päätösvaltaa, mutta se avustaa neuvoa-antavana elimenä pesänhoitajaa.

Vaikka nykyisen lainsäädännön sisältö ei kaikilta osiltaan ole selvä, niin lienee edustajan kanneoikeutta käsitellessä kappaleessa mainituin perustein mahdollista siirtää myös konkurssi-velkojen oikeudet heitä edustavalle taholle, kuten esimerkiksi heidän nimittämälleen edustajalle. Kyseisenlainen nimenomainen oikeuksien siirto perustaisi edustajalle muun muassa legitimaation ajaa omissa nimissään velallista konkurssiin sen toimivaltaan kuuluvassa asiassa sekä antaisi oikeuden valvoa edustamiensa tahojen saatavat velallisen konkurssipesässä. Ottaen lisäksi huomioon konkurssin yleistäytöntöönpanon luonteen ja sen, ettei yksittäisellä velkojalla ole virallista asemaa konkurssipesän hallinnossa, niin konkurssivelkojan oikeuksien kollektiiviselle siirtämiselle ei pitäisi olla varsinaisia lainsäädännöllisiä esteitä. Edellä mainittua tulkintaa vastaan puhuu kuitenkin konkurssilain 2 luvun 2 §, jonka mukaan velkojana konkurssia voi hakea vain velallisen velkoja eli se, jolla on velalliselta saatava. Toisaalta edellä kanneoikeuden yhteydessä mainitun prokurasiirtoinstituution hyödyntäminen saattaa tuoda edustajalle konkurssilainsäädännön tunnustaman velkoja-aseman. Asian oikeudellinen tulkinta on kuitenkin epäselvä, mikä on markkinatoimijoiden oikeusvarmuuden näkökulmasta epätoivottavaa ja lisää epävarmuutta pk-yritysten joukkolainamarkkinoilla, mikä voi estää markkinoiden laajenemisen ja syvenemisen nykyisestä.

#### 2.2.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen

Yrityssaneeraus on lakisääteinen järjestely, jolla parannetaan taloudellisiin vaikeuksiin joutuneen, mutta elinkelpoisen yrityksen toimintaedellytyksiä. Tämä tapahtuu vahvistamalla yritykselle tapauskohtaisesti räätälöity saneerausohjelma, jota kaikkien osapuolten on noudatettava. Saneerausohjelman menestyksekkäällä toteuttamisella pyritään välttämään yrityksen konkurssi.

Laissa yrityksen saneerauksesta (47/1993, jäljempänä *yrityssaneerauslaki*) yrityssaneeraus voidaan karkeasti jakaa (i) yrityssaneerausta koskevan hakemuksen vireille tuloon käräjäoikeudessa (yrityssaneerauslain 2 luku), (ii) saneerausmenettelyn aloittamiseen tai hakemuksen hylkäämiseen (yrityssaneerauslain 2–4 luku), (iii) saneerausohjelmaehdotuksen laatimiseen (yrityssaneerauslain 7 luku) ja (iv) saneerausohjelman vahvistamiseen (yrityssaneerauslain 8 luku). Jos tuomioistuin päättää aloittaa saneerausmenettelyn, sen on määrättävä selvittäjä, jonka tehtävänä on – menettelyn tarkoituksen toteuttamiseksi ja velkojen edun valvomiseksi – muun muassa laatia selvitys velallisen varoista, veloista ja muista sitoumuksista sekä velallisen taloudelliseen asemaan ja sen odotettavissa olevaan kehitykseen vaikuttavista seikoista, seurata ja valvoa menettelyn kohteena olevaa velallisen toimintaa menettelyn aikana ja huolehtia saneerausohjelmaehdotuksen laatimisesta (yrityssaneerauslain 3 luvun 8 §). Kun saneerausohjelma on vahvistettu, saneerausvelkojen ja muiden ohjelmassa säänneltyjen oikeussuhteiden ehdot määräytyvät ohjelman mukaisesti.

Yrityssaneerausta ja edustajan oikeusasemaa yrityssaneerausprosessissa arvioitaessa toistuvat samat ongelmakokonaisuudet kuin edellä konkurssin ja kanneoikeuden yhteydessä. On arvioitava, onko edustajalla ylipäätään toimivaltaa hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen edustamiensa sijoittajien puolesta, minkä lisäksi on arvioitava sitä, voiko edustaja käyttää kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta puhevaltaa yrityssaneerauksen eri vaiheissa. Yrityssaneerauslain lähtökohtana on, että yrityssaneeraushakemuksen on tullava yksityiseltä asianosaiselta. Jokaisella velkojalla on itsenäinen vireillepano-oikeus. Yrityssaneerauslain perusratkaisu on epätavallinen, koska laki määrittelee velkojan käsitteen hyvin väljäksi. Yrityksen saneerauksen hakijaksi kelpuutetaan myös esimerkiksi niin sanottu todennäköinen velkoja, mikä merkitsee perinteisen velkojakäsitteen huomattavaa laajennusta. Vireillepano-oikeuden perustaa todennäköisyys, että velkojalle syntyy saatava tulevaisuudessa ja että velallisyriksen mahdollinen maksukyvyttömyys voi tästä syystä aiheuttaa velkojalle taloudellisia menetyksiä. On kuitenkin huomattava, että yrityssaneerauksessa on jokseenkin teo-



reettista pohtia edustajan oikeutta hakea yrityssaneerausta, koska käytännössä saneeraushakemuksen tekee aina velallinen.

Tarkastelun painopisteen tulisikin olla edustajan oikeudessa puoltaa hakemusta (yrityssaneerauslain 2 luvun 6 §) tai yhtyä hakemukseen ja käyttää puhevaltaa saneerausohjelman vahvistamismenettelyssä (yrityssaneerauslain 8 luku). Saneeraushakemuksen puoltaminen tai siihen yhtyminen ja saatavien ilmoittaminen näyttäisivät sopivan hyvin edustajan tehtäviksi koko velkojakollektiivin puolesta. Ottaen huomioon, että yrityssaneerauksen erityispiirteitä ovat usean asianosaisen yhteinen hakemus sekä asianosaisen yhtyminen toisen asianosaisen hakemukseen, näyttäisi todennäköiseltä, että edustajalla voisi olla oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen edustamiensa tahojen puolesta. Yhteishakemuksessa useat vireillepanoon oikeutetut asianosaiset siis hakevat samalla kertaa saneerausmenettelyn aloittamista. Vaihtoehtona on myös hakemuksen puoltaminen, joka käytännössä rinnastuu hakemukseen yhtymiseen.

Yrityssaneerauslaki ei ota kantaa siihen, saako hakija peruuttaa saneeraushakemuksensa. Yleisistä prosessioikeudellisista periaatteista kuitenkin seuraa, että hakijalla on peruuttamisvalta ainakin siihen asti, kunnes saneerausmenettely on päätetty aloittaa. Oman ongelmansa tosin muodostaa se, estääkö hakemukseen yhtyminen tai sen puoltaminen hakijaa peruuttamasta saneeraushakemustaan. Saneerausmenettelyn aloittamista koskevaa päätöstä tehdessään tuomioistuimien voi harkintansa mukaan kuulla muitakin kuin merkittäviksi luokittelemiaan velkojia. Yleensä laajalle kuulemiselle ei kuitenkaan ole syytä tilanteessa, jossa suurimmat instituutionaaliset velkojat ovat olleet saneerausmenettelyn kannalla, koska tällöin voidaan perustellusti katsoa, etteivät kyseiset velkojat olisi tehneet saneeraushakemusta toivottomasta velallisyri-tyksestä.

Saneerausmenettelyyn voidaan määrätä velkojatoimikunta, joka on harkinnanvarainen, mutta pääsääntöisesti saneerausmenettelyssä on asetettu velkojia edustava taho, joka alkuvaiheessa avustaa saneerausohjelmaehdotuksen laadinnassa. Velkojatoimikunta periaatteessa pyrkii sovittamaan eri velkojaryhmien keskenään yhteismitattomat intressit yhteen mielekkään saneerausohjelman aikaansaamiseksi. Oikeus velkojatoimikunnan jäsenen esittämiseen on velkojakohtainen. Tämä tarkoittaa, että jokaisella tiettyyn velkojaryhmään kuuluvalla velkojalla on itsenäinen oikeus esittää parhaaksi katsomaansa henkilöä oman ryhmänsä edustajaksi (yrityssaneerauslain 11 luvun 84 §). Tuomioistuimien tehtäväksi jää lopulta päättää velkojatoimikuntaa asetettaessa, mitkä velkojaryhmät saavat edustuksen toimikunnassa. Jos samalla velkojaryhmällä on useita ehdokkaita, luonnollinen edustaja on tietenkin se taho, jolla on velkojaryhmän enemmistön kannatus takanaan. Velkojatoimikunta käytännössä valvoo erikseen nimitetyn valvojan lisäksi, että velallinen toteuttaa saneerausohjelman asianmukaisesti.

Edustajan vireillepano-oikeus yrityssaneerausmenettelyssä näyttäisi edellä esitetyn perusteella olevan tietyin varauksin mahdollista. Saneerausmenettelyn voi laittaa vireille mikä tahansa velkojataho ja myös muilla velkojilla on mahdollisuus yhtyä kyseisen velkojatahon saneeraushakemukseen tai puoltaa sitä. Lisäksi on selvää, että jos suurimmat velkojat, kuten esimerkiksi joukkolainanhaltijat ja pankit, eivät pääse keskenään sopuun yrityssaneerauksen aloittamisesta, niin tällöin yhdeksi keskeiseksi vaihtoehdoksi jää konkurssimenettely. Yrityssaneerausmenettely edellyttää toteutuakseen velkojakollektiivin tahtoa ja tällöin yksittäisellä joukkolainanhaltijalla (jollei tämän joukkolainaa koskeva sijoitusosuus ole poikkeuksellisen suuri) ei käytännössä ole mahdollisuutta estää yrityssaneerauksen aloittamista, jos muut velkojat sitä kannattavat. On huomioitava, että yrityssaneeraus aloitetaan tyypillisesti velallisen aloitteesta, toisinaan myös ilman velkojien kannatusta. Myös suurimpien velkojien puoltamat yrityssaneeraukset ovat suhteellisen yleisiä. Menettelyn aloittaminen tarkoittaa lain mukaisen selvitysprosessin käynnistämistä. Vasta menettelyn aikana selviää, saadaanko aikaan vahvis-

tamiskelpoinen saneerausohjelma ja nauttiiko velallinen sellaista velkojien vähimmäisluottamusta, mikä on välttämätön saneerausohjelman vahvistamiseksi. Jos on perusteltua syytä olettaa, ettei saneerausohjelman aikaansaamiselle tai vahvistamiselle ole edellytyksiä, se muodostaa saneerauksen esteen. Muitakin esteitä voi olla.

Vastaavasti edustajan toimintamahdollisuus edustaa joukkolainanhaltijoista koostuvaa velkojaryhmää velkojatoimikunnassa näyttää mahdolliselta ottaen huomioon, että keskeiset prosessioikeudelliset normit, jotka tulevat oikeudenkäymiskaaresta ja joita on käsitelty edellä edustajan mahdollisen kanneoikeuden yhteydessä, soveltuvat myös saneerausmenettelyyn. Kuten edellä kanneoikeuden ja liikkeeseenlaskijan konkurssiin hakemisen yhteydessä, prokurasiirtoinstituution hyödyntäminen saattaa myös tässä yhteydessä olla hyödyllinen ja tuoda edustajalle saneerauslainsäädännön tunnustaman aseman. Asiasta ei kuitenkaan ole täyttä oikeudellista varmuutta, koska voidaan myös perustellusti väittää, ettei edustajalla joukkolainanhaltijoiden puolesta ja hyväksi toimivana tahona ole asialegitimaatiota saneerausmenettelyasiassa. Tämä johtuu siitä, ettei edustaja edustamiensa joukkolainanhaltijoiden edustajana itsessään ole velkoja, vaan nimenomaan velkojien kollektiivinen, sopimusmääräyksin perustettu, edustaja.

#### 2.2.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin

Nykytilanteessa liikkeeseenlaskijan joukkolainanhaltijoille antamien vakuuksien kohteluun on liittynyt tiettyjä epäselvyyksiä tilanteissa, joissa vakuudet on annettu vakuusagenttina toimivalle edustajalle, joka on hallinnoinut vakuuksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Tämä on toteutettu nyky muodossa pitkälti sopimusteknisesti niin, että panttaussopimus on tehty joukkolainanhaltijoiden yhteisen edunvalvojan eli vakuusagentin kanssa siten, että vakuusagentilla on joukkolainanhaltijoiden lukuun panttioikeus liikkeeseenlaskijan antamaan vakuusomaisuuteen. Kyseiseen järjestelyyn on nähty liittyvän monia tulkinnanvaraisia oikeudellisia kysymyksiä. Keskeisenä esiin on noussut kysymys siitä, mitä edellytyksiä järjestelyltä ja vakuusagentin toiminnalta vaaditaan, jotta vakuusoikeus sitoo kolmansia. Lisäksi kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä usein hyödynnetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus on nähty osin kiistanalaiseksi, mitä on toivottu selvennettävän lainsäädännön tasolla.

Panttauksen seurauksena liikkeeseenlaskijan toimikelpoisuus pantatun vakuusomaisuuden osalta on kuitenkin rajoitettua. Jotta vakuusagentille tehty panttaus sitoisi kolmansia osapuolia, vaaditaan tehokkaasti tehtyä julkivarmistusta, jonka muoto riippuu pantin kohteena olevasta omaisuuslajista. Tehokas julkivarmistustapa vaihtelee panttiobjekteittain, mutta perinteisesti julkivarmistukset voidaan jakaa (i) hallinnan siirtoon eli traditioon, (ii) denuntiaatioon eli panttausilmoituksen tekemiseen velalliselle ja (iii) kirjaamiseen erityisesti kiinnityspanttien osalta. Ainoastaan oikea-aikaisen ja oikeamuotoisen julkivarmistuksen toteutuksen kautta panttivakuutta tavoitteleva taho saavuttaa panttioikeudelle ominaisen tehokkaasti suojatun etuoikeutetun aseman eli (i) suojatun pantin omistajanvaihdoksia vastaan eli toisin sanoen kollisiosuojan sekä (ii) suojan pantinomistajan muiden velkojien kilpailevia saamisioikeuksia vastaan myöhemmän konkurssin, ulosmittauksen ja toiskertaisen panttauksen varalta. Pätevästi perustetulla panttisuhteella ja ennen kaikkea tehokkaasti toimitetulla julkivarmistuksella saadaan siis myös tehokasta esineoikeudellista suojaa sivullisia vastaan.

Toinen keskeinen kysymys koskee sitä, voidaanko ylipäätään perustaa tehokasta vakuutta joukkolainanhaltijoiden hyväksi joukkolainajärjestelyssä, kun joukkolainanhaltijoiden yksilöinti suurella todennäköisyydellä muuttuu jälkimarkkinoilla käytävässä kaupassa ajan kuluessa. Joukkolainamarkkinoilla on tavanomaista, että joukkolainaan sijoittanut taho myy edelleen tietyn suuruisia joukkolainaosuuksia omille asiakkailleen. Lisäksi joukkolainamarkkinoilla on tehokkaat jälkimarkkinat, joiden seurauksena sijoittajien piiri muuttuu käytännössä väistämät-

tä ajan myötä. Periaatteessa jokaisen sijoittajanvaihdoksen voitaisiin katsoa edellyttävän uutta julkivarmistusta, jolla joukkolainan siirronsaaja hankkii itselleen esineoikeudellista suojaa suhteessa kolmansiin. Tämän kaltainen järjestely olisi kuitenkin raskas niin hallinnollisesti kuin taloudellisesti. Yleisesti ottaen onkin nähty, etteivät joukkolainanhaltijoiden piirissä tapahtuvat muutokset estä perustamasta tehokasta vakuusoikeutta sijoittajien hyväksi juuri vakuusagentin kautta. Tällöin olennaista on käytetty sopimustekniikka ja se, että vakuusagentti hallitsee vakuusmassaa aina kulloinkin mukana olevien sijoittajien yhteiseen lukuun. Keskeistä on tällöin varmistaa, että muodollisjuridinen vakuusvelkojan asema säilyy vakuusagentilla, vaikka niin sanottujen asiallisten vakuudensaajien eli joukkolainanhaltijoiden yksilöinti järjestelyn aikana vaihtelee.

Edustajan käyttäminen vakuusagenttina niin vakuudellisissa joukkolainajärjestelyissä kuin syndikoidussa luotonannossa perustuu siihen, että vakuusoikeuden perustaminen jokaisen (nykyisen ja tulevan) luotonantajan hyväksi erikseen on erittäin hankala ja aikaa vievä prosessi. Järjestelyn toimivuus myös edellyttää, ettei yksittäisillä joukkolainanhaltijoilla tai luotonantajilla ole oikeutta realisoida vakuuksia itsenäisesti, vaan tämän voi toteuttaa keskitetysti ainoastaan vakuusagentti. Lisäksi vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus on oltava lain tasolla selkeä epätoivottavien tulkintaongelmien välttämiseksi.

Joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta on lisäksi keskeistä, että heille joukkolainaan perustuvien saatavien vakuudeksi annettujen panttioikeuksien ei voida vakuusagentin mahdollisissa ongelmatilanteissa katsoa kuuluvan tämän konkurssipesään. Jos vakuusagentin katsottaisiin toimivan joukkolainanhaltijoiden valtuutettuna, ei ongelmaa käytännössä olisi, koska vakuusagentin hallussa oleva joukkolainanhaltijoiden vakuusmassa katsottaisiin lähtökohtaisesti sivullisen omaisuudeksi. Jos vakuusagenttuuri kuitenkin jäsennetään joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun toimivaksi välihenkilöksi, voi syntyä tilanteita, joissa joukkolainanhaltijoiden hyväksi perustettu panttioikeus katsottaisiin kuuluvan vakuusagentin konkurssipesään, mikä olisi erityisesti joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta epätoivottava ratkaisu. Itse panttiobjekti on luonnollisesti liikkeeseenlaskijan (tai mahdollisen vierasvelkapantinantajan) omaisuutta, eikä kuulu vakuusagentin konkurssipesään. Panttioikeus sen sijaan kuuluu lähtökohtaisesti pantinsaajan konkurssipesään.

#### 2.2.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin

Edustajan tai vakuusagentin velvollisuudet suhteessa edustamiinsa tahoihin eivät nykytilanteessa ole juuri herättäneet keskustelua rahoitusmarkkinoiden ja erityisesti oikeustieteellisen tutkimuksen ulkopuolella. Järjestely on rakennettu osapuolten keskenään neuvottelemille sopimusmääräyksille, jolloin edustaja ja tämän edustamien tahojen keskinäiset oikeudet ja velvollisuudet, niiden alkaminen ja lakkaaminen sekä niiden yksityiskohtainen sisältö on voitu räätälöidä tapauskohtaisesti kaikkien osapuolten intressit huomioon ottaen. Suomessa edustaja on toiminut tähän mennessä useimmiten vakuusagenttina ja edustanut joukkolainanhaltijoita liikkeeseenlaskijan näille joukkolainan myöntämisen turvaksi antaman vakuusmassan hallinnoijana. Tosin viimeisten vuosien aikana on tehty enenevässä määrin myös vakuudettomia joukkolainajärjestelyjä, joissa on hyödynnetty uusia EK:n malliehtoja ja käytetty joukkolainanhaltijoiden edunvalvojana edustajaa.

Markkinoilla on korostettu, että tasavertaisilla ja sofistikoituneilla markkinaosapuolilla on oltava oikeus keskenään sopia oikeuksiensa ja velvollisuuksiensa sisällöstä ilman, että heidän välisensä oikeussuhde ja sen sisältö jää ennalta arvaamattomasti riippumaan tuomioistuineläytöksen kenties täysin osapuolten alkuperäisen tarkoituksen vastaisesta tulkinnasta. Vakiintuneena pääsääntönä markkinoilla pidetään, että syndikoidussa luotonannossa agenttipankin ja vastaavasti joukkolainajärjestelyissä edustajan luottamuksenvarainen velvollisuus eli ns. fi-

duaariset vastuut (engl. *fiduciary duty*) muita osapuolia kohtaan rajataan sopimussuhteen ulkopuolelle yksityiskohtaisin sopimusmääräyksin. Erityisesti Englannin lain alaisissa järjestyksessä käytetty standardidokumentaatio usein rajoittaa edustajan valvontatehtävät suhteessa liikkeeseenlaskijaan niin, että edustaja voi luottaa liikkeeseenlaskijan hoitavan lainaehtojen mukaiset velvoitteensa, jollei edustaja nimenomaisesti saa tietoa ehtojen vastaisesta toiminnasta. Edustajalla ei siis ole aktiivista velvollisuutta seurata liikkeeseenlaskijan toimintaa, vaan se voi luottaa tämän normaalisti antamaan informaation mm. tilinpäätösten muodossa (passiivinen seuranta).

Nyky muodossaan muun muassa arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) ja sen esitöissä määriteltyjen tiedonantovelvollisuuksien (riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, kieltä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa sekä hyvän tavan vastaisen ja muun sopimattoman menettelyn kieltä) ei lähtökohtaisesti voida katsoa soveltuvan edustajan toimintaan. Tätä kantaa puoltaa se, että edustaja toimii konkreettisesti nimenomaan joukkolainanhaltijoiden eikä liikkeeseenlaskijan edustajana. Toisaalta arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § (hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltä) koskee koko lain soveltamisalaa ja sitä sovelletaan jokaiseen arvopaperimarkkinoilla toimivaan osapuoleen. Kyseessä on yleissäännös, jolla korostetaan hyvän markkinatavan mukaisia menettelytapoja. Hyvän tavan sisältö määräytyy arvopaperimarkkinalain sisältämien säännösten ja sen esitöiden tulkinnalla kokonaisuudessaan, jossa on huomioitava erityisesti sääntelyn takana olevat periaatteet. Näin ollen voitaisiin myös perustella, että arvopaperimarkkinalain yleissäännösten johdosta edustajalla on yleissäännösten osoittamat velvollisuudet erityisesti sen vuoksi, että hyvän arvopaperimarkkinatavan tarkoituksena on ohjata menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaisia tilanteeseen sopivia konkreettisia menettelytapanormeja ei ole. Sen sijaan esimerkiksi arvopaperimarkkinalain 6 ja 7 luvun jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ulottamista koskemaan liikkeeseenlaskijan ohella myös edustajaan voidaan pitää perusteettomana.

Edustajamallin laajempi hyödyntäminen joukkolainamarkkinoilla edellyttää kuitenkin laajamittaisempaa arviointia edustajan tarjoaman asiantuntijapalvelun sisällöstä ja edustajalle tämän asemasta johtuvista tiedonanto- ym. velvoitteista suhteessa edustamiinsa sijoittajatahoihin niin edustajasuhdetta perustettaessa kuin sen kestäessä. Yleisesti ottaen voitaneen todeta, että edustajalla on voimassa olevan sääntelykehikon puitteissa jonkinasteinen riittäväksi arvioitu tiedonanto-, myötävaikuttamis- ja lojaliteettivelvollisuus erityisesti suhteessa edustamiinsa ei-ammattimaisiin joukkolainanhaltijoihin.

#### 2.2.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta

Nykytilanteessa joukkolainan liikkeeseenlaskussa joukkolainanhaltijoita edustava edustaja ei lähtökohtaisesti ole velvollinen hakemaan Finanssivalvonnalta toimilupaa tai rekisteröitymään Finanssivalvonnalle. Edustaja ei myöskään ole Finanssivalvonnan eikä oikeastaan minkään muun viranomaisen suorittaman valvonnan piirissä. Viranomaisvalvonnan tavoitteena on osaltaan varmistaa, että valvottavaa johdetaan ammattitaitoisesti ja että valvottavalla on riittävät riskienhallintajärjestelmät sekä eettiset ja ammatillisesti tasokkaat liiketoimintaperiaatteet ja -käytännöt. Finanssivalvonnan valvottavat ovat velvollisia raportoimaan valvojalle säännöllisesti. Raportoinnin avulla Finanssivalvonta seuraa valvottavien taloudellista tilaa ja riskejä sekä analysoi kannattavuutta, vakavaraisuutta, riskejä ja toiminnan volyymejä. Esityksessä edustajalle on kaavailtu paikoin sangen laajoja itsenäisiä toimivaltuuksia, minkä lisäksi edustajaa on pidetty työryhmän työssä joukkolainamarkkinoiden tulevan kehityksen ja toiminnan kannalta merkityksellisenä toimijana. Lisäksi joukkolainanhaltijoiden perusteltujen odotusten tur-

vaaminen ja oikeuksien suojaaminen näyttäisi puoltavan sitä, että edustaja on velvollinen rekisteröitymään Finanssivalvontaan ja toimimaan sen valvonnan alaisuudessa.

Vaikka syndikoidun luotonannon ja joukkolainan liikkeeseenlaskun välillä on tietty analogia, ei joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaa lakia ole katsottu olevan tarpeen ulottaa näihin järjestelyihin ja vakuusagentin toimintaan kuin tietyiltä rajallisilta osin tarkoituksena erityisesti selvittää kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuutta ja peruuttamattomuutta. Syndikoidulla luotonannolla on vakiintuneet kansainväliset markkinakäytännöt ja sopimuskehikot, joihin puuttuminen Suomen lain alla toimivaa joukkolainanhaltijoiden edustaja koskevalla sääntelyllä saattaisi antaa vaikutelman, etteivät markkinat toimi toivotulla tavalla. Näin ollen syndikoidussa luotonannossa toimivien vakuusagenttien rekisteröitymistä Finanssivalvontaan ei esityksessä ole pidetty tarkoituksenmukaisena.

## 2.3 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö

### 2.3.1 Yleistä

Edustuksen eri siviilioikeudelliset muodot ovat saaneet alkunsa roomalaisessa oikeudessa ja sittemmin kehittynyt anglosaksisissa eli *common law* -oikeusjärjestyksissä lähinnä Iso-Britanniassa, sen entisissä alusmaissa ja Yhdysvalloissa *trust*-instituutioksi. *Trust*-instituutiolle ei ole *common law* -maiden lainsäädännössä yhtä tyhjentävää määritelmää, mikä johtuu pitkälti siitä, että se on kehittynyt ja moninaistunut pitkän ajan kuluessa lähinnä oikeuskäytännön kautta. Siviilioikeusjärjestelmissä, joissa lainsäädäntö on ensisijainen oikeuslähte, edustajamalli on anglosaksisiin maihin verrattuna erilainen ja joukkolainoissa sillä on lyhyemmät perinteet.

Manner-Euroopan oikeusjärjestelmät kuitenkin tuntevat laajasti tulkittuna useita erilaisia oikeudellisia järjestelyjä, joissa henkilö tai oikeushenkilö pitää omaisuutta hallinnassaan ja tekee sitä koskevia oikeustoimia tarkoituksenaan hyödyttää tiettyjä henkilötahoja kuten edunsaajaa tai näiden muodostamaa kollektiivia. Kyseisenlaiset järjestelyt toimivat pitkälti anglosaksisten *common law* -maiden *trust*-instituution tavoin ja ne voidaan katsoa tietyiltä osin niiden vastineiksi, vaikka kaikkia samoja päämääriä niillä ei voida saavuttaa. Näin ollen myös Mannereurooppalaisissa siviilioikeusjärjestelmään perustuvissa maissa on mahdollista perustaa järjestelyjä, joilla pyritään samoihin päämääriin kuin *common law* -maiden mukaisella *trust*-instituutiolla.

### 2.3.2 Ruotsi

Ruotsissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Ruotsissa on joukkolainamarkkinoilla ja syndikoidussa luotonannossa edustajan roolin osalta toistaiseksi toimittu markkinoilla vakiintuneen sopimuskäytännön mukaisesti samalla tavalla kuin Suomessa eli normaaleihin sopimusoikeudellisiin periaatteisiin ja valtuutusoppiin (tai muihin siviilioikeudellisiin edustuksen muotoihin) nojautuen. Ruotsissa edustajan oikeudet ja velvollisuudet suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja joukkolainanhaltijoihin määräytyvät markkinakäytännön ja sopimusoikeudellisten periaatteiden lisäksi pitkälti joukkolainan ehtojen perusteella. Valtiovarainministeriön käsityksen mukaan Ruotsissa edustajan, joka hallinnoi kolmannen omaisuutta tämän puolesta ammattimaisesti, pitää noudattaa paikallista rahanpesulainsäädäntöä ja rekisteröityä Ruotsin finanssivalvonnalle rahanpesulakia noudattavaksi edustajaksi.

Muutammat suomalaiset yritykset ovat päätyneet laskemaan liikkeeseen joukkolainoja Ruotsissa. Tämä on ilmeisesti perustunut osittain siihen virheelliseen käsitykseen, että Ruotsissa joukkolainoja koskeva sääntely-ympäristö olisi selvempi kuin Suomessa. Näin ei kuitenkaan ole, vaan Ruotsissa edustajan toimintaa ohjaava siviilioikeudellinen lainsäädäntö on pitkälti yhteneväistä kotimaisen lainsäädännön kanssa, minkä johdosta Ruotsissa vallitsevat pitkälti samat voimassa olevan lain tulkintaan liittyvät ongelmat kuin Suomessa. Ruotsissa joukkolainamarkkina on kuitenkin aktiivisempi, mikä voi osaltaan vahvistaa markkinoiden uskoa vakiintuneista ja ongelmattomasti toimivasta joukkolainamarkkinoista.

Ruotsi ei tunnusta muiden maiden trustee-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention (engl. *Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*) nojalla.

### 2.3.3 Norja

Norjassa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Norjassa edustajamalli on kuitenkin ollut käytössä vuodesta 1993 asti, jolloin norjalainen edustaja Norsk Tillitsmann ASA (nyk. Nordic Trustee ASA) perustettiin. Pankkien, vakuutusyhtiöiden ja isojen rahoituslaitosten omistama Norsk Tillitsmann ASA perustaa toimintansa 100 vuoden aikana muodostuneeseen sopimus- ja oikeuskäytäntöön. Suhteellisen vakiintuneesta sopimus- ja oikeuskäytännöstä huolimatta tietyt edustajan toiminnan kannalta keskeiset toimivaltuudet on kyseenalaistettu oikeudelliselta kannalta myös Norjassa. Norjassa on annettu vuonna 2010 kaksi merkittävää Norjan korkeimman oikeuden päätöstä, joissa Norsk Tillitsmann ASA:n edustajan asemaa joukkolainanhaltijoiden edustajana on arvioitu sekä yleisen kanneoikeuden että liikkeeseenlaskijan konkurssiin hakemisen ja asettamisen näkökulmasta.

Ensimmäinen Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu oli HR-2010-00568-A, joka koski edustajan oikeutta nostaa maksutuomiota koskeva kanne liikkeeseenlaskijaa vastaan joukkolainanhaltijoiden puolesta. Norjan korkein oikeus päätyi puoltamaan edustajan kanneoikeutta kolmella perusteella: (i) joukkolainan ehdoista kävi eksplisiittisesti ilmi, että jokainen joukkolainanhaltija oli luopunut omasta kanneoikeudestaan edustajan hyväksi ja vastaavasti liikkeeseenlaskija oli hyväksynyt, että edustaja voi käyttää joukkolainanhaltijoiden kanneoikeutta näiden puolesta, (ii) kaikkien osapuolten tarkoitus on joukkolainaan kirjattujen ehtojen perusteella ollut välttää tilanne, jossa jokainen joukkolainanhaltija huolehtisi omista oikeuksistaan erillisillä kanteilla liikkeeseenlaskijaa vastaan ja (iii) vahvat käytännön syyt puoltavat sitä, että edustajalla on kanneoikeus tietyn joukkolainan osalta, mikä on myös joukkolainanhaltijoiden intressissä.

Toinen Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu HR-2010-01489-U koski edustajan oikeutta toimia Norjan konkurssilain mukaisena velkojana, jolla on itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin ja vaatia konkurssin perusteella jako-osuutta saatavilleen. Norjan korkein oikeus katsoi, että edustajalle aiemmin myönnetty yleinen kanneoikeus edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta käytännössä tarkoittaa sitä, että sillä täytyy myös olla oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin, valvoa edustamiensa joukkolainanhaltijoiden saatavia konkurssissa ja saada joukkolainanhaltijoille kuuluva jako-osuus. Norjan korkein oikeus katsoi, että muunlainen tulkinta olisi absurdia, koska se johtaisi tilanteeseen, jossa edustajalla olisi oikeus vaatia joukkolainanhaltijoiden saatavia maksukykyiseltä liikkeeseenlaskijalta, muttei maksukyvyttömältä. Molemmissa tapauksissa Norjan korkein oikeus totesi, että joukkolainan standardoidut sopimusehdot ja rahoitusmarkkinoiden toiminta kokonaisuutena huomioon ottaen on tärkeää, että edustajalla on sekä kanneoikeus että oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta.

Norjan korkein oikeus viittaa edustajan yleistä kanneoikeutta koskevan päätöksensä perusteissa Norjan valtiovarainministeriön suorittaman lainsäädäntöhankkeen aikana tekemän, markkinatoimijoille ja viranomaisille osoitetun konsultaation tuloksiin. Konsultaatioon vastanneet näkivät lainsäädäntötyön tarpeellisenä nimenomaan siitä syystä, että vireillä ollut oikeusprosessi oli aiheuttanut epävarmuutta markkinatoimijoissa ja saattanut sopimus- ja oikeuskäytäntöön perustuneen edustajamallin toimivuuden kyseenalaiseksi. Vastaajat näkivät synyneellä epävarmuudella olevan merkittäviä negatiivisia vaikutuksia Norjan joukkolainamarkkinoille ja sen toiminnalle. Vastaajat totesivat, että tilanteen johdosta he olivat pakotettuja arvioimaan Norjan joukkolainamarkkinoiden soveltumista varteenotettavaksi sijoituskohteeksi ja -vaihtoehdoksi. Lisäksi esiin nousi epäily Norjan joukkolainamarkkinoiden toimivuudesta rahoituslähteenä erityisesti pk-yritysten näkökulmasta.

Norjan korkeimman oikeuden päätöksiä perustelut eivät näyttäisi oikeudellisesti olevan kaikilta osin täysin vakuuttavia. Edustajan toimintakyvyn ja toimivaltuuksien näkökulmasta myönteinen päätös lienee annettu lähinnä pragmaattisista syistä, olemassa olevien ja vakiintuneiden joukkolainamarkkinoiden ja yleisemmin rahoitusmarkkinoiden toimivuuden turvaamiseksi. Norjan valtiovarainministeriö kuitenkin päätyi keskeyttämään lainsäädäntöhankkeensa Norjan korkeimman oikeuden ratkaisujen pohjalta. Edustajan toimivaltakysymykset ja oikeustilan epäselvyys eivät kuitenkaan ratkenneet lopullisesti Norjan korkeimman oikeuden antamien päätösten jälkeen. Norsk Tillitsmann ASA (nyk. Nordic Trustee ASA) nosti vuoden 2011 lokakuussa edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta konkurssiin menneen liikkeenlaskijan hallitusta ja muita kolmansia osapuolia vastaan kanteen väittäen, että vastaajat olivat yhdessä toimien pidättäneet varoja, joita olisi tullut käyttää joukkolainojen takaisinmaksuun tai kyseisten maksujen vakuudeksi. Norjan korkein oikeus ratkaisi asian kesäkuussa 2014 antamallaan päätöksellä Nordic Trustee ASA:n hyväksi.

Norjan joukkolainamarkkina on vakiintuneen käytännön ja standardoitujen sopimusehtojen johdosta ollut erittäin suosittu sijoituskohde myös ulkomaalaisten sijoittajien keskuudessa. Myös monet ulkomailla toimivat yhtiöt ovat laskeneet liikkeeseen Norjan lain alaisia joukkolainoja, koska ne ovat nähneet markkinat toimivina ja sijoittajia kiinnostavina.

Norja ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla.

### 2.3.4 Tanska

Tanskassa oma, erillisen edustajan luomiseen tähdännyt lainsäädäntöhanke esiteltiin kansankäräjille 31.10.2013 ja ehdotuksessa esitetyt säännökset hyväksyttiin 19.12.2013. Säännökset tulivat voimaan 1.1.2014. Lakiehdotus perustui joukkolainamarkkinoita tarkastelleen komitean työhön, jossa arvioitiin, että mahdollisuus edustajan käyttämiseen Tanskan joukkolainamarkkinoilla edistäisi kansallisten joukkolainamarkkinoiden kehittymistä erityisesti tanskalaisen pk-yritysten näkökulmasta. Käytännössä lakiehdotus sisälsi muutokset kahteen tanskalaiseen lakiin: (i) rahoitusmarkkinalakiin (tansk. *lov om finansiel virksomhed*) ja (ii) arvopaperimarkkinalakiin (tansk. *lov om vaedipapirhandel mv.*), joista jälkimmäinen sisältää varsinaisen edustaja- ja vakuusagenttimallin määrittelyn joukkolainan liikkeeseenlaskuissa (tai muissa kollektiivisissa lainamuodoissa, kuten syndikoidussa luotonannossa).

Ennen kyseistä lainsäädäntöhanketta Tanskassa ei ollut erillisiä sääntöjä, jotka olisivat säännelleet edustajan, vakuusagentin ja muiden agenttien käyttämistä. Markkinakäytännössä oli kuitenkin vakiintunut tapa, jonka mukaan joukkolainanhaltijat saattoivat nimittää edustajan yleisen agentuurilainsäädännön perusteella. Edustajan asema erilaisissa kriisitilanteissa joukkolainan voimassaoloaikana herätti kuitenkin laajan joukon oikeudellisesti epäselviä kysy-

myksiä (mm. edustajan kanneoikeus, oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin (asema velkojana konkurssilain näkökulmasta), joukkolainanhaltijoiden oikeuksien siirto peruuttamattomasti edustajalle joukkolainan ehtojen kautta (engl. *no-action clause*) sekä edustajan asema tilanteessa, jossa joukkolainoja myydään ja siirretään edelleen uusille joukkolainanhaltijoille), jotka koettiin markkinatoimijoiden näkökulmasta tarpeettomina epävarmuustekijöinä. Lisäksi Tanskassa oli epäselvää, voidaanko ja missä laajuudessa vakuus antaa edustajan/vakuusagentin hallintaan kulloinkin määrittelemättömän velkojajoukon edustajana.

Uudet säännökset mahdollistavat sen, että osapuolet voivat nimittää yhden tai useamman edustajan edustamaan joukkolainanhaltijoita ja heidän yhteisiä etujaan liikkeeseenlaskussa. Nimityksen voivat tehdä joko liikkeeseenlaskija (jos näin on sovittu joukkolainan ehdoissa) tai joukkolainanhaltijat. Edustajan rooli, tehtävät ja toimivaltuudet määritellään joukkolainan ehdoissa, mutta ne voivat sisältää muun muassa joukkolainan ehtojen neuvottelemisen, ehtojen muutosten hyväksymisen, joukkolainanhaltijoiden edustamisen kaikissa yhteyksissä suhteessa liikkeeseenlaskijaan (mukaan lukien kanneoikeus, vakuuksien realisointi ja toiminta konkurssissa), liikkeeseenlaskijan toiminnan seurannan ja mahdollisten vakuuksien hallinnoimisen yms.

Edustajan toimet sitovat suoraan kaikkia joukkolainanhaltijoita, minkä lisäksi joukkolainan ehdoissa voidaan sopia, että joukkolainanhaltijat sitoutuvat olemaan käyttämättä edustajalle joukkolainan ehdoissa siirrettyjä oikeuksia ja toimivaltuuksia. Uusien säännösten perusteella edustajan nimittäminen on sitova joukkolainanhaltijan konkurssipesää, velkojia ja tulevia joukkolainanhaltijoita kohtaan.

Kun edustaja on säännösten mukaan pätevästi nimitetty, sen pitää toimittaa ilmoitus Tanskan finanssivalvonnalle (jäljempänä *DAN-FSA*) yhdessä liikkeeseenlaskua koskevan sopimusdokumentaation kanssa, jotta *DAN-FSA* voi arvioida, ovatko laissa säädetyt edellytykset edustajan toimikelpoisuudelle täyttyneet. Tämän lisäksi *DAN-FSA* arvioi, onko myös kaikki muu säännösten mukaan tarvittava tieto toimitettu. Jos edellytykset täyttyvät, *DAN-FSA* rekisteröi edustajan julkiseen rekisteriin kyseistä tiettyä liikkeeseenlaskua varten. Kun joukkolainat on laskettu liikkeeseen, edustajan pitää toimittaa *DAN-FSA*:lle tarvittavat asiakirjat, joiden perusteella voidaan varmentaa, että liikkeeseenlasku on suoritettu.

Uudet säännökset mahdollistavat myös aiempaa helpomman vakuuksien julkivarmistuksen, koska säännöksissä on nimenomaisesti todettu, että edustaja/vakuusagentti voi hallinnoida vakuuksia määrittelemättömän sijoittaja-/etutahon lukuun. Kyseinen sääntö ei rajoitu pelkästään joukkolainamarkkinoihin, vaan soveltuu myös muunlaisiin kollektiivisiin lainausmuotoihin kuin vakuudellisiin joukkovelkakirjoihin, kuten esimerkiksi syndikoituun luotonantoon. Jos vakuus annetaan edustajan hallinnoitavaksi muissa tapauksissa kuin joukkolainan liikkeeseenlaskuissa, edustajan ei tarvitse rekisteröityä *DAN-FSA*:lle, jotta edellä mainitut edustajaa koskevat säännökset soveltuisivat sen toimintaan. Säännökset soveltuvat vain tilanteisiin, jolloin varat, joita tarjotaan syndikoidussa luotonannossa vakuudeksi, sijaitsevat Tanskassa ja vaativat näin tanskalaisen julkivarmistuksen.

Tanskan julkituotuna tavoitteena oli lainsäädännön kautta saattaa edustajan asema mahdollisimman selkeäksi kaikille osapuolille ja näin tuoda omalta osaltaan varmuutta niin markkina- kuin oikeudellisille toimijoille edustajalle kaavailun roolin ja toimivaltuuksien kattavuudesta.

Tanska ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla.



### 2.3.5 Iso-Britannia

Iso-Britanniassa joukkolainanhaltijoiden edustus tapahtuu *trust*-instituutiota hyödyntämällä. *Trusteelle* ei ole löydettävissä lainsäädännöstä yksityiskohtaista määritelmää, vaan sen sisältö ja edustajan toimivaltuudet ovat määrittäneet kirjoitetun lainsäädännön, oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden yhteisvaikutuksesta.

Iso-Britanniassa *trust* on perinteisesti hahmotettu suhteeksi, jossa *trustee* hallinnoi omaisuutta jonkun kolmannen puolesta ja hyväksi. Yleisesti ottaen *trusteella* on katsottu olevan oikeudellinen edustus- ja hallintaoikeus (muodollinen omistusoikeus eli engl. *legal ownership*) hallinnassaan olevaan omaisuuteen, kun taas tosiasiallinen omistusoikeus (engl. *beneficial ownership*), oikeus omaisuuden tuottoon ja vahva oikeusasema ovat *trustin* edunsaajilla. *Trusteella* on *common law* -oikeusjärjestyksissä katsottu olevan niin sanottu luottamuksenvarainen velvollisuus (engl. *fiduciary duty*) suhteessa edustamiinsa tahoihin eli *trustee* on velvoitettu toimimaan aina edustamiensa tahojen edun mukaisesti. *Trusteen* toimia rajoittavat *trustin* edunsaajan intressit, jotka määräytyvät *trusteelle* asetettujen toimintavaltuuksien- ja velvoitteiden perusteella. *Trustee* voi periä toiminnastaan kohtuulliset kertyneet kustannukset ja sovitut palkkiot, mutta muuten kaikki *trusteen* hoidossa olevasta varallisuudesta kertyneet varat ja tuotot pitää palauttaa edunsaajille.

Iso-Britanniassa *trustee*-toimijoille ei ole asetettu mitään erityisiä itsenäisiä toimilupavaatimuksia Iso-Britannian markkinavalvojan (engl. *Financial Conduct Authority*, jäljempänä *FCA*) toimesta. Jos *trusteen* toiminta sen sijaan käsittää jotain sellaista säänneltyä toimintaa, jota ei saa harjoittaa ilman toimilupaa eikä myöskään mikään toimilupavelvollisuutta koskeva tapauskohtainen poikkeus tule sovellettavaksi sijoituspalvelu ja -markkinalain mukaisesti (engl. *Financial Services and Markets Act 2000*) *trusteen* tulee hakea toimilupaa *FCA*:lta. Tietyissä rajatuissa tilanteissa *trusteen* antama neuvo ei ole sijoituspalvelu- ja markkinalain soveltamisalan piirissä, mutta suurimassa osassa tapauksista *trusteen* on sen normaalisti harjoittamaan liiketoimintaan liittyvien käytännön syiden takia oltava *FCA*:n valvonnassa. *Trusteet* voivat tarvita toimiluvan / auditoinnin myös tietyiltä ammatillisilta järjestöiltä kuten esimerkiksi maksukyvyttömyystoimijoiden yhdistykseltä (engl. *Insolvency Practitioners Association*) riippuen siitä mitä palveluja ne tarjoavat asiakkailleen. Esimerkiksi Iso-Britanniassa tunnetut *trustee*-toimijat Deutsche Trustee Company Limited:llä ja The Law Debenture Corporation plc:llä on molemmilla *FCA*:n antama toimilupa ja tätä kautta oikeus tarjota asiakkailleen säänneltyjä palveluita.

Englannin laki valitaan edelleen lähes pääsääntöisesti *investment grade* -joukkolainoihin sovellettavaksi laiksi kansainvälisissä joukkolainoissa, vaikka sijoittajat olisivat kolmansissa maissa ja vaikka lainaa ei listattaisi Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Taustalla vaikuttaa vaikiintunut markkinakäytäntö ja sijoittajien tottumukset erityisesti niin sanottujen *investment grade* -joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa. Tämä pitää erityisesti paikkansa *investment grade* -yhtiöiden EMTN-ohjelmien osalta, kun taas kansainväliset *high yield* -liikkeeseenlaskut on tavallisesti tehty New Yorkin osavaltion lain alla.

Iso-Britannia tunnustaa muiden maiden *trustee*-järjestelyt asiaa koskevan Haagin konventionojalla.

### 2.3.6 Ranska

Ranskassa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Ranskassa anglosaksiset *trustee*-järjestelyt on perinteisesti muotoiltu oikeusistuinten toimesta paremmin siviilioikeusjärjestelmään sopivaksi asiamiesvaltuutukseksi. Tämä on johtunut siitä, ettei Ranskan laki tunne tai tunnusta anglosaksista *trustee*-järjestelyä. Vuonna 2007 Ranskassa on säädetty erillinen laki, jolla luotiin omanlainen *trustee*-järjestelyä muistuttava instituutio (ransk. *fiducie*), joka ei kuitenkaan saattanut voimaan anglosaksiseen oikeusjärjestyksen *trustee*-järjestelyyn liittämiä muodollisen ja asiallisen omistuksen käsitteitä.

Ranskan korkein oikeus on vuonna 2011 antamassaan ratkaisussa ottanut nimenomaisesti kantaa New Yorkin osavaltion lain alaisena liikkeeseen laskettuun ranskalaisyhtiön joukkolainaan, missä oli mukana joukkolainanhaltijoiden edunvalvojana New Yorkin osavaltion lain alla toimiva *trustee*. Ranskan korkein oikeus päätyi katsomaan kyseisen *trustee*-järjestelyn päteväksi ja tunnusti sen vaikutukset ranskalaisyhtiön Ranskan lain alaisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä, koska joukkolainana oli laskettu liikkeeseen New Yorkin osavaltion lain alla. Käytännössä Ranskan korkein oikeus totesi, että maksukyvyttömyysmenettelyyn itsessään tulee soveltaa Ranskan lakia, mutta kysymys *trusteen* asemasta Ranskan lain alaisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä ratkaistaan New Yorkin osavaltion lain mukaan. Näin ollen *trusteella* katsottiin olevan toimivalta konkurssissa edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta, koska New Yorkin osavaltion lain mukaan se oli joukkolainojen osoittamien saatavien muodollinen omistusoikeus. Ranskan korkeimman oikeuden ratkaisun on nähty vähentävän oikeudellista epävarmuutta ja edistävän rahoitusmarkkinoiden toimivuutta ja modernien tekniikoiden käyttöä Ranskan lain alaisissa järjestelyissä.

Ranskassa on myös katsottu, etteivät muodollisen velkojan ja muodollisjuridisen vakuudensaajan asemat voi olla eri tahoilla, mistä syistä Ranskassa on kehitetty englantilaista trustia jäljittelevä niin sanottu *parallel debt* -rakenne, jossa vakuusagentille perustetaan rinnakkainen velkojan asema.

Ranska on allekirjoittanut *trustee*-järjestelyjä koskevan Haagin konvention, mutta ei ole pannut sitä täytäntöön. Näin ollen Ranska ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla, mikä erityisesti edellä mainitun Ranskan korkeimman oikeuden antaman suhteellisen tuoreen ratkaisun valossa näyttää epä johdonmukaiselta.

### 2.3.7 Saksa

Saksassa annettiin vuonna 2009 laki joukkolainoista (saks. *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen*). Laissa säännellään etupäässä joukkolainanhaltijoiden yhteistä päätöksentekoa ja edustajaa koskevia säännöksiä on niukasti. Lakiin sisältyy erityinen, 18 pykälää käsittävä osuus joukkolainanhaltijoiden kokouksesta (saks. *Abschnitt 2 – Beschlüsse der Gläubiger*). Laissa on muun muassa tunnustettu joukkolainanhaltijoiden edustajan asema suhteessa joukkolainanhaltijoiden kokoukseen. Lain 5 §:n (1)-kohdan mukaan joukkolainan ehtoissa voidaan määrätä, että saman liikkeeseenlaskun joukkohaltijat voivat enemmistöpäätöksellä sitoutua joukkolainan ehtomuutoksiin ja nimittää kaikkien joukkohaltijoiden yhteisen edustajan takaamaan oikeuksiensa toteutumisen.

Saksa ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla.

### 2.3.8 Yhdysvallat

*Common law* -oikeusjärjestyksenä Yhdysvalloissa edustajan asema rakentuu *trust*-instituution varaan, Muista oikeusjärjestyksistä poikkeavana piirteenä voidaan mainita, että Yhdysvalloissa yhteistoiminta (engl. *collective action*) -lausekkeisiin on suhtauduttu kielteisemmin. Niissä joukkolainoissa, joihin soveltuu vuoden 1939 *Trust Indenture Act* -laki, yhteistoimintalausekkeet eivät ole sallittuja, jos päätöksenteolla on vaikutusta joukkolainan pääomaan tai korkoon, ts. niitä koskevat muutokset edellyttävät kaikkien joukkolainanhaltijoiden suostumusta. Yhdysvalloissa yksittäisen joukkolainanhaltijan oikeutta ajaa kannetta liikkeeseenlaskijaa vastaan maksutuomion saamiseksi ei voida rajoittaa ilman kyseisen joukkolainanhaltijan suostumusta niissä tilanteissa, joissa vuoden 1939 *Trust Indenture Act* soveltuu.

Yhdysvallat on allekirjoittanut *trustee*-järjestelyjä koskevan Haagin konvention, mutta ei ole pannut sitä täytäntöön. Näin ollen Yhdysvallat ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla.

### 2.3.9 Luxemburg

Luxemburgissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Erillisen lainsäädännön puuttumista voidaan pitää yllättävänä ottaen huomioon, että Luxemburgissa perinteisesti listataan erittäin paljon myös ulkomaalaisten liikkeeseenlaskijoiden joukkolainoja. Erillisen edustajaa koskevan lainsäädännön sijaan liikkeeseenlaskuihin sovelletaan yleistä kauppayhtiöitä koskevaa lakia (ransk. *Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales*) vuodelta 1915 ja sen päivityksiä vuodelta 1993 (ransk. *Loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle qu'elle a été modifiée*). Lain ongelma on se, ettei se ole kovinkaan yksityiskohtainen. Maan pienestä koosta johtuu, että lainsäädäntö on muutenkin hyvin lähellä Ranskan ja Belgian lakeja, eikä oikeuskirjallisuutta tai oikeustieteellistä tutkimusta ole juuri saatavilla. Liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteessa velkojia edustaisivat erikseen nimetyt asianajajat.

Luxemburg tunnustaa muiden maiden *trustee*-järjestelyt asiaa koskevan Haagin konvention nojalla.

## 2.4 Nykytilan arviointi

### 2.4.1 Tarve joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalle laille

Suomen joukkolainamarkkinoille edustajarakenne tuli vuonna 2012 vakuudellisten joukkolainojen (SATO Oyj ja Tornator Oyj) myötä ja edustajarakennetta on sittemmin käytetty varsinkin säännönmukaisesti vakuudellisissa joukkolainoissa sekä joukkolainoissa, joiden ehdoissa on rahoituskovenantteja tai sulkutilijärjestelyjä. Toistaiseksi edustajapalveluja suomalaisissa joukkolainoissa käyttäneet liikkeeseenlaskijat ovat olleet suomalaisia yrityksiä.

Toimiva edustajamalli tukee omalta osaltaan Suomen joukkolainamarkkinoiden kehitystä. Suomen joukkolainamarkkinoiden kehityksen ja toiminnan kannalta toimivan edustajamallin voidaan katsoa olevan jopa olennainen tekijä, jos markkinoita halutaan laajentaa ja syventää nykyisen vakiintuneen liikkeeseenlaskija- ja sijoittajaosapuolten ulkopuolelle. Valtiovarainministeriön kesällä 2013 suorittamien sijoittajahaastattelujen perusteella kävi ilmi, että kuusi vastaajaa kymmenestä oli tutustunut edustaja- tai agenttimallin toimintaan tarkemmin jo aikaisemmin. Neljälle vastaajalle nämä toimintamallit olivat sen sijaan vielä melko tuntemattomia. Kysyttäessä, tulisiko tulevaisuudessa joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa olla mukana edusta-

ja, olivat vastaukset yhdenmukaisempia. Kahdeksan vastaajaa kymmenestä oli sitä mieltä, että tulevaisuudessa joukkolainojen liikkeeseenlaskuja silmällä pitäen olisi hyvä, että mukana olisi edustaja.

Suomessa keskustelua on käyty siitä, voidaanko edustajamalli perustaa jo voimassa oleviin säännöksiin ja osapuolten väliseen sopimusvapauteen vai pitäisikö edustajamalli Tanskan tapaan saattaa voimaan Suomessa lainsäädännön tasolla. Arviomuistiossa ja siihen saadussa lausuntopalautteessa sekä valtiovarainministeriön työryhmässä esitetyjen näkökohtien perusteella suppea erityislaki, joka yksilöisi edustajamallia koskevat säännöt, toimivaltuudet ja viranomaisvalvonnan, mutta ei puuttuisi nykyisiin siviilioikeudellisiin normeihin kuin korkeintaan niissä tilanteissa, joissa edustajan toimintaedellytyksiä pitää normitasolla nimenomaisesti selvittää, on nähty olevan Suomen joukkolainamarkkinoiden ja mahdollisesti myös muun kollektiivisen luotonantotoiminnan näkökulmasta markkinoiden toimintaa ja kasvua edistävä tekijä.

#### 2.4.2 Edustajamallin hyödyt

Edustajan rooliin kuuluu yleensä dokumentaation ja lainan tai arvopaperin ehtojen toimivuuden varmistaminen ja tulkinta liikkeeseenlaskun valmisteluvaiheen aikana. Edustajalla on myös velvollisuus seurata lainaehdotusten toteutumista lainan voimassaoloaikana, joskin kyseessä on lähinnä passiivinen velvollisuus eli edustajalla ei ole kuin poikkeuksellisissa tapauksissa velvollisuutta ryhtyä aktiivisesti hankkimaan tietoa liikkeeseenlaskijan toiminnasta. Joukkolainan elinkaaren aikana edustaja voi myös toisinaan vahvistaa mahdollisen korkoperusteen, seurata mahdollisten sitoumuksien, esim. kovenanttien noudattamista sekä hallinnoida mahdollisia vakuuksia ja takauksia. Jos liikkeeseenlaskija, jouduttuaan taloudellisiin ongelmiin, haluaa ehdottaa muutoksia joukkolainan ehtoihin, viestintä ja joukkolainanhaltijayhteisön hallintaa hoidetaan ammattimaisesti ja koordinoitusti edustajan kautta. Edustajarakennetta käytettäessä yksittäinen sijoittaja ei itse saa joukkolainan ehtoihin nimenomaisesti otettujen sopimusmääräysten johdosta ryhtyä minkäänlaisiin toimenpiteisiin liikkeeseenlaskijaa vastaan, joilla pyrittäisiin esimerkiksi realisoimaan joukkolainan vakuuksia tai perimään takaisin erääntyviä, joukkolainasiakirjojen mukaisia maksuja.

Edustajamallin edut tulevat siitä, että liikkeeseenlaskija voi kommunikoida ainoastaan yhden tahon kanssa liikkeeseen laskemansa joukkolainan osalta. Sen sijaan, että liikkeeseenlaskijan pitäisi erikseen yrittää tavoittaa iso joukko anonyymejä ja mahdollisesti hallintarekisteröityjä joukkolainanhaltijoita saadakseen joukkolainanhaltijoiden kokouksen aikaan, voi liikkeeseenlaskija kääntyä ainoastaan joukkolainanhaltijoiden puolesta toimivan edustajan puoleen. Myös joukkolainanhaltijoiden tiedonsaanti sijoituksensa tilasta, korkojen maksamisen valvonta ja yhteydenpito liikkeeseenlaskijaan helpottuvat, kun he voivat liikkeeseenlaskijan sijaan kääntyä vain edustajansa puoleen.

Edustajan asema korostuu liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa, koska liikkeeseenlaskijan mahdollisissa maksuhäiriötilanteissa on olennaista, että joukkolainanhaltijat tekevät toimintapäätöksensä yhtenäisesti ja oikeaan informaatioon perustuen. Joukkolainanhaltijoille keskeisintä on tehdylle sijoitukselle asetettu tuotto-odotus ja näin ollen liikkeeseenlaskijan toiminnan uudelleenjärjestely voi monissa tapauksissa olla järkevämpää kuin liikkeeseenlaskijan hakeminen konkurssiin. Joukkolainanhaltijoiden osalta hallinnollinen taakka kevenee, koska edustaja huolehtii sijoittajien edustajana saatavan perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelystä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi- ja yrityssaneerausmenettely.

Edustaja toimii toimeksiantonsa mukaisesti kaikkien joukkolainanhaltijoiden intressissä ja pyrkii tekemään toimintapäätöksensä joukkolainan ehtoissa usein olevan yhteistoimintalausekkeen mahdollistaman enemmistöpäätöksen nojalla. Sijoittajia kuullaan joukkolainanhaltijoiden kokouksissa, joissa äänestetään tehtävistä toimenpiteistä, minkä jälkeen edustaja hoitaa päätöksen edellyttämät toimenpiteet joukkolainanhaltijoiden enemmistön tekemän päätöksen nojalla. Edustajalla on perinteisesti ollut myös oikeus tehdä pienimuotoisia ja teknisiä päätöksiä itsenäisesti joukkolainanhaltijoiden puolesta, jos näin on joukkolainan ehtoissa sovittu.

#### 2.4.3 Esimerkkejä tyypillisistä edustajatoimeksiannoista Suomessa

EK:n malliehtojen julkistamisen myötä yritykset (mukaan lukien *Large Cap* -yritykset) ovat käyttäneet enenevässä määrin joukkolainoissaan edustajarakennetta johtuen siitä, että joukkolainan ehtoihin on sittemmin edellytetty sisällytettävän rahoituskovenanteja ja muita liikkeenlaskijan toimintaa rajoittavia lausekkeitä. Esimerkiksi Metsä Board Oyj laski keväällä 2014 liikkeeseen vakuudettoman 225 miljoonan euron joukkolainan. Joukkolainaa ylimerkittiin kymmenkertaisesti ja sen myynti yhdistettiin Metsä Board Oyj:n syndikaattilainan uusimiseen. Saadut varat käytettiin yhtiön olemassa olevien velkojen maksuun. Suomalaisista suuremmista pörssiyrityksistä edustajarakennetta ovat käyttäneet myös muun muassa Ahlstrom Oyj, Technopolis Oyj, Outokumpu Oyj ja Lemminkäinen Oyj.

Joukkolainoilla voidaan myös rahoittaa yritysostoja. Esimerkiksi Solteq Oyj:n joukkolainaa 2015 rahoitti Descom Oy:n yritysoston. Joukkolainaa laskettiin liikkeeseen 1 päivänä heinäkuuta 2015 ja kerätty määrä 27 miljoonaa euroa kattoi yritysoston kauppahinnan 26 miljoonan euron kokonaisuudessaan. Edustajarakennetta käyttäen yrityskauppa pystyttiin toteuttamaan ilman siltarahoitusta (engl. *bridge loan*) pankeilta. Joukkolainan sulkutilin vapauttaminen oli ehdollinen sille, että yrityskauppa toteutuu, ja se ajoitettiin yrityskaupan voimaantulopäivään (engl. *closing*).

Joukkolainoissa voi olla hyvin vaihtelevia vakuusjärjestelyjä ja edustajan tehtävä voi sisältää oikeuden hallinnoida näitä vakuuksia ja takauksia. Esimerkiksi Orava Asuntorahasto Oyj:n joukkolainaa (2015) hyödyntää dynaamista vakuutta. Lainan määrä on 20 miljoonaa euroa ja vakuutena on asunto-osakeyhtiöiden osakkeita. Vakuuspooli muodostuu yhteensä noin 70 miljoonan euron arvoisista asunnoista ympäri Suomen. Edustaja vapauttaa asunnot vakuusrasitteesta erityisellä hyväksyntämekanismilla sen jälkeen, kun ne myydään.

Suomen Nasdaq Helsingin *First North* -markkinapaikka ei ole yhtä kehittynyt kuin Ruotsin vastaava. Listautumiset sekä osakkeille että joukkolainoille ovat kuitenkin yleistyneet. Esimerkkejä näistä on Taaleri Oyj (ent. Taaleritehdas Oyj), joka toteutti kaksi joukkolainaa (20 miljoonaa euroa ja 10 miljoonaa euroa) vuonna 2014 sekä St1 Nordic Oy, jonka osake ei ole noteerattu, mutta vuonna 2014 liikkeeseen laskettu 100 miljoonaa euron joukkolainaa on.

#### 2.4.4 Voimassa olevaa sääntelykehikkoa selvennettävä

Edustajan asema Suomen lainsäädäntökehikossa nykyisen markkinakäytännön valossa vaikuttaa ainakin tietyiltä osin epäselvältä. Edustajan asema riippuu pitkälti edustussuhteen tai agentuurin perustavan sopimuksen sopimusmääräyksistä eli joukkolainan kohdalla erityisesti lainan ehtoista ja jossain määrin muusta joukkolainaan sisältyvän sopimuksen (kuten merkin-täsitoumuksen) sisällöstä ja syndikoidussa luotonannossa vastaavasti luottosopimuksen tai velkojien välisen sopimuksen sisällöstä. Yksityiskohtaisista sopimusmääräyksistä huolimatta edustajan mahdollisuudet toimia edustamiensa tahojen puolesta voivat monessa kohdin olla rajalliset eikä toimivaltuuksien rajoista ole myöskään voimassa olevan lainsäädännön näkökulmasta täyttä varmuutta. Rahoitusjärjestelmän toimivuus ei yleisesti ottaen voi myöskään

perustua pelkästään sopimusmääräyksiin ja -käytäntöihin. Nykyistä tilannetta ei voida pitää markkinatoimijoiden näkökulmasta tyydyttävänä, eikä se itsessään luo sellaista oikeusvarmuutta, jota tarvittaisiin, jotta erityisesti kotimaista pk-sektorin joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja kasvua voitaisiin edistää kaikkien markkinaosapuolten perustellut odotukset huomiotta.

#### 2.4.5 Taloudelliset perustelut

Suomessa yritysten joukkolainakanta, joukkolainojen lukumäärä ja kokonaisuromäärä ovat kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen osalta merkittävästi pienempiä kuin Ruotsissa ja Norjassa. Näitä tietoja voidaan tulkita niin, että Ruotsissa ja Norjassa pk-yritykset ovat selvästi suurempi toimijajoukko joukkolainamarkkinoilla kuin Suomessa. Tähän viittaavat tiedot siitä, että kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen suhteellinen osuus on Suomessa muita maita pienempi ja toisaalta niiden keskimääräiset laskennalliset koot ovat Suomessa suurempia. On luontevaa olettaa, että kotimarkkinat ovat pk-yrityksille keskeisemmässä asemassa kuin suuremmille yrityksille ja että pk-yritysten antikoot ovat pienempiä kuin suurilla yrityksillä.

Suomen joukkolainamarkkinoilla on kasvupotentiaalia erityisesti pienempien yritysten rahoituskanavana. Pelkästään vertailemalla eri maiden joukkolainamarkkinoiden kokoa on kuitenkin vaikea arvioida kasvupotentiaalin suuruutta. Maiden välillä vallitsevien erojen taustalla vaikuttaa monia tekijöitä, kuten esimerkiksi maan yritys rakenne ja viennin rooli taloudessa. Lisäksi rahoitusjärjestelmää tulee tarkastella kokonaisuutena. Suomessa pankeilla on erittäin suuri merkitys pk-yritysten rahoittajina, mikä saattaa osaltaan selittää joukkolainamarkkinoiden vähäisempää roolia pk-yritysten rahoituskanavana Suomessa verrattuna esimerkiksi Ruotsiin.

Ideaalitilanteessa edustajamallin vaikutuksia Suomen joukkolainamarkkinoihin voitaisiin arvioida vertaamalla sellaisen maan joukkolainamarkkinoiden kehitystä, jossa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskeva lainsäädäntö on otettu käyttöön muuten samantyyppisten maiden joukkolainamarkkinoiden kehitykseen, joissa edustajamallia ei ole lainsäädäntötoimenpitein institutionalisoitu. Valitettavasti sopivia vertailumaita ei tähän tarkoitukseen ole olemassa. Tanskassa edustajamalli on institutionalisoitu tämän vuoden alussa voimaan tulleella lailla, mikä mahdollistaisi Tanskan joukkolainamarkkinoiden kehityksen vertaamisen Ruotsiin ja Suomeen. Valitettavasti Tanskassa edustajamallia koskevan lainsäädännön voimaantulosta on kulunut toistaiseksi liian lyhyt aika tällaisen vertailun toteuttamiseksi.

Kasvututkimusten tulokset viittaavat siihen, että tarkasteltaessa pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä ja rahoituksen merkitystä, Suomen kaltaisessa kehittyneessä maassa huomiota tulee kiinnittää rahoituksen määrän sijasta ulkoisen rahoituksen kohdentumiseen.

Viime vuosina Suomessa toimivien pk-yritysten rahoituksen saatavuus on kiristynyt ja erityisesti kasvu- sekä pk-yritykset ovat kokeneet, etteivät ne saa riittävän edullisin ehdoin rahoitusta markkinoilta. Kevään 2016 pk-yritysbarometrin mukaan suomalaisten kasvuyritysten rahoitustarve on muita pk-yrityksiä suurempaa. Kasvuyritykset hakevat rahoitusta erityisesti käyttöpääomaan, kehittämiseen ja kansainvälistymiseen. Pankkirahoituksen ehtojen kiristyminen ja tarve kasvattaa omaa pääomaa ovat kasvuyritysten haasteita. Barometrin mukaan runsas neljännes kasvuyrityksistä ja noin 17 % pk-yrityksistä kokee, että rahoituksen huono saatavuus vaikeuttaa hankkeiden toteutusta.

Suomen pankin vuoden 2015 rahoituskyselyn mukaan mikro- ja pienillä yrityksillä on tyypillisesti enemmän rahoitusongelmia kuin suuremmilla yrityksillä. Yrityskokoluokkien väliset

erot rahoitusongelmien yleisyydessä kasvoivat, kun keskisuurten ja suurten yritysten rahoitusongelmat helpottuivat selvästi enemmän kuin pienempien yritysten vastaavat ongelmat. EKP:n kyselytutkimusten tulosten mukaan Suomen pk-yritysten rahoitustilanne on kuitenkin säilynyt varsin hyvänä verrattuna muihin EU:n jäsenmaihiin.

Edustajamallin käyttöönotolla voidaan arvioida olevan suuri merkitys yrityksille sitä kautta, että se mahdollistaisi nykyistä paremmin uuden pankeista riippumattoman rahoituskanavan hyödyntämisen. Kysymys ei ole siitä, että joukkolainapohjainen rahoitus lisäisi olennaisesti yritysten saatavilla olevan rahoituksen määrää – sen sijaan edustajamalli luo edellytyksiä rahoituslähteiden tarjonnan monipuolistamiseen ja uusien erilaisilla tuottotavoitteilla toimivien sijoittajatahojen mukaantuloon.

Valtiovarainministeriön kesällä 2013 tekemien sijoittajakyselyjen mukaan institutionaaliset sijoittajat näkevät hyvin tärkeänä selkeän ja ennakoitavan edustajamallin luomisen joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi. Rahoituksen monipuolistamisen onnistuminen riippuu käytännössä paljolti siitä, että joukkolainapohjaisella rahoituksella on selkeät pelisäännöt. Tässä suhteessa lainsäädännöllisesti ennakoitavasti toimivalla edustajamallilla on ratkaiseva rooli.

Nykyistä monipuolisemmat rahoituslähteet poistavat yhden potentiaalisen yritysten kasvun ja kehittymisen sekä työllisyyden paranemisen esteen. Tällä seikalla saattaa olla merkitystä myös sitä kautta, että se voi pitkällä tähtäyksellä osaltaan myötävaikuttaa markkinaehtoisen rahoituksen roolin kasvuun yritysten suoran tuen ja ulkoisen yritysrahoituksen kustannuksella.

Suomessa työllisyys on keskittynyt voimakkaasti suuriin yrityksiin. Suurimmat 130 yritystä työllistävät yhtä paljon kuin 300 000 pienintä yritystä. Sen sijaan tarkasteltaessa työllisyyden nettokasvua, ovat pk-yritykset ja kasvuyritykset tärkeässä roolissa. Viime vuosina kasvuyritysten osuus Suomen yritys-kannasta on ollut noin viisi prosenttia. Ne ovat vastanneet lähes puolesta työllisyyden lisäyksestä ajanjaksolla 2006—2009. Pankkirahoitukselle vaihtoehtoisen joukkolainarahoituksen mahdollinen yleistymisen kohdistuu siis yritysjoukkoon, joka on tärkeässä asemassa kotimaisen työllisyyden kasvun kannalta.

Toimivasta edustajamallista hyötyvät lähtökohtaisesti kaikki joukkolainamarkkinoilla toimivat osapuolet. Toimiva ja ennakoitava edustajamalli vähentää transaktiokustannuksia, parantaa joukkolainanhaltijoiden tiedonsaantia liikkeeseenlaskijasta ja sijoituksensa tilasta sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Tämä oletettavasti lisää myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta kotimaisiin joukkolainamarkkinoihin. Myös muiden kotimaisten tahojen kuin ammattisijoittajien voi olettaa nykyistä enemmän sijoittavan myös yritysten joukkolainoihin.

Voidaankin arvioida, että edustajamalli parantaa Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja auttaa osaltaan laajentamaan pk-yritysten saatavilla olevia ulkoisen rahoituksen lähteitä. Tämä helpottaa yritysten rahoituksen saantiongelmia ja edelleen mahdollistaa sellaisten kannattaviksi arvioitujen hankkeiden toteuttamisen, jotka ilman ulkoista rahoitusta olisivat jääneet mahdollisesti toteutumatta. Silti edellä todettu ei tarkoita, että joukkolainamarkkinat soveltuisivat kaikkien yritysten rahoituslähteeksi. Suurelle osalle pk-yrityksistä pankkirahoitus muodostaa myös jatkossa keskeisen rahoituskanavan.

Ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuden parantaminen ja uusien rahoituskanavien toiminnan tukeminen edistävät yritysten kasvumahdollisuuksia ja tätä kautta sillä on myönteinen vaikutus työllisyyteen, verotuloihin ja julkisen talouden tasapainoon. Suomen joukkolainamarkkina on toistaiseksi kooltaan suhteellisen pieni verrattuna esimerkiksi Norjaan ja Ruotsiin. Suomen

joukkolainamarkkinoilla on siis mahdollisuus kasvaa ja laajentua, kun toimintaympäristö ja pelisäännöt antavat siihen mahdollisuuden. Myös tämä puoltaa kansallisia toimenpiteitä, joilla pyritään saamaan nykyinen oikeustila mahdollisimman selkeäksi ja näin houkuttelemaan ulkomaisia sijoittajia kotimaisille markkinoille.

#### 2.4.6 Kansainvälinen kilpailukykykänkökulma

Maailmanpankki (*International Bank for Reconstruction and Development*) on vuodesta 2003 julkistanut *Doing Business* -raportin, joka on saavuttanut aseman Maailmanpankin jokavuotisena lippulaivajulkaisuna. Raportti on standardoitu koskemaan kysymyksiä, jotka liittyvät pienen paikallisessa omistuksessa olevan teollisuusyrityksen (*start-up*) perustamiseen ja toimintaan. Vaikka raportissa rajataan ulkopuolelle rahoitusjärjestelmää ja rahoitusmarkkinoita koskevat asiat, analyysi on rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta merkityksellinen muun muassa arvioitaessa pk-yritysten rahoitusympäristöä ja listautumiseen liittyviä haasteita. Globaalissa vertailussa tehdyt havainnot kulminoituvat yrityksen perustamisedellytyksiin. Mitä helpompaa on aloittaa yritystoiminta, sitä pienempi on kyseisen maan epävirallinen talous mutta vastaavasti tuottavuus- ja työllisyysvaikutukset ovat suurempia. Suomen sijoittuminen kansainvälisessä vertailussa viittaa siihen, että pk-yritysten rahoituksen kehittäminen on tärkeää.

*Global Entrepreneurship Monitor* (jäljempänä *GEM-tutkimus*) on 60 maassa toteutettava yrittäjyyttä ja erityisesti yrittäjyysaktiivisuutta koskeva tutkimus. GEM-tutkimuksen Suomen osuutta varten haastatellaan vuosittain 2000 työkäistä ja 40 yrittäjyyden asiantuntijaa. Vuoden 2014 raportti tarjoaa työkaluja yrittäjyyden ymmärtämiseksi ja sen indikaattoreista pystyy hahmottamaan esimerkiksi Suomen ja Ruotsin yrittäjien keskeiset erot. Merkille pantavaa on se, että erot ovat paikoitellen huomattavat Suomen ja Ruotsin välillä ja pääsääntöisesti Ruotsin eduksi.

Suomessa yrittäjyyden medianäkyvyys on kuitenkin GEM:n mukaan korkeampi, menestyvillä yrittäjillä on korkea status ja ruotsalaisia useammin suomalainen tuntee henkilökohtaisesti aloittavan yrittäjän. *Global Entrepreneurship Development Institute* (GEDI) julkaisee vuosittain GEM-tutkimusta vastaavan GEI-indeksin. Sen mukaan Suomessa kulttuurillinen tuki saa vertailussa parhaat mahdolliset pisteet ja on paras Pohjoismaista. GEM-tutkimuksen ja GEI-indeksin perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että kulttuurilliset erot eivät ole Suomen ja Ruotsin erojen taustalla, vaan kysymys on todellisista yrityksen kasvuun liittyvistä esteistä. Suomessa on ryhdyttävä toimiin yrittäjyyden aloittamisen sekä kasvuyrittäjyyden esteiden poistamiseksi ja mahdollistettava rahoitusmarkkinoiden tehokas toiminta.

Suomen heikko sijoittuminen innovaatiovetoisten maiden vertailussa korostaa pk-yritysten rahoituksen kehittämisen on tärkeyttä. Yksi keino pk-yritysten rahoituksen monipuolistamiseksi ja ulottamiseksi uusille sijoittajatahoille on kehittää joukkolainamarkkinoita.

#### 2.4.7 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja

Edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei saisi erityislainsäädännöstä huolimatta kärsiä liikaa, koska muuten riskinä on, ettei nykyistä paremmin toimivia ja ennen kaikkea markkinaehtoisia joukkolainamarkkinoita erityisesti pk-yrityksille saada luotua tai niiden kehittymistä tuettua pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmassa kirjatun mukaisesti. Esityksessä on otettu nimenomaisesti huomioon muun muassa kysymys edustajan (nykyisin agentin) yksinomaisesta oikeudesta toimia edustamiensa tahojen edustajana saatavan perinnässä, vakuuksien realisoinnissa, oikeudenkäynneissä ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelyssä mukaan lukien liikkeenlaskijan konkurssi- ja yrityssaneerausmenettely. Järjestelyn toimivuuden näkökulmas-



ta on keskeistä, että edustaja voidaan nimittää joukkolainanhaltijoiden edustajaksi niin joukkolainanhaltijoita kuin näiden velkojia sitovasti niin, etteivät joukkolainanhaltijat voi mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa ajaa erillisiä kanteita tai eräännyttämistoimenpiteitä liikkeeseenlaskijaa vastaan (engl. *no action clause*) tai perusteettomasti irtaantua edustusjärjestelystä. Monet näistä edustajamallin toimivuudelle asetetuista keskeisistä tekijöistä näyttäisivät edellä esitetyin perustein olevan nykyisen lainsäädännön puitteissa toteutettavissa oikeusvarmuuden näkökulmasta puutteellisesti, mikä perustelee esityksen joukkolainamarkkinoiden toimivuutta edistävää vaikutusta.

#### 2.4.8 Edustajamallin soveltamisala

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa esityksessä ei ole keskitytty yksinomaan vain pk-yritysten rahoituksen saatavuutta tukemaan perustettuun joukkolainamarkkinaan, vaan samassa yhteydessä on käsitelty myös muita kollektiiviseen luotonantoon liittyviä Suomen lainsäädännössä toistaiseksi sääntelemättömiä ongelmia. Esimerkiksi syndikoidussa luotonannossa käytetyn vakuusagentin asema ja siihen liittyvät mahdolliset tulkinnanvaraisuudet on pyritty ratkaisemaan samassa yhteydessä, kuten Tanskassa tehtiin vuoden 2014 alussa voimaan tulleella lainsäädännöllä. Tarkoituksena on ollut olla puuttumatta toimiviin markkinakäytäntöihin enempää kuin on nähty tarpeelliseksi muun muassa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuuden ja peruuttamattomuuden selventämiseksi.

Myös esityksen soveltamisalaa on pohdittu kattavasti työryhmän työssä. On nähty tarkoituksenmukaiseksi laatia kattava, kaikkiin velkapääomamarkkinainstrumentteihin soveltuva ja laajasti eri sijoitusyhteisöjä palveleva, edustajamallia koskeva esitys. Näin ollen on päädytty siihen, että esityksessä joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin tai vastaavaan muuhun rahoitusvälineeseen, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Käytännössä säännöksellä mahdollistetaan lain soveltamisalan laajentaminen myös muihin pääosin vieraan pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin kuin joukkolainoihin siitä riippumatta, ovatko ne arvopaperimarkkina- tai vaihdanta- ja siirtokelpoisia vai lain soveltamisalan ulkopuolelle jääviä siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia arvopapereita taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja. Tällä varaudutaan edustajarakenteen hyödyntämiseen tulevaisuudessa todennäköisesti yleistyvissä ja nykyistä useammin käytettävissä finanssiteknoologiaan (engl. *fintech*) pohjautuvissa innovatiivisissa rahoitusjärjestelyissä kuten esimerkiksi joukkorahoituksessa. Lisäksi esityksessä on kiinnitetty huomiota sijoittajien asemaan erityisesti siitä näkökulmasta, että edustajamalli on tulevaisuudessa merkityksellinen ammattimaisten sijoittajien lisäksi myös vähittäissijoittajille eli ei-ammattimaisille sijoittajille. Tätä on pyritty esityksessä tukemaan muun muassa saattamalla edustaja Finanssivalvonnan valvonnan alaisuuteen asettamalla se Finanssivalvonnalle rekisteröitymisvelvolliseksi toimijaksi.

### 3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET

#### 3.1 Esityksen tavoitteet

Joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaa ohjaavan lainsäädännön sisällön esitetään muodostuvan suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututa markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen arviomuistiossa, lausuntopalautteessa ja työryhmän työssä esiin tulleiden oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavien oikeudellisten ongelmien poistamiseksi. Esityksellä ei näin ollen luotaisi markkinaosapuolille tarvetta muuttaa olemassa olevien joukkolainojen eh-

toja tai muita niihin liittyviä sopimuksia, vaan esitys mahdollistaisi edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä.

Joukkolainanhaltijoiden edustajasta säädettävä uusi laki on tarpeen, koska edustajan toimintaan nykyisessä lähinnä joukkolainan ehtoihin ja erinäisiin muihin vastaaviin sopimuksiin perustuvassa ympäristössä voidaan nähdä liittyvän oikeudellista epäselvyyttä. Erityisesti edustajan toimintakelpoisuudesta ja -edellytyksistä sekä edustussuhteen pysyvyydestä on nähty tarpeen säätää lailla. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiin on nähty oikeudellisia ongelmia erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullisittomuuden näkökulmasta. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien on nähty aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä. Kyseiset oikeudelliset epäselvyydet ehdotetaan korjattavaksi esityksessä säätämällä erillislaki joukkolainanhaltijoiden edustajasta.

Suomessa yritysrahoitus on edelleen hyvin pankkikeskeistä eivätkä ulkoisen rahoituksen lähteet ole merkittävästi monipuolistuneet viime vuosina. Lisäksi pohjoismaisten joukkolainojen jälkimarkkinat ovat markkinatakauksen edellytyksiä kiristäneen pankkien vakavaraisuussäätelyn johdosta hiljentyneet Lontoossa. Kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kilpailukyvyyn edistämiseksi etenkin pk-yritysten näkökulmasta nykytilaa täydentävien vaihtoehtojen rahoituskanavien luominen ja tukeminen on tärkeää. Pk-yritysten joukkolainamarkkinoiden edistämällä voidaan osaltaan laajentaa Suomessa perinteisesti käytössä olleiden rahoituslähteiden valikoimaa. Edustajamallin oikeusvarmuuden parantamisella ja joukkolainamarkkinoiden kehittämällä voidaan lisätä kotimaisten joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta myös institutionaalisten ulkomaisten sijoittajien piirissä ja tätä kautta lisätä ulkomaisten sijoitusten ja pääoman määrää kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla.

Valtiovarainministeriössä on arvioitu, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista joukkolainamarkkinaa, sen kehittymistä ja suomalaisten yritysten varainhankintaa. Tämänkaltaisen kehityksen on arvioitu osaltaan edistävän joukkolainojen liikkeeseenlaskuja Suomessa, mistä hyötyisivät sekä rahoitusala kokonaisuudessaan että erityisesti suomalaiset pk-yritykset. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistumisen nähdään tukevan osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Rahoituskanavien kehittämällä ja joukkolainamarkkinan toimintaedellytysten tukemisella avattaisiin myös suomalaisille sijoittajille uusia sijoitusmahdollisuuksia.

Työryhmän työssä ja esityksessä on painottunut tavoite kotimaisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyyn edistamisestä, rahoitusjärjestelmän monipuolistamisesta ja joukkolainamarkkinoiden kansallisesta edistamisestä ja tukemisestä. Tavoitteena on lainsäädäntö, joka turvaa kilpailukykyisen toimintaympäristön sekä suomalaisille että ulkomaisille toimijoille ja sitä kautta mahdollisimman laajan ja hyvin kilpaillun palvelujen ja tuotteiden tarjonnan Suomessa. Arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkuuteen vaikuttaa kilpailu markkinoilla ja infrastruktuurin tehokkuus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostaminen parantaa suomalaisten yritysten pääomien saatavuutta ja toisaalta suomalaisten sijoitusmahdollisuuksia. Kansallisen lainsäädännön tulisi tukea tätä muutoskehitystä siten, että muutoskustannukset jäävät mahdollisimman pieniksi ja saavutettavissa olevat muutoshyödyt toteutuvat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.

Markkinoiden houkuttelevuuden ja kilpailukyvyyn vastinparina arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tulee myös varmistaa riittävän korkeatasoinen sijoittajansuoja. Työryhmä ei ole havainnut voimassa olevassa sääntelyssä merkittäviä sijoittajansuojan aukkoja. Monet esityksessä esitetyistä muutoksista kuitenkin parantavat sijoittajansuojaa ja lisäävät oikeus-

varmuutta. Työryhmä on kiinnittänyt erityistä huomiota mahdollisuuteen lisätä piensijoittajien osallistumista joukkolainamarkkinoille.

Edustajan toiminta on nähtävä osana laajempaa joukkolainamarkkinoiden kokonaisuutta, tois-  
taiseksi suhteellisen pienimuotoisena, mutta yhtenä suurta kasvupotentiaalia omaavista mark-  
kinoiden tehostamiseen tähtäävistä instituutioista. Edustajatoiminnan ja laajemmin joukko-  
lainamarkkinoiden kilpailukyvyyn vahvistamiseksi esityksessä on pyritty asettamaan sijoitta-  
jansuojan näkökulmasta riittävät säännökset edustajan luotettavalle sääntelylle. Myös koti-  
maisten edustustoimintaa harjoittavien elinkeinonharjoittajien suhteellisen pieni koko suhtees-  
sa muihin vakiintuneisiin joukkolainamarkkinatoimijoihin, edustajan toisain suhteellisen  
pieni rooli joukkolainamarkkinoilla ja pääsääntöisesti vähäiset hallinnolliset resurssit sekä  
toimialan suhteellisen pieni markkinaosuus joukkolainamarkkinoilla kerätystä tai välitetystä  
rahan määrästä puoltavat käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset (engl.  
*compliance cost*) minimoivaa lakitekniikkaa.

Tavoitteena on lisäksi saattaa edustajan harjoittama liiketoiminta hyväksytyksi ja säänneltyksi  
toiminta- ja elinkeinomuodoksi rahoitusmarkkinoilla. Työryhmän työssä riittäväntasoisiksi ar-  
vioitujen sijoittajansuojaa koskevien säännösten ja niiden noudattamisen varmistamiseksi sää-  
dettyjen seuraamussäännösten avulla markkinoilla tapahtuvasta toiminnasta pyritään tekemään  
läpinäkyvää ja ennakoitavaa sekä sijoittajien perustellut odotukset huomioon ottavaa. Lisäksi  
edustajaa ja sitä koskevien keskeisten määritelmien nostamisen lain tasolle voidaan arvioida  
selkeyttävän yleisön käsitystä edustustoiminnasta osana joukkolainamarkkinoiden toimintaa.

### **3.2 Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot**

Joukkolainanhaltijoiden edustajasta ei ole voimassa erillistä EU-sääntelyä, joten EU-valtioilla  
on runsaasti liikkumavaraa kansallisen toimialaa koskevan sääntelyn kehittämisessä voimassa  
olevan rahoitusmarkkinoita koskevan EU-sääntelyn asettamissa rajoissa.

Esityksessä on valittu käytettävissä olevista vaihtoehdoista sekä joukkolainanhaltijoiden edus-  
tajaa koskevan sääntelyn rakenteen että sisällön näkökulmasta ne, jotka parhaiten edistävät  
Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä lisäävien sekä hallitusohjelmaan sisältyvien ta-  
voitteiden täyttymistä. Pyrkimys joukkolainanhaltijoiden edustajan hallinnollisen taakan vä-  
hentämiseksi vastaa pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen puoliväli-istunnossa 28 päivänä  
helmikuuta 2013 tehtyä päätöstä, jossa hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana  
välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Vastaavan-  
laiset kirjaukset ovat sisältyneet myös pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan  
vuonna 2014 sekä pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmaan vuonna 2015. Myös toimijoi-  
den pieni koko ja pääsääntöisesti vähäiset (muun muassa oikeudelliset ja taloudelliset) asian-  
tuntijaresurssit puoltavat mahdollisimman yksinkertaista, käyttäjäystävällistä ja sääntelyn  
noudattamiskustannukset minimoivaa lakitekniikkaa.

Arviomuiston ja sen perusteella järjestetyn lausuntokierroksen sekä työryhmän työssä esiin  
tulneiden tulosten perusteella joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskeva erillislaki on nähty  
tarkeksi, koska edustajan toimintakentän selkeä sääntelemine edellyttää tarvetta tarkentaa  
niin tiettyjä siviilioikeudellisia säännöksiä korostuneesti juuri edustajan osalta kuin ottaa  
huomioon myös edustajan asema elinkeinopoliittisessa tarkastelussa.

Nämä näkemykset on pyritty ottamaan huomioon joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevas-  
sa erillislaissa, jossa keskeistä on edustajan nimeämisen ja edustussopimuksen sitovuuden,  
edustussopimuksesta johtuvien oikeuksien ja velvollisuuksien ja edustajan toimintaoikeuksien  
lainsäädännöllisen selkeyttämisen lisäksi myös säätää edustajan tiedonantovelvollisuudesta ja

edustajan edustusosoikeuden peruuttamisesta ja purkamisesta sekä edustajan vaihtamisesta ja eroamisesta nimenomaan sijoittajansuojan parantamisen näkökulmasta.

Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana sidotaan esityksessä rekisteröitymiseen Finanssivalvontaan. Poikkeus rekisteröintivelvollisuudesta koskee ainoastaan muutamaa harvaa tilannetta, joissa joukkolainaa tarjotaan sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 18 §:ssä tarkoitettujen ammattimaisten asiakkaiden tai mainitun lain 1 luvun 19 §:ssä tarkoitettujen hyväksyttävien vastapuolten merkittäväksi. Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (jäljempänä *ETA-valtio*) vastaavan valvontaviranomaisen myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajaa eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimiessa edustajana Suomessa. Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske myöskään toiseen ETA-valtioon tai Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön kuuluvaan valtioon sijoitautunutta elinkeinonharjoittajaa, joka toimii vain tilapäisesti edustajana Suomessa tai joka on nimetty edustajaksi suomalaisen yrityksen toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa liikkeeseen laskemaan joukkolainaan. Muuten joukkolainanhaltijoiden edustajana toimimaan haluavan elinkeinonharjoittajan on täytettävä esityksessä tarkasti määritellyt rekisteröinnin edellytykset. Samalla luodaan alan toimijoille tai markkinoille tuloa pohtiville elinkeinonharjoittajille käyttökelpoinen vaihtoehto edustustoimintaa koskevan liiketoiminnan harjoittamiseksi joukkolainamarkkinoilla suhteellisuusperiaatteen mukaisesti säänneltyinä toimijana.

Keskeisiä rajapintoja muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on esityksessä kaikkiaan kuusi. Esityksessä ehdotetaan, että edustajalla on oikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta ja nimissä sekä kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun ainakin: (i) nostaa kanteita joukkolainaa koskevissa asioissa liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta oikeudenkäymiskaassa asetetuista edellytyksistä, (ii) hakea liikkeeseenlaskijan asettamista konkurssilain mukaiseen konkurssiin sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa ja kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää liikkeeseenlaskijan konkurssissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta; ja (iii) hakea liikkeeseenlaskija yritysaneerauslain mukaiseen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan kotimaiseen tai ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn.

Lisäksi esityksessä ehdotetaan, että joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin tai vastaavaan muuhun rahoitusvälineeseen, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Joukkolainan määritelmää ei ole nähty tarpeelliseksi säätää laissa sen yleisesti tunnetuksi katsotun sisällön vuoksi, vaan se on jätetty suhteellisen avoimeksi, jotta lain soveltamisala kattaisi mahdollisimman laajasti erilaiset vieraan pääoman ehtoiset vaihdanta- ja siirtokelpoiset arvopaperit. Tältä osin esityksessä on viitattu velkakirjalakiin ja arvopaperimarkkinalakiin. Arvopapereita on mahdollista räätälöidä niiden sisällön ja niiden antamien oikeuksien osalta monin eri tavoin. Kaikki arvopaperit eivät ole arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita esimerkiksi siksi, että ne ovat lain tai sopimusmääräyksen nojalla vaihdanta- ja siirtokelvottomia ja jäävät tämän takia arvopaperimarkkinalain ja sijoituspalvelulain soveltamisalan sekä tässä laissa tarkoitetun joukkolainan käsitteen ulkopuolelle. Esityksessä ehdotetaan, että lain soveltamisala kattaa myös muut pääosin vieraan pääoman ehtoiset rahoitusvälineet kuin joukkolainat siitä riippumatta ovatko ne arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja vaihdanta- ja siirtokelpoisia vai lain soveltamisalan ulkopuolelle jääviä siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia arvopapereita taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja.

### 3.3 Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia

#### 3.3.1 Edustajarakenne ja edustajan toimintamahdollisuudet murroksessa

##### *Yleistä*

Vaikka edustajan rooli on nykyisellään pitkälti vakiintunut ja pitää sisällään muun muassa dokumentaation ja lainan tai arvopaperin ehtojen toimivuuden varmistamisen ja tulkinnan joukkolainan valmisteluvaiheessa sekä lainaehtojen toteutumisen suhteellisen passiivisen valvonnan joukkolainan voimassaoloaikana, on edustajaa arvioitu voitavan tulevaisuudessa hyödyntää myös paljon nykyistä laajemmin. Edustajan toimintamahdollisuuksien laajenemisesta on merkkejä jo nykyisessä markkinakäytännössä, kun edustaja on eri syistä kytkeyty uuden tyyppiisiin ja vanhasta toimintaympäristöstä poikkeaviin rahoitusjärjestelyihin.

##### *Kunnat, Sote-alueet ja niiden omistamat yritykset*

Suomessa Suomen kuntien ja valtion omistama luottolaitos Kuntarahoitus Oyj luotottaa suomalaisia kuntia ja kuntien omistamia yrityksiä. Suomen kuntasektorin luottokanta on yli 12 miljardia euroa. Kuntarahoitus Oyj on kuntien ehdottomasti tärkein rahoittaja ja Kuntarahoitus Oyj:n osuus kuntien ja kuntayhtymien uusista luotoista on noin 80 prosenttia. Kuntarahoitus Oyj hankkii kuntasektorille lainaamansa varat pääosin kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta eri puolilta maailmaa. Yhtiön antolainauksen edullinen hintataso perustuu sen pitkäaikaiselle varainhankinnalle myönnetyille luottoluokituksille, jotka ovat samat kuin Suomen valtiolla eli luottoluokitusyritysten Moody'sin Aaa ja Standard & Poor'sin AA+. Tämä on yksi syy siihen, että Suomessa kuntien joukkolainoissa ei yleensä käytetä edustajarakennetta, vaikka kuntien suorat joukkolainat ovatkin lisääntyneet. Sen sijaan Norjassa kaikki kunnat, kuten pääsääntöisesti muutkin liikkeeseenlaskijat, käyttävät edustajaa joukkolainoissaan. Uuden Sote-lain mukaiset itsehallintoalueet ja näiden yritykset ovat myös mahdollisia tulevia edustajapohjaisten joukkolainojen liikkeeseenlaskijoita. Esimerkiksi Turun kaupunki on vuosina 2012–2014 laskenut liikkeeseen Suomessa neljä edustajan hallinnoimaa joukkolainaa (3 x 50 miljoonaa euroa ja 20 miljoonaa euroa), joissa agentti mm. ilmoittaa vaihtuvakorkoisen korkoperustan

##### *Suoralainaus (direct lending) ja hallinnointiagenttitoiminta (facility agent)*

Hallinnointiagentti on yleensä lainanantajien nimittämä ja toimii näiden edustajana lainasopimuksen mukaan. Hallinnointiagentin tehtävä on kaikkien lainaan liittyvien hallinnollisten näkökohtien hoitaminen. Merkittävä osa hallinnointitehtävästä on helpottaa lainanantajien ja lainanottajan välistä jatkuvaa viestintää. Hallinnointiagenttina edustaja ei edusta sijoittajan laillisia oikeuksia, kuten edustajana joukkolainoissa, vaan hallinnointiagentin rooli on luonteeltaan pelkästään mekaaninen ja hallinnollinen.

Hallinnointiagenttina edustaja käyttää kaikkia lainasopimuksessa annettuja oikeuksia, valtuuksia ja harkintavaltaa, sekä kaikkia muita tilapäisiä oikeuksia, valtuuksia ja harkintavaltaa. Hallinnointiagentille tyypillisiä tehtäviä ovat:

- Viipymättä tiedon/informaation eteenpäin toimittaminen osapuolille, esimerkiksi koron laskeminen ja säännöllinen raportointi;
- Osapuolten tiedottaminen viipymättä ilmoituksen saamisen jälkeen;
- Osapuolten tiedottaminen viipymättä saatuaan tiedon maksuhäiriöistä;

- Jos määritelty lainasopimuksessa, edustaja tarkistaa myös eteenpäin toimittamiensa asiakirjojen asianmukaisuuden, virheettömyyden tai täydellisyyden;
- Rekisterien ja osapuolten yhteystietojen ylläpito; ja
- Vakuuden vapauttaminen ja täytäntöönpano ohjeiden mukaisesti.

#### *Monenkeskiset pankkilainat (bilateraaliset pankkilainat, klubilainat, syndikaattilainat)*

Syndikoitu tai monenkeskinen luotto on useamman rahoittajan yhdessä myöntämä luotto yhden yhteisen dokumentaation alla. Luoton avulla yrityksen on mahdollista hankkia rahoitusta yhdenmukaisin ehdoin useammalta rahoittajalta samanaikaisesti. Luoton hallinta, kuten nostot, takaisinmaksut ja raportointi, hoidetaan rahoittajien yhteisesti valitseman agentin kautta. Syndikoitu luotto käyttää siten samankaltaista edustajarakennetta kuin joukkolainoissa, kuitenkin niin, että yleensä edustajana toimii yksi (syndikaatti)pankeista. On kuitenkin mahdollista, että syndikoitu laina ja joukkolainat jakavat saman vakuuden, jolloin tarvitaan edustajaa hallinnoimaan vakuuksia jokaisen luotonantajakollektiivin yhteiseen lukuun. Lainanantajien ulkopuolisen edustajan käyttö mm. hallinnointirooleissa on melko yleistä Norjassa myös monenkeskisissä lainoissa.

#### *Sijoittajayhteisöjen osake- ja kommandiittimuotoinen edustuspalvelu*

Sijoitusrahastot voivat myös laskea liikkeeseen joukkolainoja edustajarakennetta käyttäen. Rahaston yksinomaisena toimialana on yleensä omistaa yhden tai useamman osakeyhtiön osakkeita, joka harjoittaa tietynlaista toimintaa, esimerkiksi metsänhoitoa, tuulivoimaa tai kiinteistösijoitusta. Joukkolainalla rahoitetaan yhtiöiden osakkeiden hankinta. Edustajan rooli on hyvin samankaltainen kuin tavallisissa joukkolainoissa, eli se toimii sijoittajien edustajana kaikissa lainaan, lainaehtoihin ja vakuuteen liittyvissä asioissa. Yhtiörakenteeksi valitaan usein kommandiittiyhtiö. Esimerkiksi Taaleri Oyj:n (ent. Taaleritehdas Oyj:n) Tuulitehdas -pääomarahaston tarkoitus on tehdä suoraan tai epäsuorasti sijoituksia tuulivoimahankkeisiin Suomessa. Se on rakennuttanut merkittävän määrän tuulivoimaa Suomeen (seuraavien vuosien aikana 100 MW). Pääomarahaston sijoituskapasiteetti on tällä hetkellä 150 miljoonaa euroa ja mukana on reilut 200 sijoittajaa. Sijoittajien etuja valvoo edustaja.

#### *Unitranche*

Unitranche-luotonanto sisältää ainoastaan yhden lainaerän, joka yhdistää seniori- ja juniorilainoja yhdeksi velkainstrumentiksi. Unitranche-luotonantoa on yleensä käytetty rahoittamaan velkarahoitteisia yritysostoja (LBO). Lainanottaja maksaa ainoastaan yhden koron yhdelle lainanantajalle, ja korkotaso asettuu yleensä seniori- ja juniorilainan välimaaston. Unitranche-luotto luotiin yksinkertaistamaan velkarakennetta ja nopeuttamaan ostoprosessia. Tämänäyttypisissä velkainstrumenteissa olisi mahdollista käyttää edustajarakennetta. Suomessa Euroloainin 26 päivänä lokakuuta 2015 julkaisema 300 miljoonan euron järjestely Pausa Capital kanssa on unitranche-muotoinen.

#### *Joukkorahoitus*

Suomessa Invesdor Oy on johtava osake- ja velkapohjaisen joukkorahoituksen palvelu. Sen perustamisesta lähtien Invesdor Oy:n ylläpitämän palvelualustan kautta on sijoitettu kesäkuun 2016 alkuun mennessä noin 15,1 miljoonaa euroa kasvuyrityksiin. Joukkolainat, joiden sijoitukset on kerätty joukkorahoituksella, eivät käytä edustajarakennetta. Syy tähän on joukkolainojen pieni koko. Esimerkiksi ICON Kiinteistörahastot Oy:n joukkolainan minimimitavoite on

vain 250 000 euroa, mikä on normaaleihin joukkolainojen liikkeeseenlaskuihin verrattuna erittäin pieni.

### *Escrow-palvelut*

Erinäiset sulkutili- eli *escrow*-ratkaisut helpottavat transaktioriskien hallintaa erityisesti kiinteistö- ja yritysjärjestelyissä. Monissa transaktioissa on tarpeen varmistaa, että ostaja- ja/tai myyjäpuolen sopimuksen mukaiset sitoumukset toteutuu. Tähän tarpeeseen osapuolet voivat käyttää luotettavaa ja riippumatonta *escrow*-agenttia riippumatta siitä että usein varsinaista edustussuhdetta ei synny.

*Escrown* rakenne ja tarkoitus vaihtelevat transaktion ja vaatimuksien mukaan. *Escrow*-ratkaisua voidaan käyttää esimerkiksi myyjäpuolella sen varmistamiseksi, että osa vastikkeesta maksetaan. Myös ns. *earn-out*-tilanteissa voidaan käyttää *escrow*-tiliä, johon osa käteisvastikkeesta talletetaan, joka sitten vapautetaan tietyn määräajan jälkeen tai sovittujen ehtojen täytyttyä. *Escrow*-palvelu toimii erityisen hyvin riippumattoman agentin toteuttamana.

### 3.3.2 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja

Esityksen näkökulmasta on keskeistä kuluttajan ja sijoittajan keskinäisen erottelun lisäksi ottaa huomioon jaottelu ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (sijoittajiin), minkä merkitys korostuu rahoitusmarkkinalainsäädännössä. Rahoitusmarkkinalainsäädännön yhdenmukaisuus ja muun muassa käsitteistön selkeyden varmistaminen ovat tarpeellisia tavoitteita lainvalmistelutyössä. Toisaalta ei ole kannatettavaa eriyttää rahoitusmarkkinasääntelyn peruskäsitteistöä laintasoisesti eri säädöksissä. Erityislainsäädännön tarpeet poiketa pääsääntöisistä käsitteiden määrittelyistä voidaan käsitellä erityisin yksityiskohtaisin poikkeuksin, jos tähän on perusteltua tarvetta.

Esityksessä ei ole tarkoitus puuttua sijoituspalvelulain 1 luvun 18 §:n määrittelyyn ammattimaisesta asiakkaasta, vaan jaotella ei-ammattimaiset asiakkaat muutamaan ryhmään. Jaotteluun ovat vaikuttaneet tavoitteet (a) sijoittajien suojaamisesta, (b) pankkirahoituksen vaikeutumisen huomioon ottamisesta ja yritysrahoituksen edellytysten varmistamisesta, (c) joukkolainamarkkinoiden edistämisestä ja (d) maltillisen pitkäaikaisen vaihtoehtoisia rahoituskanavia hyödyntävän sijoittamisen edellytysten parantamisesta. Ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmittely vastaa siten hallituksen rahoitusmarkkinoiden kehitystä koskevia tavoitteita.

Ei-ammattimaista asiakasta voidaan luonnehtia tarkemmin myös muussa rahoitusmarkkinasääntelyssä, jos siihen ilmenee tarvetta. Tällaista tarvetta ei kuitenkaan ole tiedossa. Edellä mainituista ei-ammattimaisten asiakkaiden jaotteluun liittyvistä tavoitteista ainoastaan sijoittajien suojaaminen liittyy esimerkiksi sijoituspalvelulakiin, jossa ammattimainen asiakas ja ei-ammattimainen asiakas on määritelty, joskin on esitetty, että ryhmittelemällä ei-ammattimaisia asiakkaita myös sijoituspalvelulaissa voitaisiin laajentaa merkitysijöiden (sijoittajien) piiriä osakeanneissa ja joukkolainaemissioissa ja näin edistää pitkäjänteisesti toimivien yksityissijoittajien toimintaa.

Kansainvälinen vertailu on osoittanut, että Isossa-Britanniassa käytetään käsitteitä ”*sophisticated investor*” ja ”*high net worth individual*”, Saksassa käsitettä ”*semi-professionellen Anleger*” ja Luxemburgissa käsitettä ”*well-informed investors*”. Nämä käsitteet ovat sijoittajien kokemukseen ja osaamiseen perustuvan ryhmittelyn janalla käsitteiden ammattimainen asiakas ja kuluttaja välimaastossa. Myös Suomessa on tarve ryhmitellä sääntelyssä niitä ei-ammattimaisia asiakkaita, jotka eivät ole kuluttajia. Tämän ryhmittelyn tarve korostuu erityisesti joukkolainamarkkinoilla. Erilaisia toimijoita tarkemmin arvioimalla havaitaan merkittä-

viä eroja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä. Jo kuluttajien, joiden lähtökohtaisesti edellytetään olevan luonnollisia henkilöitä, kesken ei-ammattimaiset asiakkaat vaihtelevat yksiselitteisesti kuluttajana toimimisesta ammattimaiseen sijoittajaan verrattavan tuntemuksen ja osaamisen omaavaan yksityissijoittajaan. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä heikomman osapuolen suojan taso ja sisältö poikkeaa riippuen siitä, onko sääntelyn kohteena asiakas, sijoittaja tai kuluttaja. Erot liittyvät joukkolainamarkkinoilla korostuneesti markkinoinnin, asiakkaan asianmukaisuusarvioinnin ja järjestäjäpankin selonottovelvollisuuden sääntelyyn. Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain soveltamisalalla ei ole käytännön syistä perusteltua pitäytyä tiukasti rajatuissa ei-ammattimaisen asiakkaan ja ammattimaisen asiakkaan käsitteissä.

Muussa kotimaisessa lainsäädännössä on toisaalta esim. kuluttaja-käsitettä tietyissä tapauksissa laajennettu. Vakuutuslain (543/1994) 3 §:n mukaan laki on vakuutuksenottajan hyväksi pakottava, jos vakuutuksenottaja on kuluttaja tai kuluttajaan rinnastettavissa oleva elinkeinonharjoittaja. Pakottavuussuojaa saavaan kuluttajaan rinnastetaan sellainen luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö, jonka harjoittaman elinkeinotoiminnan tai muun toiminnan laatu ja laajuus sekä olosuhteet muutoin ovat vakuutuksenantajan sopijapuolina rinnastettavissa kuluttajaan solmittaessa vakuutus sopimusta. Lain esitöissä täsmennetään, että kuluttajiin rinnastettavia tahoja vakuutus sopimuksissa ovat myös asunto-osakeyhtiöt ja useat aatteelliset yhdistykset (HE 63/2009 vp, s. 10 ja s. 15). Toisaalta säännöstä koskeva oikeuskäytäntö samoin kuin Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan (FINE) yhteydessä toimivan vakuutuslautakunnan tulkintakäytäntö on vähäistä.

Myös eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevasta hallituksen esityksestä todennut, että: ”*Toisaalta on otettava huomioon, ettei ei-ammattimaisen sijoittajan käsitettä ole määritelty tyhjentävästi EU-sääntelyssä. Tämä jättää sääntelyn toimeenpanoon kansallista harkintavaltaa, jota on aiheellista käyttää erityisesti sijoittajansuojan sallimissa rajoissa.*” (TaVM 38/2013 vp, s. 4).

Jos joukkolainamarkkinoilla hankittava ja välitettävä pääoma on tarkoitus kerätä ammattimaisilta asiakkailta ja sellaisilta ei-ammattimaisilta asiakkailta, jotka eivät ole kuluttajia, niin tällöin on keskeistä varmistua siitä, että ei-ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit ja niillä on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Riskin kantamisen edellytyksiä arvioitaessa on otettava huomioon asiakkaan kokemus sijoittamisesta, rahoitusmarkkinoiden tuntemus ja sijoitusvarallisuuden arvo.

Kaikki luonnolliset henkilöt ovat lähtökohtaisesti kuluttajia. Kuluttajan käsitteelle on olennaista, että kyseessä oleva luonnollinen henkilö hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Kyseisen määritelmän ulkopuolelle voidaan kuteinkin katsoa jäävän tiettyjä keskeisiä tahoja, jotka eivät tarvitse sen kaltaista suojaa, joka on yhdistettävissä kuluttajien suojaamiseen rahoitusmarkkinoilla. Ei-ammattimaisilta asiakkailta eli ei-kuluttajilta, joilta pääomia joukkolainamarkkinoilla kerätään, edellytetään aina lisäksi sekä sijoitusriskien ymmärtämistä että niiden kantokykyä. Komission antamissa yhteisön suuntaviivoissa valtiontuesta pk-yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi (2006/C 194/02, suuntaviivat) määritellään niin sanotut bisnesenkelit (enkelsijoittajat). Näillä tarkoitetaan taloudellisesti riippumattomia varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat itsenäisillä päätöksillä omia varojaan suoraan ja pitkäjänteisesti uusiin kasvaviin pörssissä listaamattomiin yrityksiin, ja opastavat niitä. Tavallisesti bisnesenkelit saavat vastineeksi osuuden yrityksen pääomasta, mutta ne saattavat järjestää myös muuta pitkäaikaista rahoitusta. Jos bisnesenkelit toimivat kukin erikseen mutta joku koordinoi heidän sijoituksiaan, toimintaa voidaan pitää yhteishankkeena (engl. *joint venture*). Suuntaviivoissa tarkoitettu bisnesenkeli ei voi omistaa enemmän kuin 30 prosenttia osakepääomasta eikä hä-



nellä saa olla enemmän kuin 30 prosenttia äänivallasta. Suomen bisnesenkeliä verkosto, *Finish Business Angels Network* (jäljempänä *FiBAN*), arvioi Suomessa olevan noin 300–400 bisnesenkeliä. Bisnesenkeliä Suomessa ovat FiBAN:in kautta aktivoituneet jossain määrin myös joukkolainamarkkinoilla.

Ei-ammattimaisina asiakkaina voidaan pitää ainakin sukujen omaisuudenhoitoyhteisöjä, säätiöitä ja muita yleishyödyllisiä yhteisöjä, teollisuusyhtiöiden sijoitustoimintoja (engl. *corporate venture*), kuntia sekä yliopistoja ja korkeakouluja. Näiden toimijoiden voidaan katsoa yleisesti ottaen ymmärtävän sijoitukseen liittyvät riskit, minkä lisäksi näillä lähtökohtaisesti on, toki sijoituksen koko huomioon ottaen, riittävät edellytykset kantaa sijoitukseensa liittyvä riski. Sen sijaan se, että ei-ammattimainen asiakas harjoittaa sijoittamista järjestämällä tämän toimintansa sijoitusyhtiöön tai muuhun yritysmuotoon, ei sellaisenaan osoita, että kyseinen henkilö on verrattavissa edellä tarkoitettuihin tahoihin.

### 3.3.3 Suhteellisuusperiaate

Esityksessä on monessa kohdin viitattu suhteellisuusperiaatteeseen. Suhteellisuusperiaatetta voidaan tarkastella useasta eri näkökulmasta, kuten Suomessa hallinto-oikeuden, perusoikeuksien ja hallinnollisen taakan sekä EU:n perussopimusten näkökulmasta.

Lainsäädäntövallan käyttöön kohdistuu yhtäältä Suomessa suhteellisuusperiaate, joka on yksi hallinto-oikeutemme vakiintuneista yleisistä periaatteista. Viranomaisen päätöksentekoa ja toimivallan käyttöä määrittelevä suhteellisuusperiaate edellyttää hallintolain (434/2003) 6 §:n hallinnon oikeusperiaatteiden mukaan, että viranomaistoimet ovat oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään nähden (tarkoitussidonnaisuus). Suhteellisuusperiaatetta on siten noudatettava myös esimerkiksi valtiovarainministeriön käyttäessä sille lain mukaan kuuluvaa asetuksenantovaltaa. Esityksessä valtiovarainministeriölle on ehdotettu asetuksenantovalan antamista, joten asian käsittely on tältä osin olennaista. Valtiovarainministeriön asetuksen sisältämien velvolluuksien ja rajoitusten on oltava oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin, lain mukaisiin päämääriin. Tämä tavoite on pyritty esityksessä täyttämään. Sama koskee Finanssivalvonnan lakiin perustuvien määräystenantovaltuuksien käyttöä.

Suomen perustuslain säätämistä edeltänyt perusoikeusuudistus on toisaalta edelleen korostanut ja laajentanut suhteellisuusperiaatteen merkitystä. Etenkin perusoikeuksiin kohdistuvat rajoitukset ovat mahdollisia vain, jos ne ovat oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin päämääriin. Suhteellisuusperiaatteen täyttymisen arviointi edellyttää perusoikeuksien takaamien intressien ja perusoikeuksien rajoittamisen taustalla olevien intressien painoarvon keskinäistä punnintaa.

EU:n perussopimuksissa suhteellisuusperiaatteesta määrätään EU:sta tehdyn sopimuksen 5 artiklan 4 kohdassa, jonka mukaan EU:n toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Oikeasuhteisuus tarkoittaa täten lähinnä eräänlaista ylisääntelyn kieltoa. Periaatteen toteutuminen on kytketty toissijaisuusperiaatteeseen. Näiden periaatteiden toteutumista koskevassa pöytäkirjassa (n:o 2) periaatteiden toteuttaminen on liitetty komission kuulemisvelvollisuuteen säädösvalmistelussa, ehdotusten vaikutusarviointia tukevaan kattavaan perusteluvollisuuteen ja kansallisten parlamenttien aseman varmistamiseen EU-päätöksenteossa.

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa laissa suhteellisuusperiaate liittyy erityisesti joukkolainanhaltijoiden edustajan koon, oikeudellisen ja hallinnollisen rakenteen sekä toiminnan laadun, laajuuden ja riskillisyyden huomioon ottamiseen sääntelyä sovellettaessa.

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa laissa on pyritty ottamaan huomioon joukkolainamarkkinoiden sekä erityisesti edustajan kohtaamat haasteet ja rajoittamaan mahdollisuuksien mukaan rahoitusmarkkinasääntelyn aiheuttamaa hallinnollista taakkaa ja muita haitallisia vaikutuksia kotimaisten, pääosin sangen pienten edustustoimintaa harjoittavien elinkeinonharjoittajien toimintaedellytyksille. Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa laissa suhteellisuusperiaate on otettu huomioon koko sääntelyä koskevana periaatteena. Suhteellisuusperiaate liittyy viranomaisen harkintavallan käyttöön ja sen laajamittaista soveltamista voidaan esityksen tavoitteet huomioon ottaen pitää perusteltuna.

Myös eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain säätämisen yhteydessä painottanut suhteellisuusperiaatteen merkitystä erityisesti hallinnollisen taakan keventämisen ja ylisääntelyn torjumisen näkökulmasta: ”*Jotta sääntely ei tavoitteensa vastaisesti laajenisi kattamaan myös sellaista pienimuotoisempaa toimintaa, josta ei voida ennakoida koituvan merkittävää systeimiriskin vaaraa, hallituksen esityksessä on pyritty suhteellisuusperiaatetta noudattaen rajaamaan sääntelyä. Valiokunta pitää esityksen lähtökohdista perusteltuina. Käyttämällä direktiivin suomaa kansallista harkintavaltaa (esim. hallinnollisesti kevyemmän rekisteröintimahdollisuuden käyttöönotto, oikeus markkinoida vaihtoehtorahaston osuuksia ei-ammattilaisille ja itsesääntely) uuden sääntelyn aiheuttama hallinnollinen taakka on pyritty minimoimaan ja turvaamaan erikokoisten toimijoiden kohtuulliset kilpailuedellytykset markkinoilla. Tämä on erityisen tärkeää Suomessa, sillä sijoitusmarkkinamme ovat hyvin keskittyneet ja kilpailu markkinoilla on vähäistä.*” (TaVM 38/2013 vp, s. 4)

Hallitus arvioi puoliväli-istunnossaan 28 päivänä helmikuuta 2013 hallitusohjelman toteutumisen sekä Suomen talouden tilannetta. Hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Myös olemassa olevaa sääntelytaakkaa tarkastellaan. Nämä linjaukset liittyvät huoleen hiipuneesta talouskasvusta, yritysrahoituksen saatavuuden vaikeutumisesta ja vähenevästä yrittäjyydestä. Vastaavanlaiset kirjaukset ovat sisältyneet myös pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan vuonna 2014 sekä pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmaan vuonna 2015. Myös toimijoiden pieni koko ja pääsääntöisesti vähäiset asiantuntijaresurssit (muun muassa oikeudelliset ja taloudelliset) puoltavat mahdollisimman yksinkertaista, käyttäjäystävällistä ja sääntelyn noudattamiskustannukset minimoivaa lakitekniikkaa. Suhteellisuusperiaatteen korostaminen tukee myös näitä hallituksen poliittisia tavoitteita. Hallinto-oikeudessa noudatettavan lojaliteetti-ideologian mukaisesti hallitusohjelman tai hallituksen periaatepäätösten suuntaviivat on otettava huomioon myös lainvalmistelussa.

### **3.4 Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset**

#### **3.4.1 Yleistä**

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta, joka koskee joukkolainanhaltijoiden edustajana toimivia elinkeinonharjoittajia. Lain rakenteellisina ja teknisinä esikuvina ovat joukkorahoituslaki ([x]/2016), laki eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteröinnistä ([x]/2016) ja laki vakuutusedustuksesta (570/2005). Uusi puitesääntelyyn perustuva erillislaki on perusteltu ottaen huomioon tarve korjata nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät oikeudelliset epäselvyydet edustajan toimintakelpoisuuden ja -edellytysten sekä edustussuhteen pysyvyyden näkökulmasta. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiin on nähty oikeudellisia ongelmia erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullissitovuuden näkökulmasta. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien on nähty aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä.

Lisäksi edustajatoiminnan tulevaisuudessa mahdollisesti tapahtuva monimuotoistuminen, monimutkaisuus, liityntä useaan mahdolliseen olemassa olevaan lainsäädäntökehikkoon pääasias- sa vieraan pääomanehtoisissa rahoitusjärjestelyissä sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suh- teessa muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin säänneltyihin ja valvottuihin osapuoliin edellyt- tää suhteellisuusperiaatteen mukaisesti selkeät toimintaedellytykset mahdollistavan lainsää- däntökehikon luomista edustajatoiminnan vakiinnuttamiseksi Suomessa ja riittäväntasoisten sijoittajansuojamekanismien luomiseksi erityisesti ei-ammattimaisille sijoittajille.

Keskeinen ehdotus on joukkolainanhaltijoiden edustajien rekisteröitymisvelvollisuus Finans- sivalvontaan. Esitys ei siten sisällä ehdotusta toimilupavelvollisuudesta, jota olisi toimialan ja markkinoilla toimivien palvelualustojen koko huomioon ottaen sekä markkinoille pääsyn edel- lytysten näkökulmasta pidettävä turhan raskaana menettelynä riittävän tasoisen sijoittajan- suojan saavuttamiseksi. Sääntely on muutoinkin pyritty laatimaan kevyemmäksi kuin muu ra- hoitusmarkkinoita koskeva sääntely osin edellä todetuin perustein ja osin, koska tavoitteena on monipuolistaa kotimaisia rahoitusmarkkinoita tarjoamalla uusille osin vaihtoehtoisille, mutta pääosin täydentäville rahoitusmuodoille kuten joukkolainamarkkinoille kestävä, ennakoitavat ja suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat toiminta- ja kasvuedellytykset.

#### 3.4.2 Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta

Laki jakautuu kahdeksaan lukuun, jotka koskevat yleisiä säännöksiä, joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämistä, edustussopimuksen sitovuutta ja edustajan toimintaa, joukkolainanhaltijoiden toimintaa, vakuuksia ja varojen kohtelua, vakuusagentin käyttöä kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä, oikeutta toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana, valvontaa ja seuraamuk- sia sekä erinäisiä säännöksiä. Lain 1 luvussa säädettyihin yleisiin säännöksiin kuuluvat sovel- tamisala, määritelmät sekä säännösten tahdonvaltaisuus ja pakottavuus. Vain harvat lain sään- nökset ovat pakottavia. Lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan ja vakuusagent- tiin. Määritelmät liittyvät välittömästi edustajan toimintaan.

Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan va- kuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukko- lainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään myös edustussopimuksen sitovuudesta joukko- lainanhaltijoita ja myöhempiä siirronsaajia sekä joukkolainanhaltijan velkoja kohtaan.

Lain 3 luvussa säädetään yleisluontoisesti joukkolainanhaltijoiden toiminnasta ja päätöksente- osta, lain 4 luvussa joukkolainan vakuuden perustamisesta edustajalle tai edustajana toimivalle vakuusagentille sekä lain 5 luvussa muissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä kuin joukko- lainoissa sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullissi- tovuudesta.

Lain 6 luku koskee elinkeinonharjoittajan oikeutta toimia edustajana, siihen liittyvää velvolli- suutta rekisteröityä Finanssivalvontaan sekä rekisteröinnin edellytyksiä ja rekisteristä poista- mista. Lain 7 luku koskee valvontaa, rekisterin tietojen saamista verkkopalveluna ja seura- muksia. Lain 8 luku koskee muutoksenhakua ja siirtymäsäännöksiä. Sääntely vastaa pitkälti muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä.

Työryhmä ehdottaa, että uusi lainsäädäntö tulisi saattaa voimaan mahdollisimman nopeasti ja viimeistään syyskuussa 2017.

### 3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi kahta muuta lakia, joita ovat laki Finanssivalvonnasta, laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008). Muutosehdotukset liittyvät pääosin joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain edellyttämiin teknisiin ja osin sisällöllisiin tarkistuksiin voimassa olevassa muussa lainsäädännössä.

## 4 ESITYKSEN VAIKUTUKSET

### 4.1 Taloudelliset vaikutukset

#### 4.1.1 Yleistä

Suomessa jo useampi yhtiö on käyttänyt joukkolainojensa suhteen edustajamallia, joten esitetyn lainsäädännön tarkoituksena ei ole luoda markkinoita uudelleen, vaan luoda paremmat, yhtenäisemmät ja ennen kaikkea suhteellisuusperiaatteen mukaisesti säännellyt puitteet joukkolainanhaltijoiden edustajamallin käytölle. Esitetyn sääntelyn uskotaan luovan joukkolainanhaltijoiden edustajan toiminnalle ja sitä kautta yleisemmin myös joukkolainamarkkinoille vakautta, tarjoavan nykyistä parempaa sijoittajansuojaa sekä lisäävän oikeusvarmuutta niin markkinatoimijoiden kuin viranomaisten näkökulmasta. Sääntelyllä pyritään edistämään joukkolainamarkkinoiden toimintaedellytyksiä, minkä arvioidaan välillisesti luovan vakaampaa ja kestävämpää talouskasvua, jota voidaan mitata makrotaloudellisin mittarein. Sääntelyn haittana ovat vastaavasti sääntelyn kohteina olevien toimijoiden potentiaalisesti kasvavan hallinnon ja valvonnan aiheuttamat kustannukset, jotka kohdentuvat yksipuolisesti toimialaan. Toisaalta myös nykytilanne, jossa on ilmennyt oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavia oikeudellisia ongelmia, on markkinatoimijoiden ja sääntely-ympäristön ennustettavuuden näkökulmasta ongelmallinen. Näin ollen esitetyllä sääntelyllä voidaan kokonaisuudessaan vähentää sekä toimialan että viranomaisten kustannuksia ja edistää joukkolainamarkkinoiden toimivuutta, kun toimialaa koskevat säännöt selkeytyvät lain tasolla.

Joukkolainanhaltijoiden edustajista ei ole olemassa EU-tason sääntelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan poikkeavasti. Esitys on korostuneen kansallinen lainsäädäntöratkaisu, jolla pyritään tehostamaan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja lisäämään joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta ja aktiivisuutta. Euroopan komissio ei ole näin ollen myöskään toistaiseksi tuottanut vaikutusarvioita tai sääntelyaloitteita joukkolainanhaltijoiden edustajien sääntelystä. Myöskään ESMA:n tai Euroopan pankkiviranomaisen (engl. *The European Banking Authority*, jäljempänä *EBA*) lausuntojen ja neuvojen yhteydessä ei ole julkistettu kustannus- ja hyötyerittelyjä eikä arvioita sääntelyvaihtoehtojen kokonaisvaikutuksista joukkolainanhaltijoiden edustajien osalta. Esityksen tukena ei siten ole kattavia eurooppalaisia vaikutusarvioita, kustannusvaikutusanalyysejä eikä täsmällisiä tietoja siitä, miten paljon sääntelytoimenpiteet tulevat vaikuttamaan markkinoiden toimintaan. Tämä asettaa haasteita sääntelyn vaikutusten arviointiin myös kansallisella tasolla. Vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoiden kaltaisilla varsin ohuilla, keskittyneillä ja erityislaatuisilla markkinoilla on myös sangen vaikeaa arvioida. Tätä on pyritty osaltaan kompensoimaan sangen kattavalla kansainvälisellä oikeusvertailevalla analyysillä, jossa on arvioitu edustajan tai tämän anglosaksisen vastineen *trusteen* käyttöä, sääntely-ympäristöä ja vaikutuksia seitsemässä EU- ja ETA-valtiossa sekä Yhdysvalloissa.

Esityksellä arvioidaan olevan monia erilaisia ja erisuuruisia taloudellisia vaikutuksia, joita on osin erittäin vaikea ennakoida. Sääntelyn mahdollisesti aiheuttamat vaikutukset riippuvat paljolti markkinaosapuolten omista ratkaisuista. Toisaalta esityksen uskotaan lisäävän kotimaisten joukkolainamarkkinoiden toimivuutta ja houkuttelevuutta erityisesti ulkomaisille sijoitta-

jille tarjotessaan alan toimijoille selkeät lainsäädännölliset puitteet toiminnan järjestämiselle. Esityksellä myös pyritään tarjoamaan alan toimijoille suhteellisuusperiaatteen mukaisesti hallinnollisesti kevyt ja kustannustehokas toimintamalli, jonka toivotaan houkuttelevan markkinoille myös uusia edustajatoiminnasta kiinnostuneita elinkeinonharjoittajia. Sääntelyllä edustusta koskeva liiketoiminta pyritään myös kytkemään nykyistä paremmin osaksi vakiintuneita ja säänneltyjä rahoitusmarkkinoita, mikä on omiaan lisäämään edustustoiminnan luotettavuutta.

Esitetyn lainsäädännön merkittävimmät taloudelliset vaikutukset koskevat edustajamallin osapuolia ja joukkolainoihin sijoittavia henkilöitä. Välillisiä vaikutuksia esityksellä voi olla yritysrahoitukseen yleensä, jos edustajamalli kannustaa yrityksiä lisäämään joukkolainojen käyttöä rahoituksessaan esimerkiksi pankkilainojen sijaan. Tätä kautta pankkien lainananto voi entisestään kohdentua pankkilainoja tarvitseville pk-yrityksille suurempien ja kasvuhakuisten yritysten lisätessä rahoituksen hankintaa pääomamarkkinoilta.

Esityksellä voidaankin nähdä olevan organisaatio- eikä henkilöstövaikutuksia rahoitusmarkkinoilla toimivissa yrityksissä. Ehdotetut säännökset siirtävät osakseen liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien tehtäviä joukkolainojen edustajille. Tätä kautta ehdotetulla joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevalla sääntelyllä voidaan nähdä olevan vaikutuksia toimialan työpaikkojen syntyn ja siirtymiseen. Lisäksi edustajaliiketoiminnan edistäminen saattaa edistää joukkolainamarkkinoiden toimintaa, mikä voi johtaa investointeihin, jotka voivat epäsuorasti vaikuttaa kotimaiseen työllisyyteen positiivisesti. Esityksen suorat työllisyysvaikutukset heijastuvat kuitenkin lähinnä sijoitustoimintaan liittyviin neuvonta- ja välitystoimintoihin, joiden asian- tuntijatehtävissä toimivien työllisten määrä on kuitenkin vain murto-osa kehittyvien yritysten koko työvoiman määrästä.

#### 4.1.2 Liikkeeseenlaskijat

Suomalaisten yritysten joukkolainakanta on noin 30 miljardia euroa. Suomalaisista yrityksistä noin 70—80 on laskenut liikkeeseen joukkolainoja. Näistä joukkolainoista ainoastaan pari voidaan luokitella pk-yrityksen liikkeeseen laskemaksi joukkolainaksi. Kokoluokaltansa tällaiset joukkolainat ovat keskimäärin viiden miljoonan euron luokkaa. Edustajaa hyödyntävän joukkolainan liikkeeseenlaskijan tarvitsee ainoastaan olla yhteydessä edustajaan sen toimiessa joukkolainanhaltijoiden edustajana, sen sijaan, että jokaiseen yksittäiseen joukkolainanhaltijaan tulisi olla yhteydessä erikseen. Kotimaisilla joukkolainamarkkinoilla toimii jo nykyisin joukkolainanhaltijoiden edustajia, mutta lainsäädännön täsmentyessä ja luodessa nykyistä selkeämmät oikeudelliset puitteet edustustoiminnalle voidaan olettaa, että liikkeeseenlaskijoiden uskallus käyttää edustajia nykyistä enemmän tulee tulevaisuudessa kasvamaan.

Lisäksi esitetyn lainsäädännön toivotaan kannustavan myös pk-yrityksiä joukkolainojen liikkeeseenlaskuun. Tällä hetkellä Suomessa yrityssektorilla joukkolainoja laskevat liikkeeseen pitkälti ainoastaan suuret ja kansainväliset yhtiöt. Esimerkiksi Ruotsissa myös pk-yritykset rahoittavat toimintaansa joukkolainoilla, minkä johdosta Ruotsin yrityssektorin liikkeeseenlaskijoiden määrä on ollut viisinkertainen verrattuna Suomeen. Vastaavasti liikkeeseen laskettujen joukkolainojen laskennallinen keskimääräinen koko on ollut Ruotsissa noin puolet Suomen vastaavasta. Toisin sanoen Ruotsissa yrityssektorilla lasketaan liikkeeseen enemmän joukkolainoja, jotka ovat kooltaan pienempiä kuin Suomessa. Suomessa liikkeeseen lasketuista joukkolainoista reilusti alle kymmenesosa on arvoltaan alle kymmenen miljoonaa euroa. Edustajamallin avulla yritetään rohkaista myös pienempiä yritystoimijoita laskemaan liikkeeseen joukkolainoja tarkoituksena parantaa rahoituksen saatavuutta yleisestikin yrityssektorilla.

Yritysten lisäksi myös monet julkiset tahot, kuten valtio, kunnat ja tulevaisuudessa mahdollisesti sote-alueet, voivat laskea liikkeeseen joukkolainoja. Kuntarahoitus Oyj:n ollessa osapuolena monissa kuntien joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa voidaan nähdä, että edustajamallin käyttöönotto ei ole niin yksinkertaista kuin yrityssektorilla. Kuitenkin on hyvinkin mahdollista, että edustajamalli tulee esiintymään myös julkisen puolen joukkolainoissa.

#### 4.1.3 Sijoittajat

Joukkolainoihin sijoittavat yleensä institutionaaliset sijoittajat. Yhteen koottua tietoa joukkolainoihin sijoittaneista tahoista ei ole saatavilla. Ehdotetulla joukkolainojen edustajamallin käyttämisellä on joukkolainanhaltijoiden ja muiden sijoittajien kustannuksia keventäviä vaikutuksia. Sijoittajien suhteen heidän hallinnollinen taakkansa kevenee edustajamallia käyttäessä edustajan huolehtiessa esimerkiksi saatavien perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseen laskijaan ja liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyysmenettelyistä. Lisäksi edustajan käyttäminen tehostaa liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden välistä yhteydenpitoa sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Edustajamallin käyttämisellä sijoittajapuolella päästään myös skaalaetuihin edustajan valvoessa joukkolainan ja sen liikkeeseenlaskijan toimia usean yksittäisen sijoittajan sijaan. Tällöin myös passiivisen eli usein ei-ammattimaisen sijoittajan oikeudet toteutuvat nykyistä paremmin, minkä lisäksi sijoittajansuoja on esityksen myötä yleisestikin parempi niiden joukkolainojen suhteen, joissa edustajaa käytetään.

#### 4.1.4 Edustajatahot

Suomessa toimii tällä hetkellä kaksi joukkolainojen edustajaa, mutta on toivottavaa, että esitetyn lainsäädännön tullessa voimaan edustajatoimintaa tarjoavien elinkeinonharjoittajien ja tätä kautta edustajien määrä tulee kasvamaan.

### 4.2 Vaikutukset viranomaisten toimintaan

Esityksellä ei ole merkittäviä välittömiä organisaatio- eikä henkilöstövaikutuksia muissa viranomaisissa kuin Finanssivalvonnassa. Täsmällistä arviota henkilöstövuosista ei kuitenkaan voida tehdä, koska se riippuu Finanssivalvonnan sisäisistä järjestelyistä. Esitys lisää jossain määrin Finanssivalvonnan tehtäviä. Finanssivalvonnalle tehtävän hoitamisesta aiheutuvien kustannusten arvioidaan olevan nykytilanne huomioon ottaen kohtuullisia, joskin tilannetta voidaan joutua tarkastelemaan uudestaan muutaman vuoden sisällä esityksen voimaantulon jälkeen. Tehtävän hoitamisen ei katsota edellyttävän nykyisellään lisäresursointia. Finanssivalvonnan jossain määrin lisääntyvät toimintakulut pyritään osittain kattamaan rekisteröityviltä edustajilta perittävillä vuotuisilla valvontamaksuilla.

### 4.3 Yhteiskunnalliset vaikutukset

Lisääntyneen sääntelyn mahdollisena positiivisena vaikutuksena voidaan nähdä markkinoiden toimintatapojen muuttuminen, jonka seurauksena Suomen joukkolainamarkkinat voivat monipuolistua ja kasvaa. Myös ymmärrys ja tietämys niin edustajamallista kuin joukkolainamarkkinoista voivat kehittyä. Joukkolainamarkkinoiden monipuolistuessa yrityssektorin rahoituksen saatavuus voi parantua, mikä tukee yrityssektorin kasvua ja työpaikkojen syntyä.

Voidaan nähdä, että edustajina toimivien tahojen perehtyneisyyden joukkolainamarkkinoihin, sen lainsäädäntöihin ja käytäntöihin tulee olemaan keskimääräistä syvempää kuin yksittäisen liikkeeseenlaskijan tai sijoittajan. Tätä kautta edustajan toimiessa joukkolainanhaltijoiden edustajana myös passiivisen tai ei-ammattimaisen sijoittajan oikeuksista huolehditaan nykyis-

tä paremmin. Esitys voi myös lisätä halua edustajan käyttöön tilanteissa, joissa liikkeeseenlaskija harkitsee ensimmäisen joukkolainansa liikkeeseen laskua ja tätä kautta tuoda lisää aktiivisuutta joukkolainamarkkinoille ja vastaavasti uskallusta ja varmuutta joukkolainan liikkeeseenlaskua harkitsevalle pk-yritykselle. Täten edustajamallin tuomisella joukkolainamarkkinoille voidaan nähdä olevan markkinoita tehostavaa vaikutusta. Yksityiskohtaisen joukkolainamarkkinatiedon keskittyessä edustajille markkinoilla voidaan päästä skaalaetuihin, jolloin toiminta ja resurssit joukkolainamarkkinoilla ovat nykyistä tehokkaammin järjestelty.

Esityksellä ei nähdä olevan välittömiä vaikutuksia kotitalouksien asemaan. Mahdollisia vaikutuksia kotitalouksille voi syntyä niiden toimiessa sijoittajina joukkolainoissa. Toisaalta kotitalouksien suoria sijoituksia joukkolainoihin voidaan pitää ainakin nykytilanteessa harvinaisina tapauksina. Usein kotitaloudet sijoittavat joukkolainoihin välillisesti, kuten esimerkiksi rahastojen kautta. Esityksen vaikutusten koskiessa pitkälti rahoitusmarkkinatoimijoita ja liikkeeseenlaskijoita, sillä ei nähdä olevan ympäristövaikutuksia eikä vaikutuksia eri kansalaisryhmien asemaan tai tasa-arvoon.

## 5 ASIAN VALMISTELU

### 5.1 Valmisteluvaiheet

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan sääntelyn arviointi on osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia, jotka saivat alkunsa valtiovarainministeriössä maaliskuussa 2012 valmistuneesta ns. Stadighin työryhmän ”Pääomamarkkinat ja kasvu” -raportista. Hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan marraskuussa 2013 tukea joukkolainoja koskevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. EK:n malliehdot otettiin käyttöön vuoden 2014 tammikuussa. Samaan aikaan Nasdaq Helsinki avasi Helsingin pörssiin *First North Bond Helsinki* -nimisen vaihtoehtoisen markkinapaikan joukkolainoille. Markkinapaikalle tehtäviä liikkeeseenlaskuja koskee kevyempi sääntely (ml. kevyemmät hallinnolliset vaatimukset ja velvoitteet). Hallituksen 25 päivänä maaliskuuta 2014 julkistamassa päätöksessä rakennepoliittisen ohjelman toimeenpanosta hallitus päätti edistää joukkolainamarkkinoiden toimivuutta edelleen niin, että edustajamallista aloitetaan lainsäädäntöhanke vuoden 2014 aikana.

Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto julkisti virkatyönä valmistellun arviomuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä 24 päivänä kesäkuuta 2014. Muistion tarkoituksena oli arvioida uuden kansallisen sääntelyn tarvetta ja mahdollisia sääntelyvaihtoehtoja sekä esittää alustavia luonnoksia mahdollisiksi edustajan toimintaa ohjaaviksi säännöksiksi. Tämän lisäksi muistion toivottiin herättävän keskustelua nykylainsäädäntöön sisältyvistä mahdollisista edustajamallin toimivuuteen liittyvistä puutteista ja selvittävän markkinaosapuolten, viranomaisten ja etujärjestöjen mahdollisesti toisistaan poikkeavia näkemyksiä erityislainsäädännön tarpeesta. Lisäksi keskeisenä tavoitteena oli, että edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei mahdollisesta erityislainsäädännöstä huolimatta kärsisi liikaa.

Muistion laatimisen taustalla oli osaltaan myös pk-yritysten sekä yleisemmin kasvuyritysten rahoituksen saannin tietynasteinen heikentyminen sekä oletus siitä, että toimivien markkinoiden syntymisen edellytyksenä on osapuolten selkeä käsitys markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. Tämän lisäksi arvioitiin, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista joukkolainamarkkinaa ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että Suomessa liikkeeseen laskettavaan ja suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valittaisiin myös jatkossa Suomen laki. Tämänkaltaisen kehityksen arvioitiin osaltaan edistävän joukkolainojen liikkeeseenlaskuja Suomessa, mistä hyötyisivät sekä rahoitusala kokonaisu-

nessaan että erityisesti suomalaiset pk-yritykset. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistumisen nähtiin tukevan osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Rahoituskanavien kehittämällä avattaisiin myös suomalaisille sijoittajille uusia sijoitusmahdollisuuksia.

Muistiossa tarkasteltiin yleisesti joukkolainamarkkinoita Suomessa ja Pohjoismaissa, minkä lisäksi kiinnitettiin erityistä huomiota joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämiseen liittyvään voimassa olevaan markkina- ja sopimuskäytäntöön ja niissä havaittuihin, muistiossa tarkemmin kuvattuihin ongelmiin. Joukkolainanhaltijoiden edustajan lisäksi muistiossa arvioitiin sääntelyn tarvetta syndikoidussa luotonannossa ja yleisesti muussa kollektiivisessa luotonantotoiminnassa.

Arviomuistio lähetettiin ennen julkistamistaan 24 päivänä kesäkuuta 2014 lausunnon (Valtioneuvoston hankerekisteri VM056:00/2014) lausuntopyyntöä yksilöidylle tahoille. Lausuntoaika päättyi 22 päivänä elokuuta 2014, mutta lausunnoille myönnettiin muutaman tahon esittämästä pyynnöstä lisäaikaa 5 päivänä syyskuuta 2014 saakka.

Lausuntoa pyydettiin yhteensä 35 viranomaiselta ja yhteisöltä, jonka lisäksi arviomuistio lähetettiin tiedoksi 35 yhteisölle.

Lausunnon on toimittanut 26 tahoa: Helsingin yliopisto / prof. Jarmo Tepora, Turun yliopisto / prof. Jarmo Tuomisto, Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy, Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy, Procopé & Hornborg Asianajotoimisto Oy, Roschier Asianajotoimisto Oy, Nordic Trustee Oy, CorpNordic Finland Oy, Oikeusministeriö, Työ- ja elinkeinoministeriö, Finanssivalvonta, Suomen Pankki, Kilpailu- ja kuluttajavirasto, Konkurssiasiamies, Suomen Asianajajaliitto, Elinkeinoelämän Keskusliitto ry, Finanssialan Keskusliitto ry, Finnish Business Angels Network ry, Nasdaq Helsinki Oy, Osakesäästäjien Keskusliitto ry, Suomen Pörssisäätiö, Suomen Yrittäjät ry, Työeläkevakuuttajat ry, Suomen Teollisuussijoitus Oy ja Innovaatiokeskus Tekes. Suomen Kuntaliitto on toimittanut lausunnon oma-aloitteisesti. Tämän lisäksi 3 tahoa ilmoitti, etteivät ne anna asiasta lausuntoa: Korkein oikeus, Korkein hallinto-oikeus sekä Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta ry.

Selvä enemmistö (23/26 eli noin 90 %) lausunnonantajista ilmaisi tukensa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistarpeelle. Perusteluissa oli lausunnonantajakohtaisia eroavaisuuksia, mutta keskeisenä yhdistävänä tekijänä puoltavissa lausunnoissa esitettiin tarve korjata nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät oikeudelliset epäselvyydet edustajan toimintakelpoisuuden ja -edellytysten sekä edustussuhteen pysyvyyden näkökulmasta. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiihin nähtiin oikeudellisia ongelmia erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullisittomuuden näkökulmasta. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien nähtiin aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukko-lainamarkkinoiden kehitystä.

Toisaalta monet lausunnonantajat korostivat, että mahdollisen erityislain pitäisi olla nimenomaan suppea puitelaki, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin. Erityislaila tulisi nimenomaisesti poistaa nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät epäselvyydet eikä perustaa markkinaosapuolille (liikkeeseenlaskija, sijoittaja ja edustaja) uusia vastuita tai velvoitteita. Näin ollen erityislaila ei tulisi puuttua markkinaosapuolten sopimusvapauteen kuin pakottavissa määrin, jotta edustajamalli mahdollistaisi edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä. Useat lausunnonantajat yhtyivät valtiovarainministeriön näkemykseen, jonka mukaan suppealla erityislaila ratkaistaisiin keskeiset nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät edustajamallia koskevat ongelmat, edistettäisiin



edustajamallin hyödyntämistä, parannettaisiin sijoittajansuojaa ja lisättäisiin joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta niin yritysten kuin sijoittajien näkökulmasta. Lausuntoyhteenveto ja entisen valtiovarainministeri Antti Rinteen tiedote hankkeen tilasta ja etenemisestä on julkaistu 24 päivänä marraskuuta 2014 valtiovarainministeriön Internet-sivuilla ja Valtio-neuvoston hankerekisterissä (VM056:00/2014).

Valtiovarainministeriö asetti oikeusministeriötä kuultuaan 25 päivänä helmikuuta 2015 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi sekä lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukko-lainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi. Työryhmän toimikausi alkoi 1 päivänä maaliskuuta 2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30 päivänä kesäkuuta 2016 mennessä. Työryhmälle myönnettiin 9 päivänä toukokuuta 2016 kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammikuuta 2017 saakka työn viimeistelyä varten. Työryhmä otti nimekseen Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä, lyhenteenään JLM - kehittämistyöryhmä.

Työryhmän puheenjohtajaksi kutsuttiin siviilioikeuden professori Jarno Tepora Helsingin yliopistosta. Työryhmän jäseniksi määrättiin lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju (valtiovarainministeriö) sekä kutsuttiin lainsäädäntöneuvos Pekka Pulkkinen (oikeusministeriö), lakimies Ilkka Geitlin (Työeläkevakuuttajat TELA ry), toimitusjohtaja Sari Lounasmeri (Osakesäästäjien Keskusliitto ry / Pörssisäätiö), toimitusjohtaja Leena Mörttinen (Perheyritysten liitto ry / Suomen Yrittäjät ry), lakimies Johanna Palin (Finanssialan Keskusliitto ry), lakimies Timo Rikkinen (Sampo Oyj / Elinkeinoelämän Keskusliitto ry) sekä asianajaja Helena Viita (Rochier, Asianajotoimisto Oy / Suomen Asianajajaliitto). Työryhmän työhön on jäsen Mörttisen sijaisena osallistunut toimitusjohtaja Heikki Lehtonen (Perheyritysten liitto ry / Suomen Yrittäjät ry). Työryhmän jäsenten Geitlin ja Palin pyydettyä eroa heidän tilalleen kutsuttiin päälakimies Timo Kaisanlahti (Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma / Työeläkevakuuttajat TELA ry) ja johtava laki-mies Tuomas Majuri (Finanssialan Keskusliitto ry). Työryhmän jäsen Kaisanlahden pyydettyä eroa hänen tilalleen kutsuttiin lakimies Jouni Herkama (Työeläkevakuuttajat TELA ry).

Työryhmän pysyviksi asiantuntijoiksi määrättiin finanssineuvos Urpo Hautala (valtiovarainministeriö) sekä kutsuttiin country representative, toimitusjohtaja Sami Miettinen (Nordic Trustee Oy). Työryhmän pääsihteeriksi määrättiin neuvotteleva virkamies Aki Kallio (valtiovarainministeriö) sekä sihteeriksi kutsuttiin asianajaja Mikko Heinonen (Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy / Suomen Asianajajaliitto, 16 päivästä marraskuuta 2015 alkaen Rochier, Asianajotoimisto Oy / Suomen Asian-ajajaliitto).

Työryhmä on hyödyntänyt muistionsa valmistelussa vahvennettua kirjoittajaryhmää, johon ovat osallistuneet puheenjohtaja Tepora, jäsenet Harju, Pulkkinen ja Viita, pääsihteerit Kallio, sihteerit Heinonen, sekä kutsuttuna lakimies Tuomas Toivonen (Nordea Pankki Suomi Oyj / Finanssialan Keskusliitto).

Työryhmä on pitänyt 14 kokousta. Vahvennettu kirjoittajaryhmä on tavannut 9 kertaa. Työryhmä järjesti lakiehdotuksensa luonnoksesta sidosryhmille laajan kuulemistilaisuuden 10 päivänä maaliskuuta 2016. Kuulemistilaisuuteen oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia. Kuulemistilaisuuteen osallistui puheenjohtaja Teporan, pääsihteerit Kallion ja jäsen Harjun lisäksi yhteensä 32 henkilöä, joista osa oli työryhmän jäseniä. Kuulemistilaisuudesta on laadittu yhteenveto ja siinä esitetyt kommentit on otettu työryhmän ehdotusten valmistelussa huolellisesti huomioon.

Lisäksi työryhmä on kokouksissaan kuullut asiantuntijoita seuraavasti:

- 4. kokous 3 päivänä kesäkuuta 2015: asianajajat Pekka Jaatinen ja Pauliina Tenhunen (Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy / Suomen Asianajajaliitto);
- 4. kokous 3 päivänä kesäkuuta 2015: CEO Jakob Arenander (Nordic Trustee A/S, Tanska) ja legal director Jo Forfang (Nordic Trustee ASA, Norja);
- 9. kokous 16 päivänä joulukuuta 2015: johtava asiantuntija Ville Kajala ja markkinavalvoja Marianne Demecs (Finanssivalvonta).

Työryhmän ehdotukset koskevat oikeudellisesti monimutkaista asiakokonaisuutta, joka ei perustu harmonisoituun EU-sääntelyyn vaan kansallisen lainsäädännön kehittämiseen ja siihen liittyvään harkintaan. Osa työryhmän ehdotuksista saattaa siten edellyttää uudelleenarviointia ja huolellista viimeistelyä ennen hallituksen esityksen antamista. Jatkovalmistelussa on lisäksi tarkennettava ehdotusten perusteluja ja tarvittavia siirtymäsäännöksiä. Työryhmä kuitenkin ehdottaa, että uusi lainsäädäntö tulisi saattaa voimaan mahdollisimman nopeasti ja viimeistään syyskuussa 2017. Ehdotusten kansallisten erityispiirteiden vuoksi on myös tärkeää, että jatkovalmistelu on ripeää ja mahdollisimman avointa, minkä lisäksi siinä on syytä kuulla monipuolisesti eri sidosryhmiä.

Esityksen ja hankkeen merkittävyyttä on entisestään korostanut Valtioneuvoston kanslian 28 päivänä syyskuuta 2015 julkistamaan toimintasuunnitelmaan strategisen hallitusohjelman kärkihankkeiden ja reformien toimeenpanemiseksi (Hallituksen julkaisusarja 13/2015) otettu kirjaus, jonka mukaan osana toimintasuunnitelman ensimmäistä kärkihanketta (Kilpailukyvyyn vahvistaminen elinkeinoelämän ja yrittäjyyden edellytyksiä parantamalla) ja tarkemmin sen toisena toimenpiteenä (Yritysten rahoitusaseman ja oman pääoman aseman vahvistaminen) hallitus pitää tärkeänä, että valtiovarainministeriö valmistelee hallituksen esityksen joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi lainanhaltijoiden edustajamallin avulla. Samassa yhteydessä todetaan myös, että hallitus tukee komission pyrkimyksiä pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi ja pyrkii huolehtimaan siitä, että sen käytännön toteutus parantaa myös suomalaisten pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksia, mikä osaltaan on myös kotimaisen joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan esityksen tavoite yhdessä joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muuta työtä koskien joukkolainamarkkinoiden kehittämistä.

## **5.2 Lausunnot hallituksen esitysluonnokseen ja niiden huomioon ottaminen**

Hallituksen esitysluonnoksesta laiksi joukkolainanhaltijoiden edustajaksi pyydettiin lausuntoja [oikeusministeriö, sosiaali- ja terveysministeriö, työ- ja elinkeinoministeriö, Suomen Pankki, Finanssivalvonta, kilpailu- ja kuluttajavirasto, Patentti- ja rekisterihallitus, tietosuojavaltuutettu, Etelä-Suomen aluehallintovirasto, Elinkeinoelämän keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto FK, Keskuskauppakamari, Osakesäästäjien keskusliitto, Perheyrittäjien liitto, Pörssisäätiö, Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK, Suomen Asianajajaliitto, Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA, Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen Yrittäjät ja Työeläkevakuuttajat TELA], josta lausunnon antoivat määräaikaan 9 päivään syyskuuta 2016 mennessä [oikeusministeriö, sosiaali- ja terveysministeriö, työ- ja elinkeinoministeriö, Suomen Pankki, Finanssivalvonta, kilpailu- ja kuluttajavirasto, Patentti- ja rekisterihallitus, tietosuojavaltuutettu, Etelä-Suomen aluehallintovirasto, Elinkeinoelämän Keskusliitto EK, Finanssialan Keskusliitto FK, Keskuskauppakamari, Osakesäästäjien keskusliitto, Perheyrittäjien liitto, Pörssisäätiö, Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK, Suomen Asianajajaliitto, Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA, Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen Yrittäjät ja Työeläkevakuuttajat TELA.]

[Selvä enemmistö [x] lausunnonantajista ilmaisi tukevansa / vastustavansa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaa esitystä ja sen tavoitteita. Perusteluissa oli lausunnonantajakoh-  
taisia eroavaisuuksia, mutta keskeisenä yhdistävänä tekijänä puoltavissa lausunnoissa esitettiin  
tarve [x]. Vastaavasti vastustavissa lausunnoissa korostettiin [x]. Lisäksi valtiovarainministe-  
riön huomiota kiinnitettiin [x].]

[Toisaalta monet lausunnonantajat korostivat, että erityislain pitäisi [x].]

[Valtiovarainministeriö on järjestänyt sidosryhmille laajan kuulemistilaisuuden lausuntopa-  
lautteella täydennetystä hallituksen esitysluonnoksesta lausuntokierroksen jälkeen [x] päivänä  
[x]kuuta 2016.]

[Kuulemis- ja lausuntopalaute on pääosin pyritty ottamaan huomioon esityksen jatkovalmiste-  
lussa. Erityisesti seuraavat kuulemisissa ja lausunnoissa esiin tulleet asiat on käsitelty katta-  
vasti esityksen jatkovalmistelussa [x].]

## **6 MUITA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA**

Riippuvuus muista esityksistä

Esitys ei välittömästi liity muihin hallituksen esityksiin.

Kansainväliset velvoitteet

Esitys ei sellaisenaan perustu EU:n sääntelyyn, vaan kansalliseen harkintaan, joka pohjautuu  
laajaan eurooppalaiseen lainsäädännön vertailuun.

## YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT

### 1 Lakiehdotusten perustelut

#### 1.1 Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta

##### 1 luku Yleiset säännökset

Lukukohtaiset perustelut. Lain 1 luvussa säädetään lain soveltamisalasta, keskeisistä määritelmistä sekä lain tahdonvaltaisuudesta ja pakottavuudesta. Lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan ja vakuusagenttiin. Laki on pääosin tahdonvaltainen, mutta eräät säännökset on säädetty pakottaviksi. Määritelmät liittyvät välittömästi edustajan toimintaan.

**1 §. Soveltamisala.** Pykälässä säädetään lain soveltamisalasta. Pykälän *1 momentin* mukaan lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan. Laki soveltuu edustajaan joukkolainojen liikkeeseenlaskun yhteydessä sekä edustussopimuksen ja liikkeeseen lasketun joukkolainan voimassaoloaikana. Laki soveltuu tietyiltä osin myös tilanteisiin, joissa edustaja joutuu konkurssiin, saneerausmenettelyyn, yksityishenkilön velkajärjestelyyn tai muuhun soveltuvaan koti- tai ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn tai toimii hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Edustajamallin toimivuudelle on olennaista, että edustaja pystyy huolehtimaan joukkolainanhaltijoiden puolesta saatavan perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelystä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi ja saneerausmenettely.

Pykälän sanamuoto jättää lain soveltamisalan tarkoituksella avoimeksi. Tästä huolimatta lain soveltuminen edustajaan edellyttää tietynasteista riittäväksi arvioitavaa liityntää Suomeen. Liityntä katsotaan riittäväksi, mikäli joukkolainanhaltijoiden ja niiden edustajan välistä suhdetta tulee tapauskohtaisesti arvioida Suomen lain näkökulmasta. Riittäväntasoisena liityntänä Suomeen voidaan pitää sitä, että joukkolainan ehdot tai muu joukkolainaan liittyvä sopimus (jäljempänä *edustussopimus*) on tehty Suomen lain mukaan. Riittävän liitynnän vaatimus voi esimerkiksi täytyä tilanteissa, joissa liikkeeseenlaskijana on yritys, jonka kotipaikka on Suomessa, ja liikkeeseenlasku on myös toteutettu Suomessa. Myös tilanteet, joissa liikkeeseenlaskussa käytetään vakuutena omaisuutta, jota koskevien riitojen oikeuspaikka on Suomi, tai joissa perustetun vakuusoikeuden oikeusvaikutusten tehokkuus määrittyy Suomen lain nojalla, voivat täyttää riittävän liitynnän vaatimuksen. Tällaisena vakuusomaisuutena voidaan pitää esimerkiksi Suomessa sijaitsevia kiinteistöjä ja suomalaisten yhteisöjen arvosuusjärjestelmän ulkopuolella olevia osakkeita tai muita omistus- tai velkaosuuksia. Riittävän liitynnän vaatimusta voi kuitenkin tietyissä tilanteissa olla tarpeen arvioida tapauskohtaisesti kiinnittämällä kokonaisarvostelussa huomiota muun muassa siihen, onko olemassa seikkoja, jotka liittävät edustajan ja edustussopimuksen kohteena olevan joukkolainan kokonaisuus huomioon ottaen Suomeen.

Liityntä viittaa kansainväliseen yksityis- ja prosessioikeuteen, jossa on kysymys tiettyjen kansainvälisluontoisia liittymiä omaavien asioiden ratkaisemisen perusteista sekä ratkaisuvallan jaosta erityisesti päätösten täytäntöön pantavuuden näkökulmasta eri maissa. Kansainvälisyksityisoikeudelliset lainvalintasäännöt määrittelevät sovellettavan lain erilaisten liittymäseikkojen avulla, jotka voivat määrittyä esimerkiksi sopimustyyppin, kiinteän omaisuuden sijaintipaikan (*lex rei sitae*), yhtiön kotipaikan tai irtaimen esineen kaupassa myyjän kotimaan lain mukaan. Lain kansainvälisyksityisoikeudellisen soveltumisen näkökulmasta keskeiset säännökset ovat Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EY) N:o 593/2008, 17.6.2008, sopimusvelvoitteisiin sovellettavasta laista eli niin sanotussa Rooma I -asetuksessa sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EY) N:o 864/2007, 11.7.2007, sopimukseen perustu-

mattomiin velvoitteisiin sovellettavasta laista eli niin sanotussa Rooma II -asetuksessa. Rooma I -asetusta sovelletaan erilaisiin sopimusvelvoitteisiin, joskin vain, mikäli muista yleissopimuksista tai EU:n oikeudesta ei muuta johdu. Haagin yleissopimus trust-instituutioihin sovellettavasta laista ja ulkomaisten trustien tunnustamisesta (engl. *Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*) liittyy keskeisesti lain soveltamisalaan sisältönsä puolesta, mutta sen käytännön merkitys on jäänyt kansainvälisessä mittakaavassa vähäiseksi. Tämä johtuu siitä, että yleissopimuksen on ratifioinut vain 12 maata. Suomi ei ole liittynyt sopimukseen eikä sillä ole vaikutusta ehdotettavan lain soveltamisalaan. Soveltamisalan määrittelyllä ei pyritä puuttumaan voimassaoleviin kansainvälisyksitysoikeudellisiin lainvalintaa määrittäviin säännöksiin tai sopimuksiin, vaan ainoastaan täydentämään ja täsmentämään voimassa olevaa suomalaista sääntelyä tilanteissa, joissa edustajaan liittyvää järjestelyä tai jotain sen osaa tulisi lähtökohtaisesti tarkastella Suomen lain näkökulmasta.

Pykälän 2 momentin mukaan lain 5 lukua sovelletaan muussa kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä kuin joukkolainassa käytettävään vakuusagenttiin, jollei toisin ole sovittu. Vakuusagentin nimeämisestä ja tämän tehtävistä säädetään tarkemmin 5 luvussa, jossa säädetään vakuusagentin käytöstä muissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä kuin joukkolainoissa. Lakia sovelletaan myös edustajana toimivaan vakuusagenttiin (engl. *security agent*), jos vakuusagentin nimeämisestä on sovittu, ja edustajan asemesta nimenomaan erilliselle vakuusagentille annetaan tehtäväksi joukkolainan vakuuksien hallinnointi kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun (engl. *for the benefit of all bondholders*). Säännöstä ei ole tarkoitettu tyhjentäväksi, vaan sillä halutaan ainoastaan selventää, että edustajaa koskevia säännöksiä voidaan soveltaa vakuusagenttiin tai vakuuksia kaikkien luotonantajien yhteiseen lukuun hallinnoivaan vakuusagenttina toimivaan edustajaan.

Pykälän 3 momentin mukaan laissa joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin tai vastaavaan muuhun rahoitusvälineeseen, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Joukkolainan määritelmää ei ole tarpeen säätää laissa sen yleisesti tunnetuksi katsotun sisällön vuoksi, vaan on syytä jättää käsite suhteellisen avoimeksi, jotta lain soveltamisala kattaisi mahdollisimman laajasti erilaiset vieraan pääoman ehtoiset vaihdanta- ja siirtokelpoiset arvopaperit. Arvopapereita on mahdollista räätälöidä niiden sisällön ja niiden antamien oikeuksien osalta monin eri tavoin. Kaikki arvopaperit eivät ole arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettuja arvopapereita esimerkiksi siksi, että ne ovat lain tai sopimusmääräyksen nojalla vaihdanta- ja siirtokelvottomia ja jäävät tämän takia arvopaperimarkkina- ja sijoituspalvelulain (747/2012) soveltamisalan sekä tässä laissa tarkoitettun joukkolainan käsitteen ulkopuolelle. Tällaisia arvopapereita voidaan kuitenkin hyödyntää monella tavalla erityyppisissä rahoitusjärjestelyissä, joissa myös edustajan käyttäminen voi olla järjestelyn osapuolten edun mukaista. Tavoitteena on selkeyttää lain soveltamisalaa tiettyihin vieraan pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin, mutta samalla vähentää lain vaikutusta olemassa olevaan markkina- ja sopimuskäytäntöön. Käytännössä säännöksellä laajennetaan lain soveltamisalaa myös muihin pääosin vieraan pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin kuin joukkolainoihin siitä riippumatta ovatko ne arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettuja vaihdanta- ja siirtokelpoisia vai lain soveltamisalan ulkopuolelle jääviä siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia arvopapereita taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja.

Sijoituspalvelulaissa käytetään yleisesti termiä sijoituskohde. Tällaisia muita sijoituskohteita ovat perinteisen tulkinnan mukaan muut kuin arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettut arvopaperit, jotka ovat usein esimerkiksi sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain (622/1947) 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja, osakeyhtiölaissa (624/2006) tarkoitettuja yksityisen osakeyhtiön osakkeita silloin, kun ne eivät ole oikeuksiltaan samansisältöisiä tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä (389/1988) tarkoi-

tettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita voivat lisäksi olla esimerkiksi tapauskohtaisesti räätälöidyt tuotto-osuudet sekä golf- tai viikko-osakkeet. Muu sijoituskohde on kansallinen käsite eikä sellaisenaan sisälly Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta eli ensimmäisen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (engl. Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EY, jäljempänä MIFID I) mukaisiin rahoitusvälineisiin eikä näin ollen ole myöskään MIFID I:n soveltamisalan piirissä. Kansallisena ratkaisuna on, muun muassa asianmukaisten menettelytapojen noudattamisen varmistamiseksi, ulotettu sijoituspalvelulaissa oheispalveluja koskeva sääntely myös muuhun sijoituskohteeseen. Muu sijoituskohde voi myös sisältää esimerkiksi erilaisia lainaratkaisuja, kapitalisaatio-sopimuksia ja taide-esineitä. Lain 1 §:n 3 momentin mukaan myös muu sijoituskohde, silloin kun se on pääasiassa vieraan pääoman ehtoinen arvopaperi, voi kuulua lain soveltamisalan piiriin siitä huolimatta, ettei se sisällöltään vastaa joukkolainan määritelmää. Tällainen soveltamisalan laajennus rajaa kuitenkin esimerkiksi selkeästi oman pääoman ehtoiset sijoituskohteet kuten osakeyhtiöiden osakkeet ja kokonaan muuntuyppiset sijoituskohteet, kuten taide-esineet sekä golf- tai viikko-osakkeet lain soveltamisalan ulkopuolelle.

**2 §. Määritelmät.** Pykälässä säädetään 3-kohtainen luettelo edustajan toimintaan välittömästi liittyvistä käsitteistä, kuten edustajasta, edustussopimuksesta ja kollektiivisesta rahoitusjärjestelystä.

Edustajan ja sen toimintaan liittyvien yksityiskohtaisten ja yksiselitteisten laintasoisten määritelmien laatiminen on vaikeaa, koska toimintaa ja edustajainstituution analogista soveltamista ei tule liian tarkkarajaisen määritelmien kautta rajoittaa mahdollisimman laajan markkinaosapuolten välisen sopimusvapauden hyödyntämisen mahdollistamiseksi. Lisäksi on nähtävissä, että edustajan käyttömahdollisuudet erilaisissa rahoitusjärjestelyissä, kuten joukkorahoituksessa sekä muussa innovatiivisessa ja pankkilainalle vaihtoehtoisessa rahoituksessa, ovat jo nyt selvästi laajentuneet ja todennäköisesti tulevat laajentumaan tulevaisuudessa muun muassa rahoitusmarkkinoiden digitalisoitumisen ja tästä johtuvan murroksen seurauksena. Näin ollen edustajan toimintaa ei tule pyrkiä rajaamaan pelkästään joukkolainamarkkinoilla tapahtuvaan toimintaan, vaan se on jätettävä mahdollisuuksien mukaan avoimeksi, jotta edustajaa voidaan hyödyntää laajasti erityyppisissä rahoitusjärjestelyissä. Määritelmät ovat kuitenkin hyödyllisiä edustajainstituution vakiinnuttamiseksi kotimaiseen lainsäädäntökehikkoon erityisesti rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta.

Edustajasta on monissa yhteyksissä puhuttu englannin kielessä ja muissa anglosaksisissa *common law* -pohjaisissa oikeusjärjestelmissä vakiintuneella termillä ”*trustee*”, joka perustuu anglosaksiseen trust-instituutioon. Kotimaisessa keskustelussa samankaltaisesta, mutta oikeudellisesti huomattavasti erilaiseen järjestelyyn perustuvasta asiasta on eri yhteyksissä käytetty termiä ”*luottamusmies*”, ”*agentti*” tai ”*asiamies*”. Agentilla on viitattu erityisesti syndikoidun luotonannon yhteydessä toimivaan vakuusagenttiin, joka hallinnoi sopimussuhteen perusteella vakuuksia kaikkien luotonantajien yhteiseksi hyväksi. Englanninkielisessä Suomen lain mukaisessa joukkolainoista koskevassa dokumentaatioissa on erityisesti Elinkeinoelämän keskusliitto ry:n vuoden 2014 alussa julkaisemien malliehtojen jälkeen viitattu sangen vakiintuneesti edustajaan (engl. *agent / bondholders' representative*). Terminologia on näin ollen ollut Suomessa toistaiseksi vakiintumaton, mikä puoltaa keskeisten edustajainstituutioon liittyvien käsitteiden laintasoista määrittelyä.

Edustajan määritelmällä pyritään selventämään edustajan suhdetta joukkolainanhaltijoihin. Tämä suhde perustuu edustussopimukseen, jolla edustajan toiminnasta sekä oikeuksista ja

velvollisuuksista sovitaan edustajan ja joukkolainanhaltijoiden (sijoittajien) kesken. Varsinainen edustajan nimeäminen tapahtuu Suomessa tyypillisesti liikkeeseenlaskijan ja edustajan välisessä sopimuksessa (agenttisopimus), jossa edustaja sitoutuu toimimaan tulevassa liikkeeseenlaskussa joukkolainanhaltijoiden edustajana. Agenttisopimus edeltää usein ajallisesti joukkolainan ehtojen voimaantuloa. On kuitenkin myös mahdollista, että edustaja nimetään vasta joukkolainan merkitsemisen ja joukkolainan ehtojen voimaantulon jälkeen. Edustajan nimeämisajankohdalla ei kuitenkaan ole suoraa oikeudellista vaikutusta edustajan ja joukkolainanhaltijoiden väliseen suhteeseen. Edustajan rooli ja tehtävän sisältö määräytyvät käytännössä edustussopimuksessa, joka tulee joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta sitovaksi siinä vaiheessa, kun nämä ovat kyseiset joukkolainan ehdot hyväksyneet esimerkiksi merkitsemällä osuuden joukkolainasta sen liikkeeseenlaskun yhteydessä tai hankkimalla osuuden joukkolainasta jälkimarkkinoilta. Edustajan nimeäminen muodostuu käytännössä monenkeskisestä sopimuskokonaisuudesta, jonka sisällössä voi yksittäisen joukkolainan liikkeeseenlaskusta, osapuolista ja järjestelyn tapauskohtaisista erityispiirteistä johtuvista syistä olla suuria eroavaisuuksia eri liikkeeseenlaskujen kesken.<sup>1</sup>

Edustussopimuksella viitataan laajasti joukkolainan ehtoihin tai muuhun joukkolainaan liittyvään sopimukseen, jolla on sovittu edustajan toiminnasta sekä tämän oikeuksista ja velvollisuuksista suhteessa joukkolainanhaltijoihin. Edustussopimuksessa, sen nimestä ja muodosta riippumatta, edustaja sitoutuu usein omista nimissään joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun huolehtimaan joukkolainanhaltijoiden kulloistenkin oikeuksien ja velvollisuuksien toteutumisesta suhteessa liikkeeseenlaskijaan. Joukkolainan liikkeeseenlaskussa voi lisäksi olla nimettyinä useita edustajia eri rooleissa, jolloin on mahdollista, että joku nimetyistä edustajista toimii myös vakuusagenttina varsinaisen edustajatoimensa ohella tai sijaan.

Joukkolainat ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja ja voimassaoloajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) arvopapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin osiin velkakirjoiksi tai joukkolainan osuuksiksi. Joukkolaina voi olla vaihtuva-, kiinteä- tai nolllakorkoinen taikka sidottu indeksiin. Joukkolainojen voimassaoloaika on tyypillisesti muutamasta vuodesta kymmeneen vuoteen. Joukkolaina-termiä ei itsessään ole määritelty suomalaisessa lainsäädännössä, vaikka siihen viitataan laajasti erityisesti katettujen joukkolainojen osalta kiinnitysluottopankkitoiminnasta annetussa laissa (688/2010). Tässä yhteydessä katettu joukkolaina on kuitenkin vain yksi joukkovelkakirjalainan muoto kyseisen lain 2 §:n 5 kohdan mukaisesti. Joukkovelkakirja-termiä käytetään puolestaan velkakirjalain 34 §:ssä sekä arvopaperimarkkinain 2 luvun 1 §:n 1 momentin 2 kohdassa ja 8 luvun 4 §:ssä. Joukkolainaa voidaan kuitenkin yleisesti ottaen pitää vakiintuneena käsitteenä markkinoilla, ja sen voidaan osin katsoa korvanneen vanhahtavan ja pitkän joukkovelkakirjalainan (tai sen lyhenteen jvk-lainan) markkinoilla yleisesti käytössä olevassa terminologiassa. Uudistuneen ilmaisun vuoksi joukkolainan käsitettä käytetään yleisesti joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain tasolla.

Joukkolainaa ei ole sen markkinoilla jo vakiintuneen sisällön vuoksi tarpeen määritellä lain tasolla. Markkinoilla vakiintunutta nykyaikaista terminologiaa on kuitenkin mahdollista tukea lainsäädännöllisellä ratkaisulla ottamalla joukkolainaa koskevaa määrittelyä lakiesityksen perusteluihin. Tässä yhteydessä joukkolainalla tarkoitetaan velkakirjalain 34 §:ssä tarkoitettua arvopaperia tai ulkomaisen lain mukaista liikkeeseen laskettavaa vaihdantakelpoista joukkovelkakirjalainaa taikka vastaavaa muuta vieraan pääoman ehtoista vaihdantakelpoista arvopaperia. Kyseessä on lähtökohtaisesti vieraan pääoman ehtoinen vaihdanta- ja siirtokelpoinen

---

<sup>1</sup> Toinen velkojakollektiivi jakamassa samaa vakuutta, jolloin vakuudensaajien välisistä suhteista sovitaan velkojien välisessä sopimuksessa (engl. *Intercreditor Agreement*) ja mahdollinen tilanne, jossa pankki ottaa joukkolainan ensimarkkinoilta taseeseensa (engl. *underwriting*) ja myy edelleen jälkimarkkinoille (engl. *Subscription Agreement*).

arvopaperi. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan arvopaperilla tarkoitetaan sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Arvopaperimarkkinalakia koskevassa hallituksen esityksessä arvopaperin käsitteen todetaan vastaavan asiallisesti MIFID:n I 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaa sekä liitteen 1 C osan 1 kohdan käsitettä ”siirtokelpoinen arvopaperi”. Määritelmään sisältyvät rahoitusvälineet ovat siirtokelpoisia ja niiden tulee soveltua vaihdannan kohteeksi pääomamarkkinoilla, minkä MIFID I mainitsee arvopaperin edellytykseksi. Säännös sisältää lisäksi edellytyksen, että arvopaperin tulee olla lajiesineen luonteinen eli arvopapereita voidaan tuoda vaihdannan piiriin useiden toisiinsa nähden samansisältöisten arvopaperien kanssa.

Uuden 3 päivänä tammikuuta 2018 sovellettavaksi tulevan rahoitusvälineiden markkinat -asetuksen (engl. *Markets in Financial Instruments Regulation*, ((EU) No 600/2014), jäljempänä *MIFIR*) johdosta joukkolainat tulevat tarkan instrumenttikohtaisen EU-tasaisen luokittelun kohteeksi. Tavoitteena on lisätä joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvyyttä ja ulottaa nykyisin osakemarkkinoilla käytössä oleva läpinäkyvyyssääntely soveltuvin osin joukkolainamarkkinoille. MiFIR luokittelee arvopaperit oman pääoman ehtoihin (engl. *equity*) sekä muihin kuin oman pääoman ehtoihin (engl. *non-equity*) arvopapereihin, joihin joukkolainat kuuluvat yhdessä johdannaisten ja strukturoitujen sijoitustuotteiden kanssa. Lisäksi joukkolainojen jaotellulla instrumenttikohtaisesti likvideihin ja ei-likvideihin instrumentteihin on olennainen merkitys joukkolainojen jälkimarkkinoihin.

MIFID I tai muutkaan rahoituspalveluja koskevat direktiivit eivät määrittele siirtokelpoisen arvopaperin siviilioikeudellisia edellytyksiä. Laissa tarkoitettuihin arvopapereihin sisältyvät edelleen ne arvopaperit, joilla on Suomen lain mukaiset vaihdantakelpoisten arvopaperien tunnusmerkit. Siviilioikeudessa arvopaperilla ymmärretään vakiintuneesti asiakirjaa, jonka hallinta on sen osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys. Vaihdantakelpoisuudella tarkoitetaan lähinnä sitä, että arvopaperin luovutuksensaajaa suojataan velkakirjalain 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevien säännösten tai muiden niitä vastaavien säännösten nojalla. Velkakirjalain säännökset ja periaatteet voivat tulla sovellettaviksi analogisesti tai lakiin perustuen myös muihin pääomamarkkinoilla kehittyneisiin rahoitusvälineisiin. MIFID I:n siirtokelpoisia arvopapereita koskeva esimerkkiluettelo on kirjoitettu avoimeksi ja sen alaryhmien sisällöt ovat keskenään päällekkäisiä. Arvopaperi voi olla muun kuin Suomen siviilioikeuden alainen ja silti kuulua arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan lain tarkempien lukukohtaisten soveltamisalasäännösten mukaisesti.

Lähtökohtana Suomen laissa on, että rahoitusväline tai yleisemmin arvopaperi on siirto- ja luovutuskelpoinen. Perinteisesti arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmän ulkopuolelle jäävinä arvopapereina on pidetty muun muassa lain tai sopimuksen perusteella luovutusrajoituksen kohteena olevia siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia arvopapereita taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja, kuten usein esimerkiksi sopimusperusteisten luovutusrajoitusten kohteena olevia velkakirjalain 3 luvussa tarkoitettuja tavallisia velkakirjoja, osakeyhtiölaissa tarkoitettuja yksityisen osakeyhtiön osakkeita silloin, kun ne eivät ole oikeuksiltaan samansisältöisiä, tai laissa avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Luettelo ei ole tyhjentävä, vaan siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia arvopapereita taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja voidaan räätälöidä monin eri tavoin. Kyseiset rahoitusvälineet ovat siirtokelvottomuuden lisäksi usein keskenään erisisältöisiä eivätkä täytä arvopaperille asetettua samansisältöisyyden vaatimusta, mikä osaltaan voi rajata ne arvopaperimarkkinalain arvopaperin määritelmän ulkopuolelle. Toisaalta myös siirtokelvottomien tai rajoitetusti siirtokelpoisten arvopaperien taikka muiden vastaavien sijoitusinstrumenttien yleisseuraanto on mahdollinen, toisin sanoen luonnollisten henkilöiden kohdalla perimys ja yhteisöjen kohdalla sulautumisen



kautta tapahtuva siirto. Siirtokelvottomuus tai rajoitettu siirtokelpoisuus ovat poikkeuksia arvopaperin vapaata luovutettavuutta koskevasta pääsäännöstä.

Joukkolaina voitaisiin määritellä myös viittaamalla arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettuun arvopaperiin sekä jossain määrin myös 3 kohdassa tarkoitettuun muuhun arvopaperiin, joka oikeuttaa hankkimaan tai myymään 1 tai 2 kohdassa tarkoitettua arvopaperin, tai ulkomaisen lain mukaiseen liikkeeseen laskettavaan vaihdantakelpoiseen velkakirjaan tai vastaavaan muuhun arvopaperiin. Joukkolaina voi olla joko vakuudellinen tai vakuudeton. Arvopaperimarkkinalakia koskevan hallituksen esityksen (HE 32/2012 vp, s. 101) mukaan arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin 2 kohtaan sisältyvät suomalaisten julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden ja muiden niitä vastaavien sekä suomalaisten että ulkomaisten yhteisöjen liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat ja muut velkasitoumukset sekä näistä annetut talletustodistukset siinä laajuudessa kuin vaihdantakelpoisuuden edellytykset täyttyvät siviilioikeudellisen ja asianomaisen yhteisöoikeudellisen lainsäädännön mukaisesti. Vastaavasti 3 kohtaan kuuluvat kohdan 2 osalta käsiteltyjen arvopapereiden lisäksi sellaiset siirtokelpoiset arvopaperit, jotka oikeuttavat hankkimaan tai myymään suomalaisten julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden osakkeita sekä muita vastaavia arvopapereita, jotka tuottavat osuuden yhtiön pääomaan sekä vastaavien ulkomaisten osakeyhtiöiden ja muiden yhtiöiden osakkeet ja osuudet sekä näistä annetut talletustodistukset (arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin 1 kohta). Näitä voivat olla erilaiset osto-, vaihto-, myynti-, merkintä- ja tuotto-oikeudet, jotka liittyvät yhtiön velkaan tai omaan pääomaan. Esimerkkejä tällaisista ovat erilaiset osakeoikeuksiin liittyvät todistukset. Arvopaperit voivat vaihtoehtoisesti olla sellaisia, että ne johtavat käteissuoritukseen, joka määräytyy siirtokelpoisten arvopapereiden, valuuttojen, korkojen tai tuottojen, hyödykkeiden taikka muiden indeksien tai mittareiden perusteella. Esimerkkinä tällaisista ovat warrantit. Arvopaperimarkkinalain joukkolainaan viittaavat säännökset ovat kuitenkin paikoin liian laajoja, koska osa niistä sisältää korostuneesti oman pääoman ehtoisia elementtejä, eivätkä ne sellaisenaan kaikilta osin täytä vieraan pääoman ehtoisen arvopaperin, kuten joukkolainan, sisällöllisiä kriteerejä. Arvioitaessa joukkolainaa vieraan pääoman ehtoisena arvopaperina säännöksillä voi kuitenkin olla tietyissä tilanteissa tulkinnallista merkitystä erityisesti silloin, kun ne viittaavat pääosin vieraan pääoman ehtoiseen arvopapereihin.

Käytännössä joukkolaina koostuu joukkolainan osuuksista, jotka ovat velkakirjalain 34 §:ssä tarkoitettuun arvopaperiin tai ulkomaisen lain mukaiseen liikkeeseen laskettuun vaihdantakelpoiseen joukkovelkakirjalainaan taikka vastaavaan muuhun vieraan pääoman ehtoiseen vaihdantakelpoiseen arvopaperiin kuuluvia yksittäisiä arvopapereita. Joukkovelkakirjat ovat velkakirjalain 2 luvun mukaisia siirto-, vaihdanta- ja luovutuskelpoisia juoksevia velkakirjoja tai vaihtoehtoisesti niiden arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n mukaisia vastaavia arvosuuksia, jotka liikkeeseenlaskija on laskenut liikkeeseen mainitun lain 2 luvun 5 §:n mukaisella säännellyllä markkinalla tai lain 2 luvun 9 §:ssä tarkoitettussa monenkeskisessä kaupan-käyntijärjestelmässä.

Paperimuotoisten joukkolainojen liikkeeseenlasku on ammattimaisessa sijoitustoiminnassa harvinaista. Pääsääntöisesti arvopaperimarkkinoilla vaihdantaan tarkoitettua joukkolainaa laskeaan liikkeeseen dematerialisoituina arvosuuksina. Jos liikkeeseenlasku tapahtuu Suomessa, arvosuuksien käsittelyyn sovelletaan lakia arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (749/2012) ja tilimerkintöjen oikeusvaikutuksiin lakia arvo-osuustileistä (827/1991). Arvosuusmuotoisen joukkolainan liikkeeseenlasku voidaan järjestää myös muussa EU-valtiossa toimiluvan saaneessa EU:n arvopaperikeskusasetuksen ((EU) N:o 236/2012 mukaisessa arvopaperikeskuksessa. Tällöin liikkeeseenlasku tapahtuu paikallisen arvopaperikeskuksen sääntöjen mukaisesti. Jos tällaista arvopaperia säilytetään Suomessa arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella, sovelletaan tilimerkintöihin lakia arvopaperitileistä (750/2012).

Useat arvo-osuusjärjestelmässä liikkeeseen lasketut ulkomaiset joukkolainat ovat lainaehdojen mukaan rekisteröityjä joukkovelkakirjoja. Joukkolainan merkintä ei välttämättä eikä yleensä tapahdu edustusopimuksen perusteella, vaan tyypillisesti siinä vaiheessa, kun - ja siinä määrin kuin - liikkeeseenlaskija hyväksyy sijoittajan lopullisen ja sitovan tarjouksen joukkolainan merkinnästä. Sijoittajan sitova merkintätarjous sisältää hyväksynnän sille, että joukkolainan ehdot tulevat sijoittajaa sitovaksi ja sijoittaja sitoutuu suorittamaan merkintään oikeuttavan maksun liikkeeseenlaskijalle, mikäli ja siltä osin kuin liikkeeseenlaskija hyväksyy merkintätarjouksen. Vastaavasti sijoittaja hyväksyy joukkolainan ehdot itseään sitoviksi hankkiessaan joukkolainan osuuksia jälkimarkkinoilta.

Joukkolainan käsite lähtökohtaisesti vieraan pääoman ehtoisena arvopaperina kattaa myös tietyt hybridi- ja välirahoitusinstrumentit. Välirahoitusinstrumentit sijoittuvat tunnusmerkkiensä sekä ennen kaikkea taloudellisen luonteensa ja sisältönsä perusteella oman ja vieraan pääoman välimaastoon. Tällaisena pidetään muun muassa pääomalainaa, jolla on sekä oman että vieraan pääoman tunnusmerkkejä. Pääomalaina on aina viimesijainen laina eli pääomalaina voidaan yhtiön konkurssissa maksaa vasta muiden lainojen maksamisen jälkeen. Pääomalainan ja sen koron maksamiselle on osakeyhtiölaissa asetettu myös tiettyjä muita rajoituksia, jotta pääomalainan tai sen koron maksaminen ei vaaranna yhtiön muiden velkojen maksamista. Pääomalainaan liittyvistä oman pääoman piirteistä huolimatta suurin osa pääomalainan ominaispiirteistä on tyypillisiä vieraalle pääomalle. Pääomalaina onkin yleisesti ottaen lähempänä tavallista velkaa kuin osakepääomaa. Pääomalainan ehtoihin liittyy yleisesti lainan takaisinmaksu lainan erääntyessä. Takaisinmaksu tapahtuu palauttamalla lainan nimellispääoma ja maksamalla lainalle usein kiinteäksi sovittu korko. Pääomalainavelkojalta puuttuu usein osakeomistajan oikeus osuuteen yhtiön jäljellä olevista varoista velkojen maksun jälkeen. Yhtiöllä voi olla osakeyhtiölain 12 luvussa tarkoitettujen pääomalainojen lisäksi myös muita viimesijaisia lainoja (engl. *subordinated loans*), joihin ei sovelleta pääomalainaa koskevia säännöksiä. Näiden lainojen viimesijaisuus perustuu lain sijaan sopimusmääräyksiin, joilla lainan viimesijaisuudesta on yleisesti ottaen määrätty yhtiön muiden velkojen intressissä tarkoitettuna yhtiön taseen vahvistaminen sijoituksella, jonka palauttaminen on hankalaa. "Viimesijainen" ja "alisteinen" laina eivät ole sama asia. Viimesijainen laina on lähtökohtaisesti alisteinen kaikille velallisen muille velkasitoumuksille, kun taas alisteinen laina voi tarkoittaa myös esimerkiksi mezzaninelainaa, joka on alistettu joillekin, mutta ei kaikille velallisen muille sitoumuksille. Viimesijainen laina vahvistaa korostuneesti yhtiön mahdollisuuksia hoitaa muut velvoitteensa. Lisäksi joukkolainan määritelmä kattaa niin sanotut hybridi-lainat, jotka perustuvat IFRS-standardien tulkintaan. Hybridi-lainat voidaan IFRS-tilinpäätöksessä kirjata omaan pääomaan, jolloin on keskeistä ottaa huomioon, että tällaisten lainojen oman pääoman luonne perustuu IFRS-standardeihin eikä osakeyhtiölain säännöksiin. Jos tällaisiin lainoihin halutaan soveltaa osakeyhtiölain 12 luvun pääomalainaa koskevia säännöksiä, on lainaehdoissa oltava asiasta nimenomainen maininta.

Joidenkin määritelmien käyttämisestä voi syntyä käsitteellistä päällekkäisyyttä, sillä esimerkiksi liikkeeseenlaskija on määritelty arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:ssä suomalaiseksi ja ulkomaiseksi yhteisöksi, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Vastaavasti laissa kauppaedustajista ja myyntimiehistä (417/1992) käytetään monessa yhteydessä edustussuhteen toisesta osapuolesta termiä päämies, antamalla sille kuitenkin tarkempaa sisältöä. Tässä laissa liikkeeseenlaskijalle on pyritty antamaan, kuitenkin ilman lakisäätteistä määritelmää, käsitteellinen sisältö nimenomaan edustajainstituutiota koskevassa asiayhteydessä ja vastaavasti joukkolainamarkkinoiden edustussuhteessa päämiestä asiallisesti vastaavaan osapuoleen viitataan termillä joukkolainanhaltija. Näin on pyritty kuvaamaan paremmin joukkolainamarkkinoiden ja sen yhteydessä toimivan edustajainstituution erityispiirteitä. Lain soveltamisalan näkökulmasta ei myöskään ole syytä rajoittaa mahdollista liikkeeseenlaskijaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettuun liikkeeseenlaskijaan, vaan liikkeeseenlaskijana voi toimia myös

muu suomalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö riippumatta siitä, listataanko liikkeeseen laskettu joukkolaina kotimaisella tai ulkomaisella säännellyllä markkinalla tai monenkeskisesä kaupankäyntijärjestelmässä.

Lain 5 luvussa säädetään kollektiivisesta rahoitusjärjestelystä, jolla tarkoitetaan rahoitusjärjestelyä, jossa useat velkojat jakavat samaa vakuutta ja jossa normaalisti useampi kuin yksi rahoittaja rahoittaa velallisyrittystä yhtenäisen sopimuskokonaisuuden perusteella. Yleensä kollektiivisen rahoitusjärjestelyn yhteydessä sovitaan myös rahoitus- tai sijoituskokonaisuuteen tapauskohtaisesti mahdollisesti liittyvän vakuuden hallinnoinnista yhteiseen lukuun. Käytännössä yleisin kollektiivinen rahoitusjärjestely on syndikoitu luotonanto (engl. *syndicated loan / syndicated lending*), jossa useat luotonantajat (jotka yleisimmin ovat pankkeja) luotottavat yhtäaikaaisesti luotonsaajaa silloin, kun tämä tarvitsee keskimääräistä suurempaa luottoa esimerkiksi yritysostoon, vanhojen lainojen uudelleenrahoitukseen tai jonkin muun suuren projektin läpiviemiseen. Luotonantajat muodostavat tällöin syndikaatin, jonka jäseneksi kukin luottoa myöntävä luotonantaja tulee. Syndikoidussa luotonannossa syndikaatin jäsenet myöntävät luotonsaajan tarvitseman luoton yhteen, kaikille syndikoidun luotonannon osapuolille yhteiseen lainadokumentaatioon perustuen, mutta kuitenkin niin, että kullakin luotonantajalla on syndikaatin jäsenenä lähtökohtaisesti itsenäiset oikeudet ja velvollisuudet luotonsaajaa kohtaan ja vastaavasti luotonsaaja vastaa velvoitteistaan kullekin syndikaatin jäsenelle erikseen. Syndikoidun luoton tyypillisiä käyttöaloja ovat muun muassa yrityskaupparahoitus sekä tiettyyn käyttötarkoitukseen osoitettu projektirahoitus. Arvopaperistamisessa puolestaan strukturoidun rahoituksen järjestelyin tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia erinäisiä saatavia, kuten asunto- ja luottokorttilainoja sekä vuokra- tai myyntisaatavia, muunnetaan sijoittajille myytäväksi arvopapereiksi, yleensä joukkolainoiksi. Arvopaperistaminen on yksi joukkolainan erityismuoto. Arvopaperistamisessa kootaan suuri, yleensä vähintään useiden satojen miljoonien eurojen arvoinen homogeeninen saatavakanta (engl. *pool of receivables*), joka toimii myytävien arvopapereiden vakuutena. Saatavakannassa olevien saatavien erääntyessä kertyvistä velallisten suorituksista maksetaan sijoittajille takaisin heidän pääomansa korkoineen. On myös mahdollista, että korkoa tai muuta tuottoa maksetaan kesken voimassaoloajan. Usein arvopaperistamista varten perustetaan erillisyhtiö (engl. *special purpose vehicle*, jäljempänä *SPV*), jolle velkoja eli arvopaperistamisjärjestelyn alullepanija (engl. *originator*) myy saatavakantansa. Erillisyhtiö laskee liikkeeseen joukkolainoja, joiden myynnistä saaduilla varoilla suoritetaan alullepanijalle saatavakannan myymisestä syntynyt saatava.

Vakuusagentti on markkinoilla laajasti käytössä oleva termi, jonka sisältö on pitkälti vakiintunut ja yleisesti tunnettu eikä sitä ole siksi tarpeen määritellä laissa. Vakuusagentilla tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan, joukkolainanhaltijoiden tai edustajan toimesta joukkolainan vakuuksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun hallinnoimaan nimettyä elinkeinonharjoittajaa. Käytännössä vakuus voidaan antaa joko joukkolainanhaltijoille, joita näiden nimittämä vakuusagentti edustaa, tai suoraan vakuusagentille, joka toimii joukkolainanhaltijoiden puolesta. Vakuusagentti voi siis olla nimetty liikkeeseenlaskijan, joukkolainanhaltijoiden tai edustajan toimesta tehtävänään hallinnoida joukkolainaan liittyviä vakuuksia omissa tai joukkolainanhaltijoiden nimissä kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun yhteistoiminnassa edustajan kanssa tai tämän sijasta. Vakuusagentin nimeämisestä ja tehtävistä säädetään tarkemmin 2 luvussa. Lisäksi 5 luvussa säädetään vakuusagentin käytöstä muissa kollektiivisissä rahoitusjärjestelyissä.

**3 §. Säännösten tahdonvaltaisuus ja pakottavuus.** Lain soveltamisalan lähtökohtana on, että joukkolainanhaltijoiden edustajan järjestämiskysymyksessä toimijat voivat pääsääntöisesti vapaasti sopimuksin järjestää asiat parhaaksi katsomallaan tavalla. Tämän vuoksi lainsäädäntöteknisesti on tarkoituksenmukaista todeta laissa korostuneena pääsääntönä olevan säännösten tahdonvaltaisuus. Tämä tarkoittaa sitä, että lain säännöksistä voidaan edustusopimuksessa

poiketa, jollei siitä laissa nimenomaisesti toisin säädetä tai sitä muutoin ole katsottava kielletyksi. Lain säännökset ovat suureksi osaksi tahdonvaltaisia. Tämä merkitsee myös sitä, että nykyinen vakiintunut joukkolainanhaltijoiden edustusta koskeva sopimuskäytäntö voi pääosin jatkua. Laissa järjestetään ennen muuta sopimusjärjestelyjen sivullisittomuutta ja säännellään edustajaa koskevia vähimmäissääntöjä silmällä pitäen tilanteita, joissa edustussuhdetta ei ole sopimuksin alun perin lainkaan järjestetty. Säännöstä lain laaja-alaisesta tahdonvaltaisuudesta tukevat 5 §:n 2 momentissa säädetty velvollisuus hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta sekä 22 §:n vahingonkorvausvelvollisuussäännöksessä säädetty korostunut huolellisuusvelvollisuus, jotka asettavat edustajalle lain säännöksiä täydentäviä käyttäytymisvaatimuksia.

Oikeustoimet, jotka edustaja tekee kelpoisuutensa rajoissa, sitovat joukkolainanhaltijoita. Jos edustaja ylittää kelpoisuutensa, eivät oikeustoimet sido joukkolainanhaltijoita, sillä edustajan kelpoisuus tehdä oikeustoimia rajoittuu edustussopimuksen sisältöön ja sen asettamiin puitteisiin. Sopimuskumppanin vilpittömällä mielellä ei ole tällöin merkitystä, koska se henkilö, jonka kanssa edustaja ryhtyy oikeustoimiin, voi säännöllisesti varmistua edustussopimuksen perustamasta kelpoisuudesta. Toisaalta voi esiintyä tilanteita, joissa edustussopimuksen toinen sopimuspuoli, kuten joukkolainanhaltija, ei ole saanut kaikkia olennaisia sopimuksia tai sopimusehtoja, jolloin edustajan kelpoisuuden rajat eivät välttämättä ole yksiselitteiset. Tällaisessa tapauksessa joudutaan tapauskohtaisesti selvittämään edustajan kelpoisuuden rajat ja se, onko edustaja tehnyt oikeustoimen kelpoisuutensa rajoissa vai ei.

Jos joukkolainanhaltijat ovat rajoittaneet edustajan toimivallan edustussopimuksen perustamaa kelpoisuutta suppeammaksi, oikeustoimi, jonka edustaja tekee toimivaltansa ylittäen, mutta kelpoisuutensa rajoissa, sitoo joukkolainanhaltijoita, jos se henkilö, jonka kanssa edustaja on oikeustoimen tehnyt, on ollut perustellussa vilpittömässä mielessä; toisin sanoen hän ei tiennyt eikä hänen pitänytkään tietää joukkolainanhaltijoiden edustajalle antamista toimiohjeista eikä niiden ylittämistä. Oikeustoimen edustajan kanssa tehneen henkilön vilpittömää mieltä suojataan toimivallan ylittämistapauksissa. Vilpittömän mielen edellyttää, että henkilö on täyttänyt normaaliasteisen selonoton, minkä arviointi on tilannekohtaista ja tapauskohtaista; toisin sanoen otetaan huomioon ne olosuhteet, joissa oikeustoimi on tehty. Mikäli taas se henkilö, jonka kanssa oikeustoimi tehtiin, tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimiohjeista ja niiden ylittämistä, ei oikeustoimi sido joukkolainanhaltijoita. Esimerkiksi jos se henkilö, jonka kanssa oikeustoimi tehtiin, on tiennyt joukkolainanhaltijoiden kokouksesta, jossa ohjeistettiin edustajaa oikeustointa varten, on henkilön pyrittävä selvittämään edustajan mahdolliset toimiohjeet oikeustointa varten täyttääkseen selonoton vaatimukset.

Joukkolainanhaltijoiden oikeudellisen aseman turvaamiseksi on olennaista, että edustaja on riippumaton joukkolainan liikkeeseenlaskijasta. Edustajan tehtävänä on toimia edustamiensa joukkolainanhaltijoiden intressissä ja lukuun joukkolainaan liittyvissä asioissa. Tämän vuoksi on perustavanlaatuista koko edustusjärjestelmän uskottavuuden ja läpinäkyvyyden kannalta, että edustajalta vaaditaan riippumattomuutta suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja liikkeeseenlaskijan järjestäjänsä. Riippumattomuusvaatimuksesta säädetään tarkemmin 17 §:n 5 momentissa ja 18 §:n 1 momentissa.

Lain 5 §:n 1 momentti, 7 § ja 12 § ovat pakottavia eikä niistä voi edustussopimuksella tai muutoin poiketa. Pakottavat säännökset muodostavat poikkeuksen lain säännösten tahdonvaltaisuudesta. Pakottavia säännöksiä on tulkittava suppeasti. Pakottavat säännökset koskevat laissa erikseen todetuissa tapauksissa joukkolainanhaltijoiden sijoittajan- ja velkojansuojan turvaamista, kuten yhdenvertaisen kohtelun vaatimusta 5 §:n 1 momentissa, edustajan tiedonantovelvollisuutta 7 §:ssä sekä 12 §:ssä säädettyä vaatimusta joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisyydestä suhteessa edustajan varoihin, joka on sisällöltään pakottava vastaten yleistä vakiintunutta kantaa edustajan omien varojen erillisyydestä suhteessa sen hallinnassa oleviin

asiakasvaroihin. Asian luonteesta toisaalta johtuu, että rekisteröitymistä, valvontaa, seuraamuksia ja muutoksenhakua koskevat säännökset 14—21 §:ssä ja 23—25 §:ssä ovat pakottavia. Näistä säännöksistä poikkeaminen on ”*muutoin katsottava kielleyksi*”. Toisaalta eräät säännökset (kuten hyvää arvopaperimarkkinatapa koskeva 5 §:n 2 momentti, edustajan toimintaoikeuksia koskeva 6 § sekä joukkolainanhaltijan rinnakkaista vakuudenkäyttöoikeutta estävät 11 §:n 2 momentti ja 13 §:n 2 momentti) ovat asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi vahvoja olettasääntöjä; toisin sanoen niistä ei voida sopia pätevästi toisin muutoin kuin tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa, minkä on tultava yksiselitteisesti ilmi edustussopimuksesta. Tällaisia poikkeustapauksia ovat esimerkiksi tilanteet, joissa edustaja on laiminlyönyt sopimuksenmukaisen toimimisvelvollisuutensa. Olettamasääntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Pakottavista säännöksistä huolimatta lainsäädännön on tarkoitus muodostua suppean puitelain pohjalle, jolla ei ole tarkoitus puuttua markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavien oikeudellisten epävarmuustekijöiden poistamiseksi. Joukkolainanhaltijoiden, edustajan ja liikkeeseenlaskijan toimintaa ei näin ollen pyritä ohjaamaan lainsäädännöllä enempää kuin esimerkiksi riittävän tasoisen sijoittajansuojan saavuttaminen ja osapuolten oikeusvarmuuden näkökulmasta merkittäväksi arvioitu sopimusjärjestelyjen sivullisittavuus edellyttävät. Ei-ammattimaisten sijoittajien näkökulmasta lain edellyttämän rekisteröitymisvelvollisuuden ja edustajan tiedonantovelvollisuuden on oltava tietyiltä osin pakottavaa, jotta näiden sijoittajien oikeuksien toteutuminen voidaan täysimääräisesti varmistaa erityisesti tulevaisuudessa mahdollisia pääasiassa ei-ammattimaisille sijoittajille suunnattuja joukkolainojen tai muiden pääasiassa vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien liikkeeseenlaskuja silmällä pitäen.

Lailla ei kuitenkaan luotaisi markkinaosapuolille tarvetta muuttaa olemassa olevien joukkolainojen ehtoja tai muita niihin liittyviä sopimuksia, vaan laki mahdollistaa edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä, mitkä myös lisäävät oikeusvarmuutta ja mahdollisuuksia kohdentaa joukkolainojen liikkeeseenlaskuja ei-ammattimaisille sijoittajille. Rekisteröitymismahdollisuutta voidaan vapaaehtoisesti käyttää rekisteröimisvelvollisuuden rinnalla, mikä voi olla tarkoituksenmukaista ja kustannustehokasta, vaikka edustajan nimeäminen ei ole pakollista. Sijoittajien on nimittäin havaittu kiinnittävän huomiota siihen, että toimilupavelvollisuus ja valvonta luovat kustannuksia, jotka vyörytetään asiakkaille, jolloin kevyemmän kustannuspaineen kohteena oleva rekisteröityminen Finanssivalvontaan luo palveluntarjoajalle tarpeellista ja riittävää uskottavuutta. Lailla ei puututa esimerkiksi sivullisittavuuteen siten kuin siitä säädetään arvosuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Lailla ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullisittavuus määräytyy.

## **2 luku      Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen, edustussopimuksen sitovuus ja edustajan toiminta**

Lukukohtaiset perustelut. Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään myös edustussopimuksen sitovuudesta joukkolainanhaltijoita ja myöhempiä siirronsaajia sekä joukkolainanhaltijan velkojia kohtaan. Lukuun sisältyy useita edustajan toimintaa koskevia säännöksiä. Edustajan on noudatettava tehtävää suorittaessaan yhdenvertaisuusvaatimusta. Kaikissa tilanteissa eri joukkolainanhaltijoiden muodostamien ryhmittymien sisällä joukkolainanhaltijoita on kohdeltava keskenään tasapuolisesti ja vastaavasti eri ryhmittymiä on lähtökohtaisesti käsiteltävä keskenään tasapuolisesti, jollei erilaiselle kohtelulle ole hyväksyttävää syytä esimerkiksi arvopape-

rien erilaisuuden tai erisuuruisten sijoitus- tai ääniosuuksien johdosta. Esimerkkiluettelon avulla ilmaistaan, mitä oikeuksia edustajan oikeuksiin voi kuulua. Luvussa säädetään lyhyesti edustajan tiedonantovelvollisuudesta, edustajan edustus oikeuden peruuttamisesta ja purkamisesta sekä edustajan vaihtamisesta ja eroamisesta. Yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi peruuttaa edustajan edustus oikeutta tai tämän toimivaltaa eikä irtisanoa edustus sopimusta. Joukkolainanhaltijoiden kokous voi edustus sopimuksessa edellytetyllä tavalla peruuttaa edustajan edustus oikeuden ja toimivaltuuden. Mikään edustajan edustus oikeuden peruuttaminen ja purkaminen tai edustajan vaihtaminen taikka edustajan eroaminen ei voi tulla voimaan ennen kuin uusi edustaja on nimetty, ellei edustus sopimuksen mukaisesti ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa.

**4 §. Edustajan nimeäminen ja edustus sopimuksen sitovuus.** Pykälässä säädetään edustajan nimeämisestä ja edustus sopimuksen sitovuudesta. Pykälä on tahdonvaltainen. Kun liikkeeseen lasketun joukkolainan haltijoita (sijoittajia) on normaalisti lukumääräisesti paljon, joukkolainan käytännön järjestelyjen ja hoitamisen kannalta voi olla käytännöllistä tai jopa tarpeen, että asetetaan erillinen taho toimimaan yhteisesti joukkolainanhaltijoiden puolesta. Tarve yhteisen edustajan käyttämiselle voi aiheutua yhtäältä siitä, että joukkolainan ehdot sisältävät erityisehtoja (kuten rahoituskovenanteja, joiden täyttymistä edustajan tulee valvoa sille toimitettavien tiedonantojen perusteella), tai toisaalta siitä, että joukkolainalle on annettu vakuuksia, joita on hallinnoitava sekä mahdollisesti myös säilytettävä ja realisoitava joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Edustaja toimii joukkolainanhaltijoiden intressissä ja lukuun liikkeeseenlaskijaa ja sivullisia kohtaan.

Edustajan nimeäminen voi tapahtua joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myös myöhemmin esimerkiksi, jos joukkolainalle järjestetään vakuus, jonka hallinnointi annetaan edustajalle. Käytännössä on usein tarpeen, että liikkeeseenlaskija voi nimetä edustajan jo ennen joukkolainan myyntiä sijoittajille. Tässäkin tapauksessa edustajan nimeäminen tapahtuu edustus sopimuksessa niin, että joukkolainanhaltijat (sijoittajat) merkitessään lainaosuuden tai hankkiessaan niitä jälkimarkkinoilta hyväksyvät edustajaa koskevat ehdot ja määräykset itseään sitoviksi. Sijoittajat tulevat näin asianomaisen sopimuksen osapuoliksi. Kyse on tällöin monenkeskisestä sopimusjärjestelystä, jossa osapuolina ovat liikkeeseenlaskija, edustaja ja joukkolainanhaltijat. Sopimusjärjestely sitoo siinä mukana olevia sopimuspuolia sopimus oikeudellisten yleisten oppien mukaan (*pacta sunt servanda*). Sopimuksessa voidaan ennakkolta varautua muun muassa siihen, että myöhemmin joukkolainan voimassa ollessa voidaan nimetä joukkolainanhaltijoiden lukuun edustaja, esimerkiksi vakuusagentti, hallinnoimaan joukkolainalle järjestettyä vakuutta. Yleensä tällainen myöhempi nimeäminen tapahtuu kuitenkin joukkolainan ehtoja muuttamalla.

Pykälän 1 momentissa säädetään siitä, että joukkolainanhaltijoille nimetään yksi tai useampi edustaja valvomaan sopimuksen mukaisesti joukkolainanhaltijoiden etuja. Tämä merkitsee sitä, että tarvittaessa olosuhteista riippuen voidaan nimetä useampi edustaja hoitamaan joko samaa tehtävää tai eri tehtäviä taikka huolehtimaan eri joukkolainanhaltijaryhmien edunvalvonnasta. Tällaisissa tapauksissa tulee määrittää kunkin edustajan tehtävät ja edustajien keskinäiset kelpoisuus- ja toimivaltarajat. Edustajana toimiva vakuusagentti voidaan nimetä hallinnoimaan joukkolainan vakuuksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisen voivat toimittaa edustus sopimuksessa sovitulla tavalla joko edustaja tai joukkolainanhaltijat yhdessä. Edustaja nimeää edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta vakuusagentin hallinnoimaan joukkolainan vakuuksia lähinnä sellaisissa vakuudellisissa joukkolainoissa, joissa samaa vakuutta on hyödyntämässä tai käyttämässä vakuutena myös toinen velkojaryhmä, esimerkiksi syndikoidun luoton myöntänyt pankkisyndikaatti. Tällöin vakuusagentin nimeäminen tapahtuu usein velkojien välisessä sopimuksessa (engl. *inter-*

*creditor agreement*, jäljempänä *ICA-sopimus*), jossa edustaja on osapuolena tässä ominaisuudessa (joukkolainanhaltijoiden edustajana).

Edustajan nimeäminen tapahtuu siten joko joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassa ollessa. Edustajan nimeäminen tapahtuu normaalisti sopimusmenettelyssä. Nimeäminen voi tapahtua edustussopimuksessa tai muussa joukkolainaan liittyvässä sopimuksessa. Viimeksi mainitulla voidaan tarkoittaa velkojien välistä sopimusta tai joskus vakuussopimusta.

Edustaja nimetään valvomaan yleensä kaikkien joukkolainanhaltijoiden etuja, koska tällainen ratkaisu edistää käytännön tasolla asioiden tasapuolista ja keskitettyä hoitoa sekä liikkeeseenlaskijan että joukkolainanhaltijoiden kannalta. Toisaalta tilanteiden moninaisuuden näkökulmasta on tarkoituksenmukaista jättää kysymys viime kädessä sopimusvapauden piiriin. On myös mahdollista, joskin poikkeuksellista, että edustaja nimetään valvomaan vain erikseen sovittujen joukkolainanhaltijoiden etuja, tai että useamman edustajan kesken eri tehtävät on jaettu sopimuksiin.

Edustussopimus sitoo pykälän 2 *momentin* mukaan joukkolainanhaltijoita, kun joukkolainanhaltijat hyväksyvät edustussopimuksen joukkolainan merkinnän kautta. Joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä joukkolainanhaltijat tulevat edustussopimukseen sidotuiksi normaalisti, kun joukkolainanhaltijat hyväksyvät edustussopimuksen joukkolainan merkinnän yhteydessä. Edustajan nimeämistä koskevat määräykset sisältyvät edustussopimukseen.

Edustussopimus voi tulla joukkolainanhaltijoita sitovaksi myös myöhemmin joukkolainan merkinnän jälkeen siinä tapauksessa, että edustajan nimeäminen tapahtuu joukkolainan merkinnän jälkeen ja joukkolainanhaltijat yhdessä hyväksyvät edustussopimuksen. On siten mahdollista, että edustajan nimeäminen tapahtuu erillään liikkeeseenlaskusta. Joukkolainanhaltijat voivat tarvittaessa, esimerkiksi vakuusjärjestelyn yhteydessä koolle kutsutussa kokouksessa, päättää edustajan nimeämisestä. Nimeämisestä ja sitä koskevasta menettelystä voidaan ottaa määräys edustussopimukseen.

Kun joukkolainoja myydään myöhemmin jälkimarkkinoilla uusille sijoittajille, tulevat nämä siirronsaajat sidotuiksi samalla tavalla edustajan nimeämiseen. Joukkolainanhaltijan maksukyvyttömyystilanteissa edustajan nimeäminen sitoo myös joukkolainanhaltijan velkojia.

Jos joukkolainanhaltijan joukkolainaan perustuva saatava ulosmitataan, sitoo edustajan nimeäminen ulosmittausvelkojaa. Mikäli joukkolainanhaltija asetetaan konkurssilain (120/2004) mukaiseen konkurssiin, yksityishenkilön velkajärjestelystä annetussa laissa (57/1993) tarkoitettuun yksityishenkilön velkajärjestelyyn tai yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993) mukaiseen saneerausmenettelyyn taikka muuhun soveltuvaan virallismenettelyyn, sitoo edustajan nimeäminen konkurssihallintoa ja konkurssivelkojia, yrityssaneerauksen selvittäjää ja saneerausvelkojia sekä muun soveltuvan virallismenettelyn mukaista toimijaa ja velkojia. Muu soveltuva virallismenettely voi tarkoittaa esimerkiksi vakuutuskassalain (1164/1992) mukaista eläkekassan selvitystilamenettelyä. Edustajan nimeäminen sitoo myös joukkolainanhaltijan velkojia, jos joukkolainanhaltija asetetaan vastaavaan ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn.

**5 §. Edustussopimuksesta johtuvat oikeudet ja velvollisuudet.** Pykälässä säädetään edustussopimuksesta johtuvista oikeuksista ja velvollisuuksista. Ennen muuta joukkolainanhaltijoina olevien ei-ammattimaisten sijoittajien sijoittajansuojan kannalta on tarpeen laatia pykälän 1 *momentin* yleissäännös (minimisäännös) edustajan velvollisuudesta kohdella edustamiaan joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti, kun hän toimii edustamiensa joukkolainanhaltijoiden

intressien hyväksi. Sijoittajan perusteltu odotus on, että edustaja toiminnassaan kohtelee kaikkia edustamia sijoittajia yhdenvertaisesti. Yhdenvertaisuusvaatimus on luonnollinen lähtökohtasääntö. Jos edustaja kuitenkin toimii oikeustoimen tehdessään yhdenvertaisuusvaatimuksen vastaisesti, oikeustoimen toisella osapuolella voi olla tarve saada vilpittömän mielen suoja. Tällaisessa tapauksessa yhdenvertaisuusvaatimuksen vastainen toiminta voidaankin luonnehtia toimivallan ylityksen kaltaiseksi tilanteeksi. Tällöin edustajan kanssa oikeustoimen tehnyt osapuoli, joka ei tiennyt ja jonka ei pitänyt tietää edustajan toimivallan ylitykseen verrattavasta yhdenvertaisuusvaatimuksen vastaisesta toiminnasta, voisi saada vilpittömän mielen suojaa, ja oikeustoimi jäisi voimaan.

Yhdenvertaisuusvaatimuksella tarkoitetaan, että kaikissa tilanteissa eri joukkolainanhaltijoiden muodostamien ryhmittymien sisällä joukkolainanhaltijoita on kohdeltava keskenään tasapuolisesti ja vastaavasti eri ryhmittymiä on käsiteltävä keskenään tasapuolisesti. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan on arvopaperimarkkinalain 8 luvun 6 b §:n mukaan kohdeltava joukkovelkakirjojen haltijoita yhdenvertaisesti velkakirjoihin liittyviä oikeuksia toteutettaessa, kun joukkovelkakirjat on laskettu liikkeeseen samanaikaisesti ja yhtäläisin ehdoin. Vastaava velvollisuus asetetaan edustajalle, jonka on toimittava edustusjärjestelyn aikana tehtävänsä hoitaessaan joukkolainanhaltijoita kohtaan edustussopimuksessa taikka myöhemmin annetussa toimivaltaa koskevissa määräyksissä edellytetyllä tavalla ottaen huomioon lähtökohtaisen yhdenvertaisuusvaatimuksen.

Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä säädetty yhdenvertaisuusperiaate ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasavertaisen tai tasapuolisen kohtelun vaatimus ovat osittain yhteismitallisia ja niitä voidaan usein soveltaa limittäisesti. Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuussääntö kohdistuu yhtiön ja sen toimielinten päätöksentekoon sekä korostaa niin sanottua osakekohtaista eli osakkeiden tuottamien oikeuksien yhdenvertaista kohtelua. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kohteena ei sen sijaan ole osakekohtainen yhdenvertaisuus, vaan arvopaperimarkkinalain kannalta relevantti sijoittajien tasapuolisen kohtelun periaate. Esimerkiksi julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 7 §:n mukaan asettaa kohdeyhtiön 6 luvun 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu). Muitakin eroja on, sillä osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain soveltamisalojen erilaisuuden takia kaikki osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n soveltamistilanteet eivät kuulu arvopaperimarkkinalain soveltamisalan piiriin jo siksi, ettei arvopaperimarkkinalakia sovelleta listaamattomiin yhtiöihin. Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaate ei myöskään tule sovellettavaksi yhtiön ja sen velkojien tai yhtiön osakkeenomistajien ja yhtiön velkojien välisiin suhteisiin. Tasapuolisen kohtelun vaatimusta on luonnehdittu yhdenvertaisuusperiaatetta yksityiskohtaisemmaksi, sillä se koskee ensisijaisesti tietyn arvopaperilajin omistajien keskinäistä suhdetta. Samaan lajiin kuuluvasta arvopaperista ei saa tehdä tietyille omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan samaan lajiin kuuluvien arvopaperien muille omistajille. Toisaalta erilajisten arvopaperien ehdot voidaan määrittää lajikohtaisesti erilaisiksi. Tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta seuraa muun muassa, että vastikkeiden on oltava keskenään järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa.<sup>2</sup> Pykälän 1 momentin säännös on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

Pykälän 2 momentissa säädetään hyvästä arvopaperimarkkinatavasta. Hyvää tapaa koskevia säännöksiä on vakiintuneesti sisältynyt rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Esimerkiksi luottolaitostoinnasta annetun lain (610/2014) menettelytapoja asiakasliiketoiminnassa koskevan 15 luvun 1 §:n mukaan luottolaitoksen on noudatettava hyvää pankkitapaa. Vielä kauemmin, jo 1930-luvulta alkaen, on vakuutusyhtiölaissa (521/2008) säädetty hyvästä vakuutustavasta, ja nykyisen sanamuodon (25 luvun 1 §) mukaan ”*Finanssivalvonnan tehtä-*

<sup>2</sup> Seppo Villa: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? LM 2008, s. 563—581.



vänä on valvoa, että vakuutusyhtiöt noudattavat vakuutustoimintaa koskevaa lainsäädäntöä ja hyvää vakuutustapaa”. Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 3.1 §:n mukaan ”Finanssivalvonta edistää lisäksi hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimekanismeilla”. Lisäksi saatavien perinnästä annetun lain (513/1999) 4.1 §:n mukaan perinnässä ei saa käyttää hyvän perintätavan vastaista tai muutoin velallisen kannalta sopimatonta menettelyä. Kun toimialakohtainen hyvä tapa ja käytännösäännöt muotoutuvat itsesääntelyssä, kysymys on myös oikeusnormien ja itsesääntelyn vuorovaikutuksesta, jossa pitää ottaa huomioon oikeudelliset, eettiset ja moraaliset näkökohdat. Itsesääntelyn tavoitteena on tavallisesti varmistaa oman elinkeinoalan tai ammattiryhmän toiminnan laatu.<sup>3</sup>

Säännös vastaa arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n kieltoa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti ja selventää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisvelvollisuuden koskevan myös edustajan toimintaa. Säännös tukee lain laaja-alaista tahdonvaltaisuutta sekä edustajaan muun muassa liiketoimintasuunnitelmaa ja vähimmäispääomaa koskevien vaatimusten osalta kohdistuvaa suhteellisen kevyttä sääntelyä, jonka voidaan katsoa edellyttävän säännöstä hyvän tavan noudattamisesta. Kuten arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §, säännös koskee muitakin rahoitusvälineitä kuin arvopapereita. Arvopaperimarkkinalaista poiketen pykälän mukainen velvollisuus ulottuu myös tilanteisiin, joissa ei toimita arvopaperimarkkinoilla, mutta joissa edustajan tarjoamaa palvelua markkinoidaan arvopaperimarkkinoilla toimiville. Vaikka arvopaperimarkkinalain yleissäännöstä sen perustelujen mukaan (HE 32/2012 vp, s. 95) sovelletaan kaikkiin markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin, hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskevan arvopaperimarkkinalain pykälän soveltamisala ei voi olla laajempi kuin arvopaperimarkkinalain yleinen soveltamisala lain 1 luvun 1 §:ssä eikä sitä voida perusteluilla laajentaa. Esimerkiksi osakeyhtiölain 1 luvun 9 §:ssä säädetään, ettei yhtiöjärjestykseen saa ottaa hyvän tavan vastaista määräystä. Vastaavalla tavalla edustussopimukseen ei voida ottaa hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaista määräystä. Arvopaperimarkkinalaissa säännellään useita yhtiöoikeudellisia seikkoja koskevaa tiedonantovelvollisuutta, kuten omien osakkeiden hankkimista sekä tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja yhtiökokouskutsun julkistamista. Tulkinta, jonka mukaan hyvää arvopaperimarkkinatapaa olisi kauttaaltaan sovellettava myös osakeyhtiölakia noudatettaessa, koska useimmat transaktiot arvopaperimarkkinoilla sisältävät yhtiöoikeudellisia piirteitä, olisi normaalista tulkintakäytännöstä poikkeava ja hyvin laajentava. Osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä hyvästä arvopaperimarkkinatavasta, eikä tällaista säännöstä voida johtaa arvopaperimarkkinalain perusteluista. Myöskään edustajan velvollisuutta hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen ei voida johtaa arvopaperimarkkinalaista ja sen perusteluista. Tämän vuoksi erityinen säännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta edustussuhteen yhteydessä on tarpeen.

Arvopaperimarkkinalakia ei myöskään sovelleta kaikkeen toimintaan arvopaperimarkkinoilla, vaan sen lisäksi on säädetty useita erityislakeja. Jotta hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskevan yleissäännöksen tavoite koko arvopaperimarkkinoita ohjaavana periaatteena toteutuisi, lakia on täsmennettävä. Yleissäännöksen tavoitteiden toteuttamiseksi, lakien keskinäisten suhteiden ja soveltamisalojen selkeyttämiseksi, tehokkaiden velvollisuuksien kohdistamiseksi kaikkiin osapuoliin sekä itsesääntelyn vahvistamiseksi on siten tarpeen lisätä lakiin viittaus arvopaperimarkkinalain yleissäännökseen. Lakiteknisellä viittauksella korostetaan sitä, että kaikkien arvopaperimarkkinoilla toimivien tulee noudattaa menettelytapoja, jotka ovat hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia ja sopusoinnussa arvopaperimarkkinalainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten sekä lainsäädännön tarkoituksen kanssa. Tämän vuoksi säännös koskee edustajan toimintaan liittyvien palvelujen tarjoamisessa käytettäviä menettelytapoja.

<sup>3</sup> Sakari Huovinen: Itsesääntelyn ja hyvän tavan mukaisuuden lähtökohdat kuluttajansuojassa. Oikeutta vai etiikkaa? Viestintäoikeuden vuosikirja 2008, s. 1—35.

Lakiteknisesti säännös vastaa vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 12 luvun 2 §:ssä säädettyä viittausta. Lakiin lisättävä säännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta on tarpeen edustajan toiminnan luotettavuuden ja sijoittajansuojan vahvistamiseksi etenkin joukkolainamarkkinoilla, koska arvopaperimarkkinalainsäädännön pääasiallinen näkökulma on osakemarkkinoiden sääntely. Edustajan laajat toimintaoikeudet sekä oikeus asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointiin puoltaisivat toimialan itsesääntelystä säätämistä, mutta koska toimijoita on vähän, velvollisuus itsesääntelyn kodifiointiin saattaisi olla liian raskas. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen korvaa velvollisuuden itsesääntelyn kodifiointiin. Momentti on siten tahdonvaltainen.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan merkitys korostuu edustajan toiminnassa sen fidusiaarisen luonteen vuoksi, kuten asiakasvarojen ja vakuusomaisuuden hallinnassa, säilyttämisessä, hoitamisessa ja tarvittaessa realisoinnissa. Toisaalta säännös on asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi vahva olettasääntö; toisin sanoen ei voida sopia pätevästi toisin muutoin kuin tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa, minkä on käytävä yksiselitteisesti ilmi edustusopimuksesta. Olettasääntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Edustajan oikeuksista ja velvollisuuksista sekä myös toimivallasta sovitaan yleensä edustusopimuksessa. Edustaja saa kelpoisuuden toimia edustajana suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja kolmansiin, kun edustaja on edustusopimuksessa nimetty tehtävänsä ja edustusopimus on tullut joukkolainanhaltijoita sitovaksi. Voidaan myös sopia siitä, että joukkolainanhaltijat taikka joukkolainanhaltijoiden enemmistö ohjeistaa edustajan toimivaltaa joukkolainaa koskevan sopimusjärjestelyn voimassa ollessa. Sopimuskäytännössä on yleistä, että joukkolainanhaltijoiden enemmistöpäätöksillä ohjeistetaan edustajan toimivaltaa erilaisissa tehtävissä.

Edustajan kelpoisuutta ja toimivaltaa koskevat määräykset sekä sopimusvelvoitteet ulottuvat paitsi alkuperäisiin myös myöhempiin joukkolainanhaltijoihin. Määräysten ulottuminen liikkeeseenlaskijaan varsinkin toimivallan osalta edellyttäne, että tämä tiesi tai piti tietää toimivallan määräyksistä. Käytännössä asiat järjestetään poikkeuksetta niin, että liikkeeseenlaskija on itse myös edustusopimuksen osapuoli ja näin ollen tietää edustajan toimivallan rajat ja tulee sidotuksi.

Edustaja voi pykälän 3 *momentin* mukaan edustusopimuksesta riippuen olla oikeutettu tai velvoitettu toimimaan itsenäisesti tai ainoastaan joukkolainanhaltijoiden tai näiden edustusopimuksessa sovitun osuuden ohjeistamana.

Osapuolten sopimusvapaus ja tilanteiden moninaisuus käytännössä puoltavat sitä, että edustajan oikeuksista ja velvollisuuksista sekä niiden käyttöedellytyksistä voidaan sopia. Lailla ei ole tarkoitus kaventaa osapuolten sopimusvapautta, vaan tuoda esille vaihtoehtoisia ratkaisumalleja. Momentti on siten tahdonvaltainen.

Tämä merkitsee sitä, että edustajan oikeudesta nostaa kanteita joukkolainaa koskevissa asioissa liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa, oikeudesta hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin tai saneerausmenettelyyn tai muuhun soveltuvaan maksukyvyttömyysmenettelyyn, oikeudesta edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa joukkolainaan perustuvien oikeuksien käyttämisessä sekä oikeudesta ottaa vastaan selvittäjän tiedoksiantoja liikkeeseenlaskijan mainituissa maksukyvyttömyysmenettelyissä voi olla sopimuksesta riippuen joko yksinomainen ja poissulkeva tai rinnakkainen joukkolainanhaltijoiden kanssa. Käytännössä tarve sopia rinnakkaisesta toimintaoikeudesta lienee harvinainen ja lähtökohtana voidaan sopimuskäytännön perusteella pitää sitä, että edustajalle annetaan yksinomainen oikeus ja puhevalta. Niin ikään

edustaja voi sopimuksesta riippuen olla oikeutettu toimimaan maksukyvyttömyysmenettelyihin liittyvissä asioissa itsenäisesti tai ainoastaan joukkolainanhaltijoiden tai näiden sopimuksessa määrätyn osuuden ohjeistamana. Käytännössä edustajat eivät todennäköisesti tule käyttämään kovin laajaa itsenäistä harkintavaltaa liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyysmenettelyihin liittyvissä asioissa, vaan hakevat ensin joukkolainanhaltijoiden kokoukselta ohjeistuksen toimia. Joukkolainanhaltijoiden kokouksen näin ohjeistaessa edustaja voi sopimuksesta riippuen olla myös velvollinen käyttämään sille perustettuja oikeuksia. Joukkolainanhaltijoiden edustussopimuksessa sovitun osuuden antama ohjeistus sitoo myös vähemmistöön jääneitä ja äänestämättä jättäneitä joukkolainanhaltijoita.

Sen sijaan, että edustajalle annettaisiin edustussopimuksessa nimenomainen oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin, saneerausmenettelyyn tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn, edustussopimuksessa on käytännössä vakiintuneesti ollut tapana sisällyttää niin sanottu *no action* -lauseke, jonka mukaan joukkolainanhaltijat luopuvat nimenomaisesti näistä velkojan oikeuksistaan. Nykyistä sopimuskäytäntöä tulee tulkita siten, että kyseinen oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin, saneerausmenettelyyn tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn on joukkolainanhaltijoiden sijasta yksinomaan edustajalla (pois lukien ne tilanteet, joissa on nimenomaisesti sovittu rinnakkaisesta toimintaoikeudesta). Selvyyden vuoksi todetaan, että edustajan tämän pykälän mukaiset toimintaoikeudet koskevat ainoastaan sitä joukkolainaa, jota 6 §:ssä tarkoitetun edustajan oikeudet koskevat tai jonka ehdoissa edustajalle annetut täydentävät oikeudet on perustettu. Mikäli joukkolainanhaltija on samassa maksukyvyttömyysmenettelyssä myös muun kuin kyseiseen joukkolainaan perustuvan saatavan velkojana, ei edustajan toimintaoikeuksilla ole vaikutusta joukkolainanhaltijan asemaan tällaisen muun saatavan velkojana.

Pykälän *4 momentin* mukaan edustajan toimilla, jotka ovat tämän lain ja ehtojen mukaiset, on välitön oikeusvaikutus joukkolainanhaltijoihin. Toisin sanoen edustajan tekemien toimien osalta ei edellytetä mitään erillistä hyväksyntää tai jälkitointia joukkolainanhaltijoilta. Momentti on tahdonvaltainen.

Oikeustoimet, jotka edustaja tekee kelpoisuutensa rajoissa, sitovat joukkolainanhaltijoita. Jos edustaja ylittää kelpoisuutensa, eivät oikeustoimet sido joukkolainanhaltijoita, sillä edustajan kelpoisuus tehdä oikeustoimia rajoittuu edustussopimuksen sisältöön ja sen asettamiin puitteisiin. Sopimuskumppanin vilpittömällä mielellä ei ole tällöin merkitystä, koska se henkilö, jonka kanssa edustaja ryhtyy oikeustoimiin, voi säännöllisesti varmistua edustussopimuksen perustamasta kelpoisuudesta. Toisaalta voi esiintyä tilanteita, joissa edustussopimuksen toinen sopimuspuoli, kuten joukkolainanhaltija, ei ole saanut haltuunsa kaikkia olennaisia sopimuksia tai sopimusehtoja, jolloin edustajan kelpoisuuden rajat eivät välttämättä ole yksiselitteiset. Tällöin joudutaan tapauskohtaisesti selvittämään edustajan kelpoisuuden rajat ja se, onko edustaja tehnyt oikeustoimen kelpoisuutensa rajoissa vai ei.

Jos joukkolainanhaltijat ovat rajoittaneet edustajan toimivallan edustussopimuksen perustamaa kelpoisuutta suppeammaksi, oikeustoimi, jonka edustaja tekee toimivaltansa ylittäen, mutta kelpoisuutensa rajoissa, sitoo joukkolainanhaltijoita, jos se henkilö, jonka kanssa edustaja on oikeustoimen tehnyt, on ollut perustellussa vilpittömässä mielessä; toisin sanoen hän ei tiennyt eikä hänen pitänytkaan tietää joukkolainanhaltijoiden edustajalle antamista toimiohjeista eikä niiden ylittämistä. Oikeustoimen edustajan kanssa tehneen henkilön vilpittömää mieltä suojataan toimivallan ylittämistapauksissa edellyttäen, että hän on täyttänyt tapauskohtaisesti arviotuna hänelle asetetun niin sanotun normaaliasteisen selonoton. Mittarina on tällöin normaalihuolellisen henkilön selonoton laajuus. Mikäli taas se henkilö, jonka kanssa oikeustoimi tehtiin, tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimiohjeista ja niiden ylittämistä, ei oikeustoimi sido joukkolainanhaltijoita.

Esimerkiksi on mahdollista, tosin käytännössä poikkeuksellista, että edustaja toimii vastoin joukkolainanhaltijoiden kokouksessa annettua ohjeistusta, jolloin vilpittömän mielen suoja voi jälkimarkkinoilla toimivan sijoittajan näkökulmasta tulla sovellettavaksi. Vaihtoehtoisesti edustaja voi myös toimittaa vakuuden realisoinnin joukkolainanhaltijoiden intressissä ja lukuun saamiensa toimiohjeiden perusteella. Tällöin kolmannella on tarve olla perillä edustajan kelpoisuudesta ja toimivaltuuksista. Sivullisen vilpittömän mielen vaatimus liittyy korostuneesti edustajan toimivaltuuksiin ja niiden rajoihin.

**6 §. Edustajan toimintaoikeudet.** Pykälässä säädetään edustajan toimintaoikeuksista. Pykälän *1 momentissa* ilmaistaan esimerkein, mitä asioita edustajan oikeuksiin ainakin kuuluu. Luettelo ei ole tarkoitettu tyhjentäväksi vaan esimerkinomaiseksi. Toisaalta säännös on asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi vahva olettamasaäntö; toisin sanoen ei voida sopia pätevästi toisin muutoin kuin tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa, minkä on käytävä yksiselitteisesti ilmi edustusopimuksesta. Tällaisia poikkeustapauksia ovat esimerkiksi tilanteet, joissa edustaja on laiminlyönyt sopimuksenmukaisen toimimisvelvollisuutensa. Olettamasaäntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Pykälän 1 momentin *1 kohdan* mukaan edustajalla on oikeus nostaa joukkolainanhaltijoiden puolesta ja nimissä kanteita joukkolainaa koskevissa asioissa liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. Kannevallan myöntäminen edustajalle merkitsee käytännön tasolla sujuvuutta asioiden hoitamisessa. Jos edustajalla ei ole oikeutta toimia tuomioistuimessa, on hänen käytettävä asiamiehenään asianajajaa tai asianomaisen luvan saanutta lakimiestä.

Edustajan kanneoikeus voi olla sopimuksesta riippuen joko yksinomainen ja joukkolainanhaltijat poissulkeva tai rinnakkainen joukkolainanhaltijoiden kanssa. Kysymys edustajan kannevallan käytön yksinomaisuudesta jätetään tilanteiden moninaisuuden vuoksi sopimusvapauden piiriin. On kuitenkin todennäköistä, että käytännön syistä pyritään järjestelyyn, jonka mukaan edustajan kanneoikeus on yksinomainen ja joukkolainanhaltijat poissulkeva. Tämän kysymyksen ratkaiseminen käytännössä on riippuvainen myös siitä päätöksentekomallista, jolla joukkolainanhaltijat päättävät tapauskohtaisesti kanneoikeuden käytöstä. Kyseeseen voi tulla esimerkiksi joukkolainanhaltijoiden enemmistöpäätös tai vain isoimpien joukkolainanhaltijoiden ryhmäpäätös. Sanottu enemmistöpäätös tukee osaltaan edustajan kanneoikeuden käytön yksinomaisuutta.

Sopimuskäytännössä on syytä varautua myös siihen, ettei ensimmäiseen velkojainkokoukseen osallistu yhtään joukkolainanhaltijaa tai sellaista määrää joukkolainanhaltijoita kuin edustusopimuksessa edellytetään. Tällöin tulee järjestää toinen kokous, jolloin lähtökohtaisesti yksikin kokoukseen osallistuva voi tehdä kaikkia joukkolainanhaltijoita koskevia päätöksiä. Toiminnan ja päätöksenteon sujuva eteneminen on keskeistä.

Käytännön syistä on erinomaisen tärkeätä, että edustaja voi käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa ilman eri valtuutusta edustamiltaan joukkolainanhaltijoilta. Valtuutusten (valtakirjojen) kerääminen joukkolainanhaltijoilta on työläs ja hidas menettely, joka nostaa myös oikeudenkäyntikustannuksia. Myös voi olla vaarana joukkolainanhaltijan oikeuden menetys tiedonkulun katkeamisen tai vastaavan seikan johdosta, minkä seurauksena valtuutus jää antamatta, vaikka asiallisia esteitä valtuutuksen antamiselle ei olisikaan.

Pykälän 1 momentin *2 kohdan* mukaan edustajalla on sitova oikeus hakea joukkolainanhaltijoiden puolesta liikkeeseenlaskija konkurssiin sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa ja kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää näiden yhteiseen lukuun liikkeeseenlaskijan konkurssissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. Tällai-

nen oikeus edustajalla on riippumatta siitä, onko edustaja itse konkurssilain 2 luvun 2 §:ssä tarkoitettu velkoja. Edustajan oikeus edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa liikkeeseenlaskijan konkurssissa sisältää muun muassa velkojalle kuuluvan päätösvallan käyttämisen joukkolainanhaltijoiden puolesta konkurssilain 15 luvun säännösten mukaisesti, joukkolainanhaltijoiden konkurssisaatavien valvomisen konkurssilain 12 luvun 6 §:n mukaisesti (ja mainitun säännöksen sitä estämättä) sekä pesänhoitajan laatiman jakoluettelohdotuksen riitautusoikeuden konkurssilain 13 luvun säännösten mukaisesti ilman erillistä valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. Myöskään pesänhoitajalla tai muilla velkojilla ei ole oikeutta riitauttaa jakoluettelossa olevaa saatavaa tai sen etuoikeutta perusteineen konkurssilain 13 luvun 1 §:n 3 kohdan tai 13 luvun 4 §:n nojalla pelkästään sillä perusteella, että saatavan on ilmoittanut edustaja joukkolainanhaltijoiden puolesta.

Konkurssilain 1 luvun 1 §:n mukaan velallinen, joka ei kykene vastaamaan veloistaan, voidaan asettaa konkurssiin. Konkurssi on velallisen kaikkia velkoja koskeva maksukyvyttömyysmenettely, jossa velallisen koko omaisuus käytetään konkurssisaatavien maksuun. Konkurssin alkaessa velallinen menettää määräysvallan omaisuuteensa. Omaisuus realisoidaan ja saadut varat käytetään velallisen velkojen suoritukseksi. Konkurssiin asettamisen yleisenä edellytyksenä on velallisen maksukyvyttömyys eli velallinen on muutoin kuin tilapäisesti kyvytön suoriutumaan maksuvelvoitteistaan niiden erääntyessä. Konkurssiin asettamisesta päättää toimivaltainen tuomioistuin velallisen tai velkojan hakemuksesta. Tuomioistuin määrää pesänhoitajan hoitamaan velallisen omaisuutta ja konkurssipesän hallintoa. Velallista voi hakea konkurssiin velallisen lisäksi myös velkoja, jos konkurssilain 2 luvussa säädetyt konkurssiin asettamisen edellytykset täyttyvät. Konkurssilain 2 luvun 2 §:n mukaisesti velkoja on henkilö, jolla on saatava velalliselta. Konkurssilain näkökulmasta edustajan kohdalla kysymys tiivistyy siihen, onko edustaja oikeutettu hakemaan liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta ja tämän jälkeen valvomaan näiden saatavaosuudet pesänhoitajan jakoluettelossa konkurssilain 12 luvun 6 §:n mukaisesti (ja mainitun säännöksen sitä estämättä) sekä pesänhoitajan laatiman jakoluettelohdotuksen riitautusoikeuden konkurssilain 13 luvun mukaisesti ilman erillistä valtuutusta joukkolainanhaltijoilta.

Kun joukkolainanhaltijat ovat nimittäneet itselleen edustajan, eivät he ole siirtäneet edustajalle joukkolainasaatavaansa, vaan joukkolainanhaltijat ovat säilyttäneet velkojan tarkoittamassa merkityksessä tilanteessa, jossa edustaja ei ole itse sijoittanut kyseiseen liikkeeseenlaskijan liikkeeseen laskemaan joukkolainaan, sillä samalla liikkeeseenlaskijalla voi olla useita joukkolainoja. Jos edustaja ei tässä tilanteessa voisi toimia joukkolainanhaltijoiden laillisena edustajana konkurssiin hakijana tai konkurssipesän hallinnossa ilman joukkolainanhaltijoiden antamaa erillistä valtuutusta, johtaisi se siihen, että jokainen joukkolainanhaltija joutuisi itsenäisesti huolehtimaan oikeuksiensa tehokkaasta valvonnasta liikkeeseenlaskijan konkurssissa. Tämä puolestaan tarkoittaisi joukkolainanhaltijoille kasvavaa työmäärää ja kustannuksia, jotka pitäisi ottaa huomioon jo ennen edustajajärjestelyyn ryhtymistä. Tämän vuoksi on tärkeää lain tasolla säätää edustajan itsenäisestä oikeudesta hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli joukkolainanhaltijoiden puolesta ja lukuun sekä valvoa joukkolainanhaltijoiden saatavat varsinaisessa konkurssimenettelyssä. Asian selkeä sääntely lisää markkinatoimijoiden oikeusvarmuuden näkökulmasta toivottavaa kehitystä joukkolainamarkkinoilla.

Toisaalta on mahdollista, että joukkolainanhaltijat siirtävät konkurssivelkojan oikeudet heitä edustavalle edustajalle. Kyseisenlainen nimenomainen velkojan oikeuksien siirto perustaisi edustajalle muun muassa oikeuden hakea omissa nimissään velallista konkurssiin edustajan toimivaltaan kuuluvassa asiassa samoin kuin oikeuden valvoa edustamiensa tahojen saatavat velallisen konkurssissa. Samalla tavoin kuin edustajan kannevallan perustamisen yhteydessä,

edustajan mainittujen toimintaoikeuksien varmistamiseksi joukkolainan ehdoissa on ollut käytäntönä turvautua vekselilaissa (242/1932), shekkilaisissa (244/1932) sekä saatavien perinnästä annetussa laissa säänneltyyn perimis- eli prokurasiirtoon. Olemassa olevien joukkolainojen tätä asiaa koskevat ehdot katsotaan sitoviksi, mutta kun asia on säädetty lain tasolla, tulevien joukkolainojen ehdoissa ei olisi enää välttämätöntä eikä tarpeellista turvautua prokurasiirron konstruktion, mikä on poikkeuksellinen pohjoismaisessa kontekstissa.<sup>4</sup>

Pykälän 1 momentin 3 kohdan mukaan edustajalla on sitova oikeus hakea liikkeeseenlaskija yrityksen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan maksukyvyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn, joilla tarkoitetaan esimerkiksi ulkomaista maksukyvyttömyysmenettelyä tai tiettyihin yhteisöihin (kuten luottolaitoksiin) soveltuvan erityislainsäädännön mukaisia menettelyjä, jotka voivat soveltua joukkolainan liikkeeseenlaskijaan. Pykälän 1 momentin 4 kohdan mukaan edustajalla on oikeus puoltaa liikkeeseenlaskijan saneerausmenettelyhakemusta sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää puhevaltaa sekä kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää näiden yhteiseen lukuun 3 kohdassa mainituissa menettelyissä.

Yrityssaneerausta ja edustajan oikeusasemaa saneerausmenettelyssä arvioitaessa toistuvat samat ongelmakokonaisuudet kuin konkurssin yhteydessä. On arvioitava, onko edustajalla ylipäättään toimivaltaa hakea liikkeeseenlaskijaa saneerausmenettelyyn edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta ilman joukkolainanhaltijoiden antamaa erillistä valtuutusta. Lisäksi on arvioitava sitä, voiko edustaja käyttää edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta puhevaltaa yrityssaneerauksen eri vaiheissa. Edelleen tulee arvioitavaksi se, voiko edustaja ottaa vastaan selvittäjältä tiedoksiantoja edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta saneerausmenettelyn eri vaiheissa. Yrityssaneerauksesta annetun lain lähtökohtana on, että yrityssaneeraushakemuksen on tullava yksityiseltä asianosaiselta. Velallisella ja jokaisella velkojalla on itsenäinen vireillepano-oikeus. Yrityssaneerauksen erityispiirteitä ovat usean asianosaisen yhteinen hakemus sekä asianosaisen yhtyminen toisen asianosaisen hakemukseen. Käytännössä velkoja-aloitteiset yrityssaneeraukset ovat harvinaisia, joten keskeisimmiksi oikeuksiksi muodostunevat liikkeeseenlaskijan oman saneeraushakemuksen mahdollinen puoltaminen sekä puhevallan käyttäminen saneerausmenettelyssä joukkolainanhaltijoiden puolesta. Edustajan vireillepano-oikeus sekä oikeus puoltaa liikkeeseenlaskijan saneeraushakemusta edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta näyttäisivät olevan tietyin varauksin järjestettävissä jo nyky-lainsäädännön puitteissa, jos edustajan toimintaoikeuksista saneerausmenettelyssä omaksutaan laajentava tulkinta. Asiasta ei ole kuitenkaan täyttä oikeudellista varmuutta, koska voidaan myös perustellusti väittää, ettei edustajalla ole oikeutta toimia omissa nimissään (eli asialegitiimaatiota) saneerausmenettelyasiassa. Tämä johtuu siitä, ettei edustaja itsessään ole velkoja, vaan nimenomaan velkojien kollektiivinen, sopimusmääräyksen perustettu edustaja. Tämän vuoksi on selkeyttävää säätää lain tasolla, että joukkolainanhaltijoiden edustajalla on ilman saatavaa liikkeeseenlaskijalta itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskija saneerausmenettelyyn ja puoltaa liikkeeseenlaskijan omaa saneeraushakemusta edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli joukkolainanhaltijoiden puolesta ja lukuun sekä käyttää näiden puolesta puhevaltaa kyseiseen joukkolainaan perustuvien oikeuksien täytäntöönpanossa sekä ottaa vastaan selvittäjältä tiedoksiantoja saneerausmenettelyn eri vaiheissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta.

Suomen lain mukaiset konkurssi ja saneerausmenettely eivät välttämättä ole ainoat mahdolliset maksukyvyttömyysmenettelyt, joihin sellaisen joukkolainan, johon tämä laki soveltuu, liikkeeseenlaskija voidaan asettaa, mistä syystä 1 momentin 3 kohdassa on selvyyden vuoksi viittaus myös muihin soveltuviin maksukyvyttömyysmenettelyihin tai vaikutuksiltaan vastaa-

<sup>4</sup> Tästä asiasta tullaan mainitsemaan myös yleisperusteluissa jaksossa 4 ”*Esityksen vaikutukset*”.

viin virallismenettelyihin. Muulla soveltuvalla maksukyvyttömyysmenettelyllä viitataan esimerkiksi ulkomaisiin maksukyvyttömyysmenettelyihin, joiden kohteena liikkeeseenlaskija tai sen asianomaisen oikeusjärjestyksen alueella sijaitseva omaisuus voi olla. Mikäli liikkeeseenlaskija on erityislainsäädännössä säännelty yhteisö, kuten esimerkiksi luottolaitos, muulla soveltuvalla maksukyvyttömyysmenettelyllä voidaan tarkoittaa esimerkiksi luottolaitosten ja si-  
joituspalveluyritysten kriisiratkaisusta annetussa laissa (1194/2014) tarkoitettuja menettelyjä.

Pykälän 1 momentin 5 kohdan mukaan edustajalla on oikeus hallinnoida joukkolainalle annettuja vakuuksia kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Edustajana voi tulla kysymykseen myös vakuusagentti. Sääntely mahdollistaa sen, että edustaja toimii joukkolainan vakuuksien hallinnoijana joko kaikkien joukkolainanhaltijoiden nimissä ja lukuun tai omissa nimissään, mutta kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Edellisessä tapauksessa edustaja hallinnoi joukkolainaan liittyvää vakuutta kolmansiin nähden joukkolainanhaltijoiden nimissä. Tässä yhteydessä voidaan puhua avoimesta, välittömästä edustuksesta. Jälkimmäisessä tapauksessa edustaja hallinnoi joukkolainaan liittyvää vakuutta kolmansiin nähden omissa nimissään, vaikkakin edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tällöin voidaan puhua välillisestä edustuksesta ja laajemmin välihenkilöjärjestelystä.

Vakuuden perustaminen vakuusobjektitasolla tapahtuu vakuusobjektin laadun mukaisella perustamistoimella ja julkivarmistuksella edustajaa hyväksi käyttäen. Esimerkiksi kiinteistön ollessa vakuusobjektina kiinteistöön kiinnitystä osoittava panttikirja luovutetaan edustajan hallintaan ja tämä hallitsee sitä joko joukkolainanhaltijoiden nimissä tai omissa nimissään, mutta joka tapauksessa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Jos vastaavasti käytetään maakaaressa (540/1995) säänneltyä sähköistä panttikirjaa, sähköiseen lainhuuto- ja kiinnitysrekisteriin tulisi voida merkitä, että ”*edustaja hallinnoi panttia joukkolainanhaltijoiden lukuun*”. Sähköisen panttikirjan järjestelmässä ei laadita lainkaan kirjallista panttikirjaa, vaan sen korvaa sähköinen merkintä julkisessa lainhuuto- ja kiinnitysrekisterissä. Toisaalta ei ole oikeusjärjestelmän kannalta välttämätöntä, että asianomaiseen rekisteriin vakuudenhaltijaksi merkityn edustajan oikeusasema edustajana kävisi ilmi suoraan julkisista rekisteritiedoista, kunhan tämä asiointila voidaan osoittaa muulla luotettavalla aineistolla.

Pykälän 1 momentin 6 kohdan mukaan edustajalla on oikeus toimia liikkeeseenlaskijan yhteisörakenteen tai yhteisömuodon muuttamista koskevassa asiassa edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta ja heitä sitovasti. Tarkoitus on antaa yksinomainen toiminta-oikeus edustajalle joukkolainanhaltijoiden sijasta niissä tilanteissa, joissa päätetään liikkeeseenlaskijan yhteisöoikeudellisista rakennemuutoksista, kuten sulautumisesta ja jakautumisesta, tai yhteisömuodon muutoksista, kuten osuuskunnan muuntamisesta osakeyhtiöksi. Edustaja voi siten joukkolainanhaltijoiden puolesta sekä kannattaa että vastustaa kyseisiä muutoksia tai luopua vastustamasta niitä. Käytännössä edustaja kuitenkin tulee hakemaan joukkolainanhaltijoiden kokoukselta kannanoton näihin asioihin.

Pykälän 2 momentissa säädetään, että edustajan 1 momentissa mainitut oikeudet sisältävät myös oikeuden ottaa vastaan tiedonantoja joukkolainanhaltijoiden puolesta sekä maksukyvyttömyys- ja niihin rinnastettavissa menettelyissä että niiden ulkopuolella.

**7 §. Edustajan tiedonantovelvollisuus.** Pykälässä säädetään edustajan tiedonantovelvollisuudesta joukkolainanhaltijoita kohtaan. Pykälän 1 momentin mukaan edustajalla on velvollisuus antaa joukkolainanhaltijoille viipymättä tieto omassa taloudellisessa tilanteessaan tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat edustussopimuksen velvollisuuksien täyttämiseen. Liikkeeseenlaskijan osalta vastaavantyyppinen, mutta laajempi ja yksityiskohtaisempi tiedonantovelvollisuus on asetettu arvopaperimarkkinalaissa, jossa on asetettu velvollisuus huolehtia siitä, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla

sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätöksien tekemiseksi.

Edustajalla on markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti ollut oikeus tehdä pienimuotoisia ja teknisiä päätöksiä itsenäisesti joukkolainanhaltijoiden puolesta edellyttäen, että näin on edustussopimuksessa sovittu. Jotta joukkolainanhaltijat voisivat käyttää tehokkaasti oikeuksiaan ja hyödyntää edustajaa täysimääräisesti omien intressiensä ajamiseksi, on ensiarvoisen tärkeää, että he saavat edustajalta tiedon keskeisistä edustusjärjestelyn toimivuuteen liittyvistä seikoista. Tällaisina voidaan pitää tietoa edustajan omassa taloudellisessa tilanteessa äkillisesti tapahtuneesta olennaisesta muutoksesta. Vastaavasti myös muilla edustussopimuksen täyttämisen näkökulmasta keskeisillä edustajaan liittyvällä seikoilla voi olla joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta korostunut merkitys. Tiedonantovelvollisuuden asema korostuu erityisesti ammattimaisten sijoittajien kohdalla, joilla on ammattimaisiin sijoittajiin nähden huomattavasti rajallisemmat resurssit aktiivisesti seurata ja saada tietoa edustajan toiminnasta ja tilasta. Edustaja täyttää nykyisin edustussopimuksessa määritellyn tiedonantovelvollisuutensa antamalla tietoja lähinnä joko omien internetsivujensa tai tilinhoitajien kautta. Jos tieto kulkee tilinhoitajien kautta, edustajalla ei ilman erillistä tilinhoitajan kanssa tehtyä sopimusta ole mahdollisuutta varmistaa, että tieto menee tämän lain mukaisille joukkolainanhaltijoille. Vaihtoehtona tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi voidaan pitää velvollisuutta kutsua joukkolainanhaltijoiden kokous koolle. Kyseinen vaihtoehto täyttää joukkolainanhaltijoiden tiedonsaanti-oikeuden, jos koollekutsuminen suoritetaan viipymättä laissa säädettyjen edustajan asemassa tapahtuneiden muutosten tultua edustajan toimivan johdon tietoon. Vakiintuneen sopimuskäytännön mukainen edustajan tiedonantovelvollisuus on usein perustettu nimenomaan joukkolainanhaltijoiden koollekutsumiseen. Joukkolainanhaltijoita eli sijoittajia tiedotetaan ja kuullaan lähtökohtaisesti joukkolainanhaltijoiden kokouksissa (soveltuvien osin arvopaperimarkkinalain 8 luvun 4 §:n mukaisesti), joissa äänestetään kulloinkin tehtävistä merkittävistä joukkolainanhaltijoita koskevista niin liikkeeseenlaskijaa, liikkeeseen laskettua joukkolainaa kuin edustajaa koskevista toimenpiteistä. Edustaja voi täyttää tiedonantovelvollisuutensa suhteessa joukkolainanhaltijoihin monin eri tavoin. Tämän vuoksi momentissa ei säädetä siitä, miten joukkolainanhaltijoita on tiedotettava edustajan taloudellisessa tilanteessa tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat edustussopimuksen täyttämiseen. Edustajalle laissa asetetun tiedonantovelvollisuuden toteuttamistapa on sovittava edustussopimuksessa.

Edustajan ja vakuusagentin toiminnasta, oikeuksista ja velvollisuuksista säädetään lisäksi arvopaperimarkkinalaissa, jonka 1 luvun yleiset säännökset voivat tulla sovellettavaksi myös edustajaan, jos edustaja tai vakuusagentti hallinnoi arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Tämä koskee koko lain soveltamisalaa. Arvopaperimarkkinalaki ei kuitenkaan tule sovellettavaksi, jos edustajan tai vakuusagentin hallinnoimat arvopaperit ovat joko lain tai sopimusmääräyksen nojalla siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia taikka muita vastaavia sijoitusinstrumentteja eivätkä näin ollen täytä arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmää.

Pykälän 2 momentin mukaan edustussopimus on pyydettyessä pidettävä joukkolainanhaltijoiden saatavilla. Edustajan muusta tiedonantovelvollisuudesta on sovittava edustussopimuksessa. Tämä korostaa lain asemaa puitelakina. Edustajalle ei ole tarpeen asettaa lailla pakollisia tiedonantovelvollisuuksia enempää kuin on tarpeen joukkolainanhaltijoiden perusteltujen odotusten varmistamiseksi ja suojelemiseksi. Käytännössä edustussopimuksessa sovitaan kattavasti edustajan liikkeeseenlaskijaa koskevasta tiedonantovelvollisuudesta ja muista toimintavelvollisuuksista suhteessa joukkolainanhaltijoihin. Osapuolet kykenevät lähtökohtaisesti itse parhaiten arvioimaan, mitä lisävaatimuksia muun muassa edustajan tiedonantovelvollisuuksista yksittäisiin edustussopimuksiin on tarpeen sisällyttää, sekä sopimaan niistä. Näin ollen asi-



an tarkempi määrittely on parempi jättää markkinaosapuolten sopimusvapauden piiriin. Tämä mahdollistaa tarvittavan tapauskohtaisen joustavuuden sekä markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä. Joukkolainanhaltijoiden suojaamiseksi on kuitenkin olennaista, että edustajan muusta tiedonantovelvollisuudesta on sovittu edustussopimuksessa. Tällaisen tiedonantovelvollisuuden sisältö jätetään kuitenkin osapuolten keskenään tapauskohtaisesti määriteltäväksi ja sovittavaksi.

Pykälä on *3 momentin* mukaan pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

**8 §.** *Edustajan edustusoikeuden peruuttaminen ja purkaminen sekä edustajan vaihtaminen ja eroaminen.* Pykälässä säädetään edustajan edustusoikeuden peruuttamisesta ja purkamisesta sekä edustajan vaihtamisesta ja eroamisesta. Pykälä on tahdonvaltainen. Lähtökohtana on pykälän *1 momentin* mukaan, ettei yksittäinen joukkolainanhaltija ole oikeutettu peruuttamaan edustajan edustusoikeutta ja toimivaltuuksia. Edustuksen peruuttamattomuus esitetyllä tavalla on edustajan tehtävien hoidon kannalta käytännössä merkittävä, kun edustaja toimii kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden hyväksi ja lukuun. Säännös on tarpeen, koska oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa on vallitsevasti lähdetty siitä, että valtuutus on pääsääntöisesti valtuuttajan peruutettavissa. Myös muiden edustusoikeuden järjestelyjen osalta kysymys sen peruutettavuudesta on aiheuttanut epävarmuutta voimassa olevan oikeuden kannalta. Keskustelua on käyty siitä, voidaanko edustussopimuksen kaltaista monenkeskistä sopimusta rinnastaa valtuutukseen vai onko se katsottava muuksi edustuksen muodoksi, minkä vuoksi laintasoinen täsmennys on tarpeen.

Lisäksi säädetään siitä, ettei yksikään osapuolista voi yksipuolisesti irtisanoa edustussopimusta edustussopimuksen voimassaoloaikana. Säännös on informatiivinen, koska joukkolainaan liittyvät sopimukset ovat säännöllisesti määräaikaista sopimuksia, jotka ovat voimassa joukkolainajärjestelyjen kestoajan eivätkä siten ole irtisanottavissa kenenkään yksittäisen osapuolen toimesta päättämään kesken joukkolainajärjestelyn kestoajan. Säännökseen kirjattu yleinen irtisanomisrajoitus perustuu myös vallitsevaan sopimuskäytäntöön.

Selkeänä lähtökohtasääntönä edustusoikeuden toimivuuden kannalta ja silmällä pitäen joukkolainanhaltijoiden intressiä on, ettei yksittäinen joukkolainanhaltija voi pätevästi peruuttaa edustajan edustusoikeutta taikka irtisanoa edustussopimusta edustussopimuksen voimassaoloaikana.

Toisaalta joukkolainanhaltijoiden kokous voi edustussopimuksessa edellytetyllä tavalla peruuttaa edustajan edustusoikeuden ja toimivaltuudet. Edustussopimus säilyy muilta osin voimassa. Tässä tilanteessa syntyy normaalisti tarve nimetä uusi edustaja joukkolainanhaltijoille.

Käytännön tasolla on joukkolainanhaltijoiden kannalta tärkeätä, että tarvittaessa edustaja voidaan vaihtaa eli nimetä uusi edustaja väistyvän sijaan. Silloin kun edustajan käytöstä on sovittu, on yleensä sovittu myös siitä menettelytavasta, miten nimetään uusi edustaja siinä tapauksessa, että edustajan edustusoikeus peruutetaan tai puretaan edustussopimuksessa sallitulla tavalla, taikka edustaja eroaa tehtävästään edustussopimuksen voimassaoloaikana. Uuden edustajan nimeämisen taustalla voi olla kysymys siitä, että nimetty edustaja on rikkonut joukkolainan tai edustussopimuksen ehtoja (esimerkiksi tiedonantovelvollisuutta tai muuta vastaavaa sopimusehtoa tai laiminlyönyt vakuuden realisointiin liittyvän toimimisvelvollisuutensa taikka toiminut vastoin joukkolainanhaltijoiden kokouksen antamaa ohjeistusta). Kysymys voi olla myös siitä, että edustaja on syyllistynyt toimessaan rikokseen tai rikkonut joukkolainanhaltijoiden yhdenvertaista kohtelua koskevaa vaatimusta. Hyvän arvopaperimarkkinatavan merkitys korostuu edustajan toiminnassa sen fidusiarisen luonteen vuoksi, etenkin asiakasvarojen ja vakuusomaisuuden hallinnassa, säilyttämisessä, hoitamisessa ja tarvittaessa realisoinnissa.

Siinäkin tapauksessa, että edustaja eroaa tehtävästään, on tärkeätä, että uusi edustaja nimetään tehtävästään eroavan edustajan sijaan. Joukkolainanhaltijoiden sijoittajansuojan toteuttamiseksi on tarkoituksenmukaista, että joukkolainanhaltijoilla on jatkuvasti toimivaltainen edustaja hoitamassa joukkolainanhaltijoiden intressissä ja lukuun näiden yhteisiä asioita siinä tapauksessa, että on ylipäänsä sovittu edustajan käyttämisestä joukkolainassa tässä merkityksessä.

Pykälän 2 momentin mukaan jos elinkeinonharjoittaja poistetaan 14 §:n 1 momentissa tarkoitusta rekisteristä tai luonnollisena henkilönä toimiva edustaja kuolee tai menettää oikeustoimikelpoisuutensa, on välittömästi ryhdyttävä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi edustus-sopimuksessa sovitulla tavalla, jollei edustus-sopimuksen mukaisesti ole nimenomaisesti sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa.

Pykälän 3 momentin mukaan jos edustus-sopimuksessa on niin sovittu, rekisteristä poistettu elinkeinonharjoittaja saa jatkaa edustajana toimimista mutta ainoastaan siihen asti, kunnes kaikille niille joukkolainoille, joissa kyseinen elinkeinonharjoittaja toimii edustajana, on niitä koskevien edustus-sopimusten mukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä nimetty uusi edustaja. Säännöksen tarkoitus on asettaa velvollisuus ryhtyä toimenpiteisiin edustajan vaihtamiseksi, jos rekisteröinti perutaan. Säännös liittyy lain luonteeseen puitelakina ja sen mahdollistamaa sopimusvapautta korostavaan tahdonvaltaisuuteen, minkä vuoksi laissa on vain harvoja pakottavia säännöksiä. Tahdonvaltaisuus, josta säädetään 3 §:ssä, tukee vakiintunutta markkinäkäytäntöä ja varmistaa, ettei heikennetä kannusteita edustajaksi ryhtymiselle saati edustajan käyttämiselle.

Pykälän 4 momentin mukaan mikään edustajan edustusoikeuden peruuttaminen ja purkaminen tai edustajan vaihtaminen taikka edustajan eroaminen ei voi tulla voimaan ennen kuin uusi edustaja on nimetty, ellei edustus-sopimuksen mukaisesti ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa. Tämä säännös toimii kannustimena sille, että edustus-sopimuksessa sovitaan asianmukaisesti edustajan nimeämisestä väistyvän edustajan sijaan. Sisällöllisesti asiasta saadaan sopia osapuolten parhaaksi katsomalla tavalla.

On myös huolehdittava käytännössä yhtäältä siitä, että jos väistyvän edustajan rekisteröitymisedellytykset eivät enää täyty, tämä poistetaan rekisteristä 19 §:n mukaisesti ja toisaalta siitä, että uusi edustaja väistyvän sijaan on rekisteröity, jos edellytetään rekisteröityä edustajaa.

### 3 luku **Joukkolainanhaltijoiden toiminta**

Lukukohtaiset perustelut. Lain 3 luvussa säädetään yleisluontoisesti joukkolainanhaltijoiden toiminnasta ja päätöksenteosta.

**9 §. Toimintakielto.** Pykälässä säädetään edustajan yksinomaisesta toimikelpoisuudesta edustus-sopimuksen voimassaolon aikana. Käytännössä pykälällä rajoitetaan joukkolainanhaltijoille perinteisesti kuuluvia oikeuksia liikkeeseenlaskijaa kohtaan edustus-sopimuksen voimassaolo-aikana edustajamallin toimivuuden ja sillä tavoiteltavien hyötyjen varmistamiseksi (engl. *no-action clause*). Edustus-sopimuksessa joukkolainanhaltijat käytännössä kategorisesti luopuvat tietyistä edustus-sopimuksessa määritellyistä oikeuksistaan, ja ne siirtyvät yksinomaan edustajalle. Tietyissä tilanteissa joukkolainanhaltijoiden edustajan kanssa rinnakkainen toimivalta voi olla perusteltua, joten pykälässä todetaan, että osapuolet voivat sopia tällaisen rinnakkaisen toimivallan perustamisesta edustus-sopimuksessa, jos kokevat sen tarpeelliseksi.

Suomen oikeusjärjestelmässä on voimassa pitkälle ulottuva sopimusvapaus, jonka puitteissa liikkeeseenlaskija, joukkolainanhaltija ja edustaja voivat muodostaa keskinäiset oikeussuhteensa haluamallaan tavalla. Edustus-sopimukseen voidaan siten lähtökohtaisesti sisällyttää

osapuolten yhteisymmärryksessä sopimat ehdot, joissa joukkolainanhaltijat luopuvat tietyistä heille sijoittajina normaalisti kuuluvista oikeuksista tiettyjen ennakkoodellytysten vallitessa, kuten oikeudesta ajaa erillisiä kanteita tai ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeenlaskijaa vastaan niin kauan kuin heidän eduistaan huolehtiva edustaja on toimintakelpoinen (niin sanottu negatiivinen kanneoikeus). Kyseessä on vastakkainen oikeus sille, että joukkolainanhaltijat voivat edustussopimuksessa siirtää osan heille normaalisti kuuluvasta toimivallasta edustajalle nimenomaisilla edustussopimukseen tai merkintäsitoumukseen otettavilla ehdoilla (edustajan itsenäinen toimivalta).

Suomen oikeusjärjestelmässä on perinteisesti katsottu, että asianosaisten laatimat sopimuksen ehdot ovat lähtökohtaisesti sitovia. Jos osapuolet ovat omasta vapaasta tahdostaan tarkoittaneet tietyn järjestelyn olevan peruuttamattomasti voimassa joukkolainan voimassaoloajan tai joukkolainanhaltijat ovat luopuneet tietyistä oikeuksistaan edustajan hyväksi, ja kyseiset tahdonilmaisut on pätevästi kirjattu joukkolainan ehtoihin, ne ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia. Myös velkakirjalaki lähtee siitä, että sovitut velkakirjaklausuulit ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia, jollei niistä ole syytä poiketa velkakirjalain pakottavien määräysten, varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) 3 lukuun sisältyvien yleisten pätemättömyyssääntöjen tai velkakirjalain 8 §:n kohtuullistamislausukseen nojalla. Näin ollen osapuolet voivat pitkälti muodostaa oikeusasemansa itse parhaaksi näkemällään tavalla sopimusvapauden puitteissa.

Vastaavaa lopputulosta voidaan perustella myös Suomen oikeusjärjestelmässä vakiintuneella instituutiolla nimeltään prokurasiirto, jota voidaan kuvaavammin luonnehtia ”*perimissirroksi*” eli asianosaisen saatavan siirtämiseksi toiselle perittäväksi. Asiasta on säännöksiä vekselilaissa, shekkilaissa ja laissa saatavien perinnästä. Lähtökohtana kaikissa edellä mainituissa laeissa on, että jos velkoja on antanut perinnän jonkun muun tehtäväksi, velallisen tällaiselle toimeksisaajalle suorittama maksu on pätevä alkuperäistä velkojaa kohtaan. Velkojan siirrettyä saatavansa prokurasiirron toimeksisaajalle on tällä lähtökohtaisesti kyseistä saatavaa koskeva kannevalta ja oikeus ryhtyä muihin vastaaviin velalliseen kohdistuviin toimiin perimistarkoituksin siirretyn saatavan perusteella. Ilman erityistä perustetta velkoja ei voi myöskään ryhtyä itsenäisesti perittäväksi siirrettyä saatavaa koskeviin perintätoimiin tai kyseenalaistaa toteuttamaansa saatavan siirtoa. Prokurasiirto näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalla järjestää edustajan asema tälle riittävät toimivaltuudet turvaavalla tavalla ilman, että joukkolainanhaltija voi käyttää edustajan kanssa rinnakkaista toimivaltaa. Tätä konstruktiota on myös laajasti hyödynnetty kotimaisessa markkinakäytännössä. Prokurasiirrosta ei ole kyse kuitenkaan itse saatavan omistusoikeuden siirrosta, vaan ainoastaan siirrosta perimistarkoituksessa eli omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta. Näin ollen saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla eikä saatavan pitäisi kuulua edustajan konkurssipesään. Prokurasiirto liittyy keskeisesti edustajan saamis- ja perintäoikeuksien turvaamiseen. Edustajalla on kuitenkin joukkolainan voimassaoloaikana myös monia muita aineellista päätösvaltaa sisältäviä tehtäviä, jotka eivät liity liikkeenlaskijan mahdollisiin maksukyvyttömyys- tai muihin ongelmatilanteisiin, mikä puoltaa asian säätämistä omassa pykälässään.

Asialla on konkreettinen merkitys muun muassa saatavan perinnässä, vakuuksien realisoinnissa, oikeudenkäynneissä ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelyssä, mukaan lukien liikkeenlaskijan konkurssi- ja saneerausmenettelyssä. Edustajan kanssa rinnakkainen toimivalta aiheuttaa monenlaisia ongelmia ja käytännössä estää niiden hyötyjen saavuttamisen, joita edustajamallilla tavoitellaan. Tämän takia laissa valittuna lähtökohtana on edustajan yksinomainen toimivalta, jollei asiasta ole edustussopimuksessa osapuolten kesken toisin sovittu. Pykälä on tahdonvaltainen.

**10 §. Päätöksentekomenettely.** Pykälässä säädetään edustustoimintaa ja edustajaa koskevasta päätöksentekomenettelystä. Lähtökohtana on, että joukkolainanhaltijat tekevät edustustoimintaa ja edustajaa koskevat päätöksensä edustussopimuksessa tarkemmin sovitulla tavalla, joka voi edellyttää enemmistöä, määränemmistöä tai yksimielisyyttä. Pääsääntöisesti sitova päätös edellyttää joukkolainanhaltijoiden kokouksessa läsnä olevien joukkolainanhaltijoiden enemmistöä. Pykälä on tahdonvaltainen.

Edustaja toimii edustussopimuksessa määritellyn toimeksiantonsa mukaisesti lähes aina kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun ja pyrkii tekemään toimintapäätöksensä edustussopimukseen usein sisällytetyn yhteistoimintalausekkeen mahdollistaman enemmistöpäätöksen nojalla. Esimerkiksi velkojen uudelleenjärjestelyprosessin tai yhdenmukaisten täytöntönnäpanotoimien mahdollistamiseksi sopimukseen sisällytetään usein yhdenmukaiset ja standardoidut yhteistoimintalausekkeet (engl. *Collective Action Clauses, CACs*). Ne mahdollistavat joukkolainanhaltijoiden kokouksen usein määränemmistöin velallisen suostumuksella tekemät, kaikkia joukkolainanhaltijoita oikeudellisesti sitovat päätökset maksuehdoista (esimerkiksi lainanhoidon pysäyttäminen, laina-aikojen pidentäminen, koronalennukset ja velan pääoman alennukset) oloissa, joissa velallinen ei pysty hoitamaan velkaansa. Yksittäiset velkojat eivät siten pysty estämään velkajärjestelyn käynnistämistä. Vähemmistöön jäänyt tai äänestämättä jättänyt joukkolainanhaltija joutuu tyytymään enemmistöpäätöksen mukaiseen ratkaisuun.

Joukkolainanhaltijoita kuullaan joukkolainanhaltijoiden kokouksissa, jonka edustaja kutsuu käytännössä usein koolle, kun on tehtävä tärkeitä ja merkittäviä päätöksiä. Tällaisia päätöksiä voivat olla esimerkiksi neuvottelut joukkolainan ehtojen muuttamisesta, liikkeeseenlaskijan hakemisesta konkurssiin tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn, kanteen nostamisesta liikkeeseenlaskijaa tai liikkeeseenlaskijan toimivaa johtoa vastaan tai edustajan korvaamisesta toisella edustajalla. Edustussopimuksessa voidaan tällaisten tapausten varalta sopia, että joukkolainanhaltijoiden vähemmistön on hyväksyttävä tietyn ehdoissa tarkemmin sovittavan enemmistön päätös, jos asiasta äänestetään joukkolainanhaltijoiden kokouksessa. Käytännössä joukkolainanhaltijoiden kokouksissa äänestetään kulloinkin tehtävistä toimenpiteistä, minkä jälkeen edustaja hoitaa päätöksen edellyttämät toimenpiteet ja niiden toimeenpanon joukkolainanhaltijoiden edustussopimuksessa sovitun enemmistön tekemän päätöksen nojalla. Suurin osa joukkolainanhaltijoiden kokouksessa tehtävistä päätöksistä tehdään yksinkertaisella enemmistöllä. Merkittävimpien asioiden osalta on kuitenkin usein sovittu edustussopimuksessa määränemmistöpäätöksenteosta. Lisäksi voidaan sopia, että tietyt päätökset edellyttävät yksimielisyyttä. Lisäksi erilajisten arvopaperien osalta on voitu sopia toisistaan poikkeavista päätöksentekomekanismeista. Silloin kun edustajan päätös ei heikennä joukkolainanhaltijoiden asemaa ja joukkolainanhaltijat yksiselitteisesti hyötyvät, itsenäinen toimivalta on sallittu turhien kirjallisten menettelyjen välttämiseksi. Edustajalle on perinteisesti edustussopimuksessa myös määritelty oikeus tehdä pienimuotoisia ja teknisiä päätöksiä itsenäisesti joukkolainanhaltijoiden puolesta. Edustajan itsenäisen toimivallan rajoista on kuitenkin oltava edustussopimuksessa riittävän selvät määräykset toimivaltarajoihin liittyvien väärinkäsitysten välttämiseksi.

Osapuolet kykenevät itse parhaiten arvioimaan, mitkä asiat jätetään edustajan itsenäisen toimivallan piiriin ja mitkä katsotaan niin merkittäviksi, että niistä on päätettävä joukkolainanhaltijoiden kokouksessa sovitulla joko yksinkertaisella enemmistöllä tai merkittävässä asioissa määränemmistöllä taikka siten kuin edustussopimuksessa on muuten tapauskohtaisesti sovitettu. Osapuolet voivat sopimusvapauden puitteissa sopia tarvittavan enemmistön suuruudesta taloudellisesti merkittävien asioiden osalta. Markkinoilla nykyisin vakiintuneena määränemmistövaatimuksena voidaan pitää joko 2/3:n tai 3/4:n enemmistöä, mutta tietyt asiat on voitu joukkolainan ehdoissa sopia ratkaistavan myös yksinkertaisella enemmistöllä. Kyseiset mää-

räenemmistövaatimukset ovat yleisiä erityisesti alhaisen luottolaadun *high yield* -joukkolainoissa, jotka ovat korkean luottolaadun *investment grade* -luokituksen alapuolelle jäävän yrityksen liikkeeseen laskemia joukkolainoja, ja joiden korkotuotto on korkea, koska liikkeeseenlaskijan luottokelpoisuus on heikompi. *High yield* -joukkolainaan liittyy korkea tuotto-odotus, jota vastaa sijoituksen suhteellisen korkea riski. Vastaavasti luottoluokitetuille suurille ja tunnetuille yrityksille eli niin sanotuille *investment grade* -yrityksille joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa räätälöidyissä lyhytmuotoisissa sopimuskokonaisuuksissa määränemmistövaatimus on tyypillisesti, mutta ei kategorisesti, asetettu huomattavasti korkeammaksi noin 9/10:n enemmistöön.

#### 4 luku **Vakuudet ja varojen kohtelu**

Lukukohtaiset perustelut. Lain 4 luvussa säädetään joukkolainan vakuuden perustamisesta edustajalle tai edustajana toimivalle vakuusagentille. Edustaja toimii joukkolainan vakuuksien hallinnoijana joko kaikkien joukkolainanhaltijoiden nimissä ja lukuun tai omissa nimissään, mutta kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Luvussa säädetään myös joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisyydestä edustajan varoista.

**11 §. Joukkolainan vakuudet.** Pykälässä säädetään joukkolainan vakuuksista. On tavanomaista, että rahoitusjärjestelyissä, kuten esimerkiksi yrityksen investointirahoituksessa, saatavan tai liiketoiminnan arvopaperistamisessa taikka projektirahoituksessa silloin, kun niissä turvautaan vakuudellisen joukkolainan liikkeeseenlaskuun, käytetään edustajaa tai edustajana toimivaa vakuusagenttia hallinnoimaan rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia velkojien yhteiseen lukuun. Edustajan käyttö on usein jo käytännön syistä tarpeen, jotta vakuuteen liittyvät asiat saadaan hoidetuksi yhden toimijan avulla kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteisessä intressissä näiden lukuun. Edustajan tehtävänä on vakuuden hallinnointi vakuusaikana (tai niin kutsutussa odotusvaiheessa) ja tarvittaessa vakuuden realisointi tilityksineen selvitysvaiheessa. Vakuusaikainen hallinnointi tarkoittaa vakuusomaisuuden hallintaa, säilyttämistä, hoitamista ja tarvittaessa vakuusomaisuuden realisointia.

Arvopaperistamisjärjestelyssä erillisyhtiö (SPV) laskee liikkeeseen vakuudellisen joukkolainan. Saatavan arvopaperistamisessa joukkolainanhaltijoiden saatavan vakuutena on erillisyhtiön ostama saatavakanta (yksilöidyt saatavat) ja näiden vakuutena olevat vakuudet. Saatavien osalta kyse on panttauksesta ja muiden vakuuksien osalta edelleenpanttauksesta joukkolainanhaltijoiden hyväksi edustajan avulla. Edustaja toimii joukkolainanhaltijoiden lukuun. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa joukkolainanhaltijoiden saatavan vakuutena toimivat arvopaperistettavan operatiivisen yrityksen vielä ansaitsemattomat saatavat ja yrityksen muu vakuusomaisuus, jotka on pantattu erillisyhtiölle, ja joka edelleenpanttaa nämä joukkolainanhaltijoiden hyväksi edustajan avulla. Edelleenpanttausta koskee yhä vanha vuoden 1734 lain kauppakaaren (3/1734) 10 luvun 6 §:n säännös.

Edustajalla on kelpoisuus hallinnoida joukkolainaan liittyvää vakuutta kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tämä koskee myös myöhempiä joukkolainanhaltijoita (siirronsaajia). Silloin kun joukkolainalle on annettu vakuus, edustajalla on pykälän *1 momentin* mukaan sivullisia kohtaan sitova kelpoisuus käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia ilman eri valtuutuksia. Momentti on tahdonvaltainen. Säännöksellä ei siten puututa esimerkiksi sivullisittomuuteen siten kuin siitä säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Säännöksellä ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullisittomuus määräytyy.

Käytännössä edustus sopimuksessa joukkolainanhaltijat sopivat, että edustaja on oikeutettu tai velvollinen käyttämään oikeuksiaan joko itsenäisesti tai joukkolainanhaltijoiden tai näiden

enemmistön ohjeistamana. Tämä voi merkitä muun muassa sitä, että joukkolainanhaltijoiden määräänemmistö päätöksellä edustajalla on velvollisuus realisoida vakuus tai periä pantattu saatava velalliselta. Vähemmistöön jäänyt tai äänestämättä jättänyt joukkolainanhaltija saa tyytyä enemmistö päätöksen mukaiseen ratkaisuun. Toisaalta edustajalla on tilitysvelvollisuus joukkolainanhaltijoihin nähden, koska edustaja toimii joukkolainanhaltijoiden intressissä ja näiden lukuun. Säännös liittyy 5 §:n 3 momenttiin, mutta paikantuu nimenomaan vakuudenhaltijana toimimiseen esimerkiksi tilanteessa, jossa edustaja on katsottava suoraan vakuudenhaltijana toimivaksi vakuusagentiksi, joka hallinnoi joukkolainan vakuutta. Edustaja/vakuusagentti voi toimia vakuudenhaltijana ja käyttää vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia. Käytännössä vakuudet voivat olla dynaamisia, toisin sanoen vakuusomaisuus voi muuttua sopimusjärjestelyn voimassaoloaikana.

Kun edustaja tai vakuusagenttina toimiva edustaja hallinnoi joukkolainan vakuuksia, ei yksittäisellä joukkolainanhaltijalla pykälän 2 momentin mukaan ole samanaikaisesti rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käytettävissä joukkolainan vakuuksiin. Säännöstä voidaan perustella ennen muuta käytännön syillä, joilla pyritään turvaamaan koko joukkolainajärjestelyn toimivuus ja kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhdenvertainen kohtelu ja etu. Tämän vuoksi on myös perusteltua, että säännös on asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi vahva olettamasaäntö; toisin sanoen ei voida sopia pätevästi toisin muutoin kuin tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa, minkä on käytävä yksiselitteisesti ilmi edustussopimuksesta. Tällaisia poikkeustapauksia ovat esimerkiksi tilanteet, joissa edustaja on laiminlyönyt sopimuksenmukaisen vakuuden realisointivelvollisuutensa.

Yksittäisen joukkolainanhaltijan oikeusasema jäsenyyden yleensä yhdeksi joukkolainanhaltijaksi, joka voi käyttää äänivaltaansa joukkolainanhaltijoiden yhteisessä päätöksenteossa päätettäessä edustajan toimivallasta vakuudenhaltijana, esimerkiksi vakuusomaisuuden realisoinnista saatavan eräännyttyä. Tällöin voidaan puhua sijoittajademokratiasta. Näin siis siinä tapauksessa, että edustajalle ei ole annettu yksinomaista toimivaltaa toimia joukkolainanhaltijoiden puolesta taikka päätösvaltaa ei ole siirretty sopimuksin vain nimetyille joukkolainanhaltijoille, jotka käytännössä useimmiten ovat suuria institutionaalisia sijoittajia. Kysymys on siitä, riittävätkö äänivaltaoikeus ja sen käyttö turvaamaan yksittäisen joukkolainanhaltijan kohdalla sijoittajan suoja, kun on kyse yksittäisestä ei-ammattimaisesta sijoittajasta. Kun 5 §:ssä edellytetään joukkolainanhaltijoiden yhdenvertaista kohtelua, voidaan sen katsoa riittävästi turvaavan myös yksittäistä ei-ammattimaisesta sijoittajaa. Velkojan perusoikeudeksi voidaan katsoa, että velkojalla itsellään on oikeus saatavansa perintään. Tämän vuoksi on tarpeen perustella tämän oikeuden sivuuttamista edellä esitetyillä argumenteilla, joita ovat ennen muuta vaatimus joukkolainanhaltijoiden yhdenvertaisesta kohtelusta ja yksittäisen joukkolainanhaltijan oikeus käyttää äänivaltaansa joukkolainanhaltijoiden yhteisessä päätöksenteossa.

Jos edustaja vakuudenhaltijana toimiessaan on toiminut kelpoisuutensa puitteissa, mutta on ylittänyt joukkolainanhaltijoilta saamansa toimivallan, oikeustoimi jää kuitenkin voimaan, jos oikeustoimen osapuoli ei tiennyt eikä hänen pitänytkaan tietää siitä, että edustaja vakuudenhaltijana on ylittänyt toimivallansa oikeustoimen tehdessään. Tällainen tilanne voi syntyä käytännössä erityisesti silloin, kun edustaja toimii vakuudenhaltijana omissa nimissään vaikkakin joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tällöin syntyy tarve suojata vakuudenhaltijana toimivan edustajan tekemän oikeustoimen osapuolen perusteltua vilpittömää mieltä. Osapuolen vilpittömän mielen saanti edellyttää sitä, että osapuoli on täyttänyt niin sanotun normaaliasteisen selonoton edustajan toimivallan mukaisella tavalla. Edustajan sopimusrikkomuksen johdosta voi edustajalle syntyä vahingonkorvausvelvollisuus joukkolainanhaltijoita kohtaan. Kun edustaja esiintyy omissa nimissään vakuudenhaltijana vaikkakin joukkolainanhaltijoiden lukuun, voi helposti realisoitua sivullisen vilpittömän mielen saanto.

**12 §.** *Joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisyyden edustajan varoista.* Pykälässä säädetään joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisyydestä edustajan varoista. Joukkolainanhaltijoiden joukkolainaan perustuvat saatavat eivät sovitun vakuusjärjestelyn seurauksena kuulu edustajan varoihin. Joukkolainanhaltijat ovat mainittujen saatavien velkojia. Tästä seuraa, ettei saatavia voida ulosmitata edustajan veloista eivätkä saatavat kuulu edustajan konkurssipesän varoihin. Myöskään edustaja ei voi oikeudellisesti tehokkaalla tavalla omistajana määrätä niistä esimerkiksi siirtämällä ne kolmannelle.

Joukkolainalle annetut vakuudet eivät sovitun vakuusjärjestelyn seurauksena kuulu edustajan varoihin. Vakuusobjekti on joko liikkeeseenlaskijan tai mahdollisessa vierasvelkapanttauksessa sivullisen omaisuutta. Toisin sanoen edustaja ei voi niistä oikeudellisesti tehokkaalla tavalla määrätä omistajana eikä myöskään velkojana omaan lukuunsa eikä vakuusomaisuutta voida ulosmitata edustajan omista veloista eikä vakuusomaisuus kuulu edustajan konkurssipesään. Toisaalta edustaja on usein vakuudensaaja, jolloin hän hallinnoi vakuusomaisuutta osaksi omaan lukuunsa ja osaksi muiden velkojien (joukkolainanhaltijoiden) lukuun. Edustaja ei ole oikeutettu siten yksin oikeudellisesti määräämään vakuusomaisuudesta omaan lukuunsa. Tarvittaessa vakuusobjekti on erotettavissa edustajan hallinnasta joukkolainanhaltijoiden hyväksi, jotka ovat vakuusjärjestelyn tosiasiallisia edunsaajia.

Pykälän *1 momentti* sisältää säännöksen siitä, että edustajalla on järjestämisvastuu sen hallinnointiin tulevien joukkolainalle annettujen vakuuksien ja joukkolainanhaltijoiden rahavarojen säilyttämisestä ja käsittelystä luotettavalla tavalla.

Pykälän *2 momentissa* säädetään siitä, että edustajan on pidettävä joukkolainanhaltijoille ja muille kuuluvat raha- ja muut asiakasvarat erillään omista varoistaan. Säännöksellä pyritään estämään toisille kuuluvien varojen sekoittuminen edustajan omiin varoihin ja näin estämään sekoittumisen oikeusvaikutukset. Joukkolainanhaltijoiden intressissä on, että heille kuuluvat raha- ja muut asiakasvarat ovat tarvittaessa erotettavissa edustajan oikeudellisesta määräämisvallasta eli vallinnasta.

Pykälän *3 momentissa* säädetään siitä, että edustajan on pidettävä luotettavasti kirjaa asiakasvaroista siten, että kunkin asiakkaan asiakasvarat on riittävästi eritelty muiden asiakkaiden varoista.

Pykälän säännökset ovat ennen muuta informatiivista ainesta, jotka selventävät oikeustilaa edustajan ja joukkolainanhaltijoiden sekä muiden tahojen varojen välillä edustusjärjestelyn voimassa ollessa. Joukkolainanhaltijoiden omaisuuden erillisyyden edustajan varoista on edustusinstituution luottamuksen ja uskottavuuden kannalta merkityksellistä. Asiakasvarojen erillään pito edustajan omista varoista on oikeusjärjestyksessämme yleisesti hyväksytty vaatimus, jottei tapahtuisi varojen sekoittumista asiaa koskevien yleisten oppien perusteella. Varojen sekoittumisen vuoksi asiakas voisi menettää sivullisia sitovan oikeutensa varoihinsa. Toisaalta edustajan sopimusrikkomuksen johdosta voi edustajalle syntyä vahingonkorvausvelvollisuus joukkolainanhaltijoita kohtaan.

Sopimuskäytännössä, lähinnä velkojien keskinäisessä ICA-sopimuksessa, voidaan sopia edustajan toimivallan ylityksen seurauksista. Jos edustaja on edustus sopimuksen vastaisesti jakanut joukkolainanhaltijalle toisille joukkolainanhaltijoille tilitettäviä varoja, saadut varat on palautettava. Esimerkiksi jos edustaja on realisoinut joukkolainaan liittyvän vakuuden ja tilittänyt jollekulle joukkolainanhaltijalle enemmän kuin tälle kuuluu muiden joukkolainanhaltijoiden kustannuksella, on liikaa saaneen joukkolainanhaltijan palautettava ylimenevä osuus edustajalle.

Pykälä on *4 momentin* mukaan pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

## 5 luku **Vakuusagentin käyttö kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä**

Lukukohtaiset perustelut. Lain 5 luvussa säädetään kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullisittavuudesta. Käytännön kannalta on merkityksellistä, että vakuusagentin nimeämistä koskeva sopimusjärjestely osana kollektiivista rahoitusjärjestelyä sitoo sivullisia, ennen muuta kollektiivisen rahoitusjärjestelyn velallista ja tämän velkojia, kuten konkurssi- ja ulosmittausvelkojia. Luvussa säädetään myös vakuusagentin kelpoisuudesta käyttää vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia.

**13 §.** *Vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus.* Pykälässä säädetään vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullisittavuudesta. On tavanomaista, että kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimuksin käytetään hyväksi vakuusagenttia hallinnoimaan rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia velkojien yhteiseen lukuun. Vakuusomaisuuden hallinnoinnilla tarkoitetaan vakuusomaisuuden hallintaa, säilyttämistä ja hoitamista sekä tarvittaessa realisointia. Esimerkki tällaisesta kollektiivisesta rahoitusjärjestelystä on syndikoitu luottojärjestely.

On yleistä suurissa rahoitusta vaativissa hankkeissa, kuten yrityskaupassa tai projektirahoituksessa, että pankkien tai muiden luottolaitosten muodostama syndikaatti käyttää syndikoidun luoton yhteydessä sopimus pohjalta vakuusagenttia hallinnoimaan syndikoidun luoton vakuuksia syndikaatin (luotonantajien) lukuun. Tällainen järjestely on rationaalista vakuuden hallinnointia yhden toimijan, vakuusagentin, toimesta. Vakuusagentin nimeäminen tapahtuu säännöllisesti syndikaattiin kuuluvien luotonantajien toimesta sopimuksin luottoasiakirjassa tai muussa syndikoituun luottoon liittyvässä sopimuksessa. Myös pankkien kahdenkeskiset lainat dokumentoidaan usein syndikoidun lainan dokumentaatiolla, joka sisältää vakuusagenttijärjestelyn, vaikka lainanantaja on ainakin aluksi vain yksi. Tällainenkin järjestely jäsenyy kollektiiviseksi rahoitusjärjestelyksi.

Vakuusagenttia koskeva sopimuskäytäntö syndikoidun luoton yhteydessä on hyvin vakiintunut ja käytännössä toiminut hyvin. Itse sopimuskäytäntöön ei ole tarkoitus lainsäädännöllä puuttua. Tämän vuoksi ei myöskään ole tarkoitus saattaa tässä luvussa tarkoitettua vakuusagenttia rekisteröitymisvelvollisuuden piiriin. Käytännössä kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä käytetään vakuusagenttia, joka ei ole rekisteröitynyt edustajaksi. Pykälässä säädetäänkin lyhyesti vakuusagentin vakuudenhaltijalle kuuluvien oikeuksien sivullisittavuudesta.

On tärkeätä, että vakuusagentin nimeämistä koskeva sopimusjärjestely osana kollektiivista rahoitusjärjestelyä sitoo myös sivullisia, ennen muuta kollektiivisen rahoitusjärjestelyn velallista ja tämän velkojia, kuten konkurssi- ja ulosmittausvelkojia. Edelleen vakuusagentilla on kolmansiin nähden sitova kelpoisuus käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia. Pykälän *1 momentissa* säädetään yhtäältä vakuusagentin nimeämistä koskevan sopimuksen sivullisittavuudesta ja toisaalta vakuusagentin kelpoisuudesta käyttää vakuudenhaltijalle normaalisti kuuluvia tai muita oikeuksia. Normaalisti vakuudenhaltijalla on vakuusoikeuden yleisten oppien mukaisia oikeuksia ja velvollisuuksia niin sanotun odotusvaiheen ja selvitysvaiheen aikana. Odotusvaiheen aikana vakuudenhaltijan on huolellisesti säilytettävä vakuusomaisuutta ja selvitysvaiheessa vakuudenhaltijan tehtävänä on tarpeen mukaan joko omatoimisesti tai viranomasteitse muuttaa vakuusomaisuus rahaksi saatavien kattamiseksi. Säännöksessä tarkoitettuilla muilla oikeuksilla varaudutaan käytännön tilanteiden aiheuttamiin tarpeisiin. Lisäksi säädetään, ettei yksittäisellä kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn kuuluvalla velkojalla (esimerkiksi syndikaattiin kuuluvalla luotonantajalla) ole samanaikaisesti vakuusagentin kanssa rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn liit-



tyviä vakuuksia muutoin kuin mitä siitä on sovittu. Tällaisella järjestelyllä lähtökohtaisesti varmistetaan, että vakuusagentti vakuudenhaltijana voi tehdä oikeustoimia, jotka edistävät parhaiten kaikkien kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn kuuluvien velkojien intressiä. Momentti on tahdonvaltainen. Säännöksellä ei siten puututa esimerkiksi sivullisittomuuteen siten kuin siitä säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Säännöksellä ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullisittomuus määräytyy.

Yksittäisellä rahoitusjärjestelyssä mukana olevalla velkojalla ei pykälän 2 *momentin* mukaan myöskään ole yksipuolisesti oikeutta peruuttaa vakuusagentille annettuja normaalisti vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia. Säännöksellä pyritään turvaamaan vakuusagentin toiminta vakuudenhaltijana koko velkojakollektiivin hyväksi. Toisaalta säännös on asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi lähellä pakottavaa oikeutta; toisin sanoen ei voida sopia pätevästi toisin kuin tietyissä poikkeuksellisissa tapauksissa. Tällaisia poikkeustapauksia ovat esimerkiksi tilanteet, joissa vakuusagentti on laiminlyönyt sopimuksenmukaisen toimimisvelvollisuutensa. Olettamasääntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Jos vakuusagentti vakuudenhaltijana toimiessaan on toiminut kelpoisuutensa puitteissa, mutta kuitenkin ylittänyt toimivaltansa, oikeustoimi jää voimaan, jos oikeustoimen osapuoli ei tien-nyt eikä hänen pitänytkään tietää siitä, että vakuusagentti on ylittänyt toimivaltansa vakuudenhaltijana oikeustoimen tehdessään. Kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä mukana olevat velkojat keskinäisiin sopimuksiin perustuen ohjaavat normaalisti enemmistöpäätöksillä vakuusagentin toimintaa vakuusobjektien oikeudellisessa määräämisvallassa eli vallinnassa.

## 6 luku Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana

Lukukohtaiset perustelut. Lain 6 luvussa säädetään elinkeinonharjoittajan oikeudesta toimia edustajana. Luvussa on hyödynnetty muuta rahoitusmarkkinasääntelyä mutta säännökset on pyritty kuitenkin pitämään mahdollisimman joustavina, vakiintunutta markkinakäytäntöä tukevin sekä tahdonvaltaisuutta ja sopimusvapautta korostavina. Luvussa säädetyn rekisteröitymisvelvollisuuden osittaisena esikuvana on 1.1.2014 voimaan tullut Tanskan vastaava laki, joka on sisällöltään suppeampi, mutta kuitenkin vaatimuksiltaan ja hallinnollisen taakan näkökulmasta raskaampi. Tanskan lain mallina on puolestaan Norjan oikeuskäytäntö, jossa edustajan toimivaltuudet ovat hyvin laajat. Iso-Britanniassa monet edustajina toimivat *trustee*-yhtiöt ovat puolestaan hakeutuneet toimiluvallisiksi rahoituspalveluyrityksinä (engl. *financial services firm*). Muualla Euroopassa ei Saksaa lukuun ottamatta tiettävästi ole edustajaa koskevaa lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä kylläkin.

Keskeisiä eroja Tanskan lakiin verrattuna on seitsemän:

- (i) lain soveltamisala on suppeampi kuin Tanskassa eikä lukuun ottamatta joukkolainanhaltijoiden intressissä toimivaa vakuusagenttia ja säännöstä muussa kollektiivisessa luottojärjestelyssä toimivasta vakuusagentista kata samassa laajuudessa muita kollektiivisiä luottosuhteita;
- (ii) rekisteröitymisvelvollisuus koskee vain edustajaa eikä yksittäistä joukkolainan liikkeenlaskua, kuten Tanskassa;
- (iii) toisin kuin Tanskassa, pakollista rekisteröitymisvelvollisuutta ei ole muutoin kuin silloin, jos edustajaa käytetään joukkolainassa, josta on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite;

(iv) edustajan oikeudellisen rakenteen valintaa ei ole rajoitettu ja myös luonnollinen henkilö (toiminimi) voi toimia edustajana, toisin kuin Tanskassa;

(v) rekisteröitymiseen ei ole kytketty oikeusvaikutuksia, vaan ne johtuvat suoraan laista, toisin kuin Tanskassa;

(vi) ulkomainen edustaja voi toimia Suomessa vain, jos sillä on toimilupa Euroopan talousalueeseen (jäljempänä *ETA-alue*) kuuluvasta valtiosta (jäljempänä *ETA-valtio*) tai jos edustajana toimiminen Suomessa on ainoastaan tilapäistä, kun Tanskassa kyseinen oikeus on ilman rekisteröitymisvelvollisuutta laajennettu koskemaan kaikkia Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön (jäljempänä *OECD*) kuuluvia valtioita; ja<sup>5</sup>

(vii) velvollisuus rekisteröitymiseen ei koske suomalaisen liikkeeseenlaskijan muussa maassa kuin Suomessa liikkeeseen laskettua joukkolainaa, toisin kuin Tanskassa.

Finanssivalvonta ylläpitää rekisteriä, johon joukkolainassa, josta on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite, käytettävän edustajan on rekisteröidyttävä. Yksityiskohtaisia säännöksiä on rekisteröitymisvelvollisuudesta ja sitä koskevista poikkeuksista, rekisteri-ilmoituksen sisällöstä, rekisteriin merkittävistä tiedoista ja muutoksista ilmoittamisesta, rekisteröitymisen edellytyksistä, toimivan johdon luotettavuudesta ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta sekä rekisteristä poistamisesta. Uusi puitesääntelyyn perustuva sekä vakiintunutta markkinakäytäntöä, tahdonvaltaisuutta ja sopimusvapautta korostava erillislaki on perusteltu ottaen huomioon joukkolainamarkkinoiden toiminnan monimuotoisuus, monimutkaisuus, liityntä useaan olemassa olevaan lainsäädäntökehikkoon sekä edustajien ja kyseisen toimialan pienuus suhteessa muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin säänneltyihin ja valvottuihin osapuoliin sekä jo vakiintuneisiin rahoitusmuotoihin. Sääntely on sängen yksityiskohtaista, millä pyritään ottamaan huomioon edustajien suhteellisen pieni koko sekä helpottamaan sääntelyn noudattamista itsenäisesti ilman tarvetta esimerkiksi neuvonantajapalvelujen jatkuvaan käyttöön. Lisäksi yksityiskohtainen sääntely vähentää tarvetta Finanssivalvonnan käyttämään tarkoituksenmukaisuusharkintaan.

Erityisenä tavoitteena on rajoittaa sääntelystä toimijoille aiheutuvaa hallinnollista taakkaa, sillä hallinnollisten kustannusten nousun voidaan yhtäältä arvioida johtavan sijoitustuottojen pienenemiseen, liikkeeseenlaskijoiden rahoituskustannusten kasvamiseen ja markkinoiden keskittymiseen. Toisaalta liikkeeseenlaskijoiden varainhankintaan liittyvät kustannukset voivat myös alentua, mikä parantaa niiden taloudellista asemaa, jos joukkolainojen liikkeeseenlasku Suomessa muodostuu houkuttelevammaksi. Pohjoismaisen joukkolainamarkkinan vahvistaminen on perusteltua, koska pohjoismaat ovat globaalista näkökulmasta yhtenäinen markkina-alue muun muassa vertailukelpoisten oikeudellisten, taloudellisten ja yhteiskunnallisten rakenteidensa johdosta. Useat luottolaitokset Lontoossa ovat kiristyneen pankkisääntelyn seurauksena luopuneet pohjoismaisten joukkolainojen markkinataukuksesta. Lisäksi edustajia koskeva alalle tulokynnys asettuu matalalle tasolle, mikä voi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014) säädetystä rekisteröitymisvelvollisuudesta saatujen tuoreiden kokemusta valossa lisätä pienyritystä ja kilpailua.

Esityksessä on pyritty pitämään lain vaatimusten aiheuttamat kustannukset kevyinä sekä edustajille että Finanssivalvonnalle ja näin ollen minimoimaan uuden sääntelyn haitalliset vaikutukset Suomen markkinoille. Ammattimaisen ja ei-ammattimaisen asiakkaan rajanveto, joka

---

<sup>5</sup> Analyysi perustuu Tanskan lain epäviralliseen käännökseen ja työryhmässä 3.6.2015 asiantuntijana kuullun Jakob Arenanderin (Nordic Trustee) antamiin vastauksiin.

on vakiintunut arvopaperimarkkinalain esitteen julkaisemisvelvollisuutta koskevan poikkeuksen (kokenut sijoittaja) ohella sijoituspalvelulaissa säädettyyn asiakasryhmittelyyn, on selkein käytettävissä oleva erottelu rekisteröitymisvelvollisuuden asettamiselle. Tällainen rajanveto on luonteva myös sen johdosta, että laissa säädettyvä edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ylipäätään juontaa juurensa ei-ammattimaisten sijoittajien korostuneesta sijoittajansuojan tarpeesta.

Jaottelun perustuminen vaihtoehtoisesti esimerkiksi listaamattoman ja listatun joukkolainan eroihin asettaisi listaamattomat ja listatut joukkolainat perusteetta eri asemaan, lisäksi listautumiskynnystä aiheuttomasti ja mahdollisesti kannustaisi olemaan listaamatta joukkolainaa, mikä rahoitusteoreettisesti lisäisi sijoittajien riskiä. Lisäksi jaottelu olisi ilmeisen merkityksellisen edustajan sääntelylle asetettujen tavoitteiden näkökulmasta, sillä vain vähemmistö suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemista joukkolainoista on listattu. Joukkolainalla ei voida käydä kauppaa säännellyillä kauppapaikoilla ilman, että joukkolaina on liitetty arvosuusjärjestelmään. Vuoden 2015 aikana Helsingin Pörssiin listattiin vain kahdeksan kotimaisen yrityksen joukkolainaa. Vastaavasti First North Bond -listalle ei listattu yhtään joukkolainaa, kun vuonna 2014 listattuja joukkolainoja oli ollut kuitenkin neljä. Vuonna 2015 joukkolainojen listaamisella haettiin markkinoilta uutta pääomaa 1,135 miljardin euron verran, kun vuoden 2014 vastaava luku (sisältäen sekä Helsingin Pörssiin että First North Bond -listan) oli 1,250 miljardia euroa. Helsingin Pörssissä vuonna 2015 listattujen joukkolainojen koko vaihtelee 20—500 miljoonassa eurossa, kun vuonna 2014 First North Bond -listalla listattujen joukkolainojen koko vaihteli 10—100 miljoonassa eurossa. Joukkolainojen liikkeeseenlaskujen koot vaihtelevat pitkälti yrityksen koon mukaan. Pienimmät suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemat listaamattomat joukkolainat ovat vain muutaman miljoonan euron kokoisia, kun taas suurimmat liikkeeseen lasketut joukkolainat saattavat olla nimellisarvoltaan jopa yli miljardi euroa. Toisaalta Suomen valtio, joka 17 miljardin euron vuotuisella bruttolainanotolla on silti kansainvälisillä velkamarkkinoilla verrattain pieni liikkeeseenlaskija, pyrkii likviditeettisyistä emittoimaan yhteensä viiden miljardin euron suuruisen erän joukkolainoja kühunkin käyttämäänsä maturiteettiin, joskaan ei välttämättä yhdessä liikkeeseenlaskussa.

Käytännössä useat joukkolainoihin sijoittavat ammattimaiset sijoittajat ovat pitkäaikaisia sijoittajia, jotka eivät myy lainan osuuksia (engl. *buy and hold*) ja joille yrityslainat ovat *yield pick up* -tuotteita, kun lainan likviditeetti jälkimarkkinoilla ei tällaisissa sijoituksissa ole kriittinen näkökohta. Toisaalta muiden kriteerien, kuten numeeristen raja-arvojen, jollaisia sovelletaan esitesääntelyssä, käyttäminen kytkisi edustajan toiminnan arvopaperimarkkinalakiin, jolla olisi välillinen vaikutus edustajaan. Esitesääntelyn mukainen tiedonantovelvollisuus koskee ensisijaisesti liikkeeseenlaskijaa ja emissionjärjestäjää, kun edustajien oikeudet ja velvollisuudet kohdistuvat sijoittajiin ja ovat luonteeltaan siviili- ja insolvenssioikeudellisia. Piensijoittajia ei voida sulkea joukkolainamarkkinoiden ulkopuolelle luomalla uusia pelkästään raja-arvoihin perustuvia kynnyksiä, sillä sopimusvapaudesta seuraa, että joukkolaina, etenkin jos se listataan, on helposti myös piensijoittajien ulottuvilla. Myös listaamaton joukkolaina voi toisaalta olla piensijoittajan saatavilla, joskaan ei yhtä vaivattomasti, koska sen likviditeetti on vähäisempi. Kaikkia listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoita koskee arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus. Näistä syistä arvopaperimarkkinalain vakiintunut rajanveto esitteen julkaisemisesta koskevasta velvollisuudesta myönnettävistä lakisääteisistä poikkeuksista tarjoaa selkeimmän tavan säännellä myös velvollisuutta käyttäviä rekisteröityneitä edustajaa silloin, kun edustajaa käytetään.

Jaottelulla ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin pyritään, ei-ammattimaisten sijoittajien suojan ohella, turvaamaan ulkomaisten palveluntarjoajien mahdollisuus toimia edustajana Suomessa. Todennäköisenä on pidetty, että ulkomaisten edustajien palveluntarjonta rajoittuu pääasiallisesti ammattimaisille asiakkaille (kokeneille sijoittajille) tarjottaviin suoma-

laisten liikkeeseenlaskijoiden joukkolainoihin. Käytännössä joukkolainat pääasiallisesti tarjotaan suunnatulla arvopaperitarjouksella eli *private placement* -tyyppisesti, minkä jälkeen jälkimarkkina on avoin kaikille sijoittajille. Jos joukkolainassa käytetään edustajaa, rekisteröidyn edustajan käyttämisvelvollisuuden kytkemisessä esitteen julkaisuvelvollisuuteen otetaan huomioon muun muassa niin sanottu *retail cascade* -poikkeus (arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3.2 §:n ensimmäinen virke), joka perustuu esitedirektiivin (2003/71/EY)<sup>6</sup> 3.2 artiklan toisen kappaleen ensimmäiseen virkkeeseen.<sup>7</sup> Lainkohdan perustelujen mukaan ”*esitteen julkaisemisvelvollisuutta ei voida kiertää esimerkiksi käyttämällä kokeneita sijoittajia välikätenä arvopaperin tarjoamisessa ja sen jälkeen toimittaa arvopaperit laajemmalle kohderyhmälle tai muille kuin kokeneille sijoittajille ilman, että pykälän edellytykset täyttyvät*”.<sup>8</sup> *Retail cascade* -poikkeus estää joukkolainan tarjoamisen ei-ammattimaisille asiakkaille, jos joukkolainasta ei ole tehty Finanssivalvonnan hyväksymää esitettä. Joukkolainaa listattaessa on tehtävä esite, vaikka joukkolainaa olisi alun perin tarjottu vain kokeneille sijoittajille tai alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia (arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3.1 §:n 1 ja 3 kohta).

Suomalaisten rahoitus- ja vakuutuslaitosten joukkolainojen arvo oli vuoden 2015 lopussa 91 miljardia euroa, josta vain kuusi miljardia euroa oli laskettu liikkeeseen Suomessa. Yritysten joukkolainojen arvo oli puolestaan 27 miljardia euroa, josta vain 9 miljardia oli laskettu liikkeeseen kotimaassa. Elinkeinoelämän euromääräisestä varainhankinnasta joukkolainoja liikkeeseen laskemalla vain 16 % tapahtuu siten Suomessa. Toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa toteutetut suomalaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseenlaskut eivät kuulu lain soveltamisalan piiriin. Julkisella sektorilla liikkeeseen laskettujen joukkolainojen arvo on noin 120 miljardia euroa.

Esityksessä ehdotetaan toimilupaprosessin asemesta rekisteröitymismenettelyä, koska sääntelyn kohteena olevat toimijat ovat keskimäärin pienehköjä ja itsekin kasvuvaiheessa olevia yrityksiä. Koska elinkeinovapauden näkökulmasta eduskunnan perustuslakivaliokunta on rinnastanut toimiluvan ja rekisteröitymisen, on rekisteröitymisvelvollisuus katsottu myös perustuslain näkökulmasta riittäväksi vaatimukseksi. Toimilupavelvollisuutta olisi toimialan ja markkinoilla toimivien edustajien koko, merkittävyys, harjoitetun liiketoiminnan monimutkaisuus, toiminnassa otetun riskin suuruus ja edustajaan nähden liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus ja muiden vastuiden korostuminen huomioon ottaen samoin kuin markkinoille pääsyn edellytysten näkökulmasta pidettävä toimialalle hallinnollista taakkaa aiheuttavana ja tarpeettoman raskaana vaatimuksena sillä saavutettaviin lähinnä sijoittajansuojaa liittyviin hyötyihin nähden. Sijoittajansuojaa lisäävät erityisesti edustajan toimivaltaa toimia joukkolainanhaltijoi-

---

<sup>6</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY, annettu 4 päivänä marraskuuta 2003, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

<sup>7</sup> ”*Tapausta, jossa myydään edelleen arvopapereita, jotka ovat aiemmin olleet yhden tai useamman tässä kohdassa mainitun tarjouksen kohteena, pidetään kuitenkin aina erillisenä tarjouksena, ja ratkaistaessa, onko kyseinen edelleen myynti arvopapereiden tarjoamista yleisölle, käytetään 2 artiklan 1 kohdan d alakohdan määritelmää.*”

<sup>8</sup> ”*Säännöksen tarkoituksena on myös estää esitteen julkaisemisvelvollisuuden kiertäminen. Jos edelleen myynti tai välitys katsotaan erilliseksi tarjoukseksi, esite on julkaistava edelleen myyntiä varten samoin edellytyksin kuin alkuperäisessä tarjouksessa. Esimerkiksi tarjottaessa arvopapereita vain kokeneille sijoittajille tai tarjottaessa tietty määrä tai tietynlaisia velka-arvopapereita, esitedirektiivin mukaista esitettä ei tarvitse lainkaan julkaista, mutta käytännössä laaditaan sijoitusmuistio, jossa on esitettä suppeampi sisältö. Esite on kuitenkin julkaistava tällaisissa tapauksissa, jos arvopapereita tarjotaan esimerkiksi myöhemmin myös muille kuin kokeneille sijoittajille tai tarjotaan samoja tai muita arvopapereita siten, ettei esitevapautta enää voida soveltaa.*” (HE 32/2012 vp, s. 109).

den puolesta koskevat lukuisat säännösehdotukset, joilla varmistetaan edustajalle muun muassa edustuskelpoisuus maksukyvyttömyystilanteissa. Sääntely on muutoinkin pyritty laatimaan EU:n rahoitusmarkkinasääntelyssä keskeisen suhteellisuusperiaatteen (engl. *proportionality*) mukaisesti kevyemmäksi kuin muu rahoitusmarkkinoita koskeva sääntely osin edellä todetuin perustein ja osin, koska tavoitteena on monipuolistaa kotimaista rahoitusmarkkinaa tarjoamalla uusille vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille kestävä, ennakoitava ja suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat toimintaedellytykset. Viranomaisvalvonnan ja kevyen puitesääntelyn vaatimusten näkökulmasta edustajat rinnastetaan käytännössä vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettuihin rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin ja joukkorahoituslaissa (HE 46/2016 vp) tarkoitettuihin rekisteröitymisvelvollisiin joukkorahoituksen välittäjiin.

**14 §. Rekisteröitymisvelvollisuus ja rekisteri-ilmoitus.** Pykälässä säädetään rekisteröitymisvelvollisuudesta ja rekisteri-ilmoituksesta. Pykälän *1 momentin* mukaan elinkeinonharjoittaja saa toimia edustajana joukkolainassa vain, jos se on rekisteröity edustajaksi Finanssivalvonnan ylläpitämään joukkolainanhaltijoiden edustajien julkiseen rekisteriin. Rekisteröitymistä koskevan sääntelyn rakenteellisina ja lakiteknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä (747/2010)<sup>9</sup> ja laki vakuutusedustuksesta (570/2005), joita on käytetty mallina myös joukkorahoituslaissa. Kyseiset lait liittyvät paljolti kuluttajansuojaan, mikä on myös joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi perusteltua. Etenkin pk-yritysten ja kasvuyritysten joukkolainojen tarjoamisen edellytyksiä yksityissijoittajille ja muille ei-ammattimaisille asiakkaille on pidetty tarpeellisena lisätä, mikä edellyttää yhtäältä sijoittajansuojan vahvistamista esityksen mukaisella tavalla ja toisaalta joukkolainan liikkeeseenlaskukustannusten alentamista, kuten esimerkiksi kehittämällä joukkolainoille kotimaisia malliehtoja itsesääntelyn kautta. Euroopan komission 30.11.2015 julkistama ehdotus KOM(2015) 583 esitedirektiivin korvaavaksi esiteasetukseksi sisältää muun muassa ehdotuksen 100 000 euron litterakoosta luopumiseksi, mikä toteutuessaan osaltaan luo edellytyksiä jälkimarkkinoiden kehittämiseksi myös ei-ammattimaisten asiakkaiden sijoitustoimintaa kannustavaan suuntaan. Toisaalta jo nykyisinkin 1 000 euron arvo-osuuden yksikkökoko (litterakoko) on joukkolainoissa hyvin yleinen, minkä johdosta jälkimarkkina on jo nykyisin kohtuullisen avoin myös ei-ammattimaisille sijoittajille. Ensimmäisten markkinoiden kannalta sen sijaan keskeisin joukkolainamarkkinoilla hyödynnettävä niin sanottu tukkimarkkinapoikkeus esitteentekovelvollisuudesta on 100 000 euron minimimerkintä (ei litterakoko), mikä ei ilmeisesti ole muuttumassa esiteasetusehdotuksen johdosta. Esiteasetusehdotusta koskevat neuvottelut ovat edelleen kesken Brysselissä, jossa Alankomaiden puheenjohtajuuskaudella on neuvoston työryhmässä käsitelty useita kompromissiehdotuksia. Koska neuvotteluja Euroopan parlamentin kanssa ei ole aloitettu, trilogien lopputulosta on vielä vaikea ennakoita.

Rekisteröitymisvelvollisuus on senkin vuoksi perusteltu vähimmäisvaatimus, että myös luonnollinen henkilö voi toimia edustajana perustamansa toiminimen perusteella. Koska rahoitusmarkkinalainsäädännössä on perinteisesti asetettu toimilupavaatimus vain oikeushenkilölle, luonnollisen henkilön oikeus toimia edustajana edellyttää toiminimeä, mikä on perusteltu vaatimus yrittäjyyttä kannustettaessa. Rekisteröityminen on vastaavasti mahdollistettu myös vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa, jossa vaihtoehtorahastojen hoitajan oikeudellisella muodolla ei ole merkitystä. Vastaavalla tavalla edustajan oikeudellista rakennetta ei rajoiteta, vaan edustaja voi olla osakeyhtiön ohella esimerkiksi osuuskunta, kommandiittiyhtiö, avoin yhtiö, eurooppayhtiölaissa (742/2004) tarkoitettu eurooppayhtiö, eurooppaosuuskuntalaissa (906/2006) tarkoitettu eurooppaosuuskunta tai yhdistys taikka niitä vastaava ulkomainen yhteisö.

---

<sup>9</sup> Oikeusministeriö on valmistellut lain uudistamista vertaislainojen välittäjien sääntelemiseksi. HE 77/2016 vp on annettu eduskunnalle 19.5.2016.

Rekisteröityminen on toteutunut, kun Finanssivalvonta on merkinnyt ilmoituksen tekijän 16 §:n mukaisesti rekisteriin. Finanssivalvonnalla on velvollisuus pitää joukkolainoissa, joista on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite, käytettävistä edustajista ja edustajana toimimista suunnittelevista toimijoista rekisteriä. Joukkolainassa, josta on hyväksytty esite toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 §:n ja 3 §:n mukaisesti, ei edellytetä rekisteröidyn edustajan käyttämistä. Kysymyksessä on kansallisessa harkinnassa oleva hallinnollinen järjestely eikä EU-säädösten mukainen rekisteröitymis- tai toimilupaprosessi. Vaatimus ylittää siten EU-säätelyn vähimmäisvaatimukset. Velvollisuus sangen raskaan toimilupaprosessin läpiviemiseen on vaatimuksena ylimitoitettu, joten on tarpeen luoda vaihtoehtoinen menettely, joka keventää edustajien hallinnollista taakkaa. Toimilupa, jos se perustuisi EU-säätelyyn, antaisi oikeuden sen sisältämien palvelujen tarjoamiseen rajojen yli EU-valtiosta toiseen. Kansalliseen säätelyyn perustuva toimilupavaatimus ei kuitenkaan anna oikeutta palvelun tarjoamiseen EU-valtiosta toiseen, eikä EU-säätelyyn perustuvaa ja europassiin oikeuttavaa toimilupaa voida toisaalta täydentää kansallisesti. Näistä syistä rekisteröitymisvelvollisuus on riittävä vaatimus. Siviili- ja insolvenssioikeudellisten säännösten soveltuminen ei sen sijaan riipu rekisteröitymisvelvollisuudesta, koska tarkoituksena on vahvistaa jo muutenkin voimassa olevaa oikeustilaa.

Toisaalta vaatimus siitä, että jokaisessa listatussa joukkolainassa olisi pakollisesti käytettävä edustajaa, on arvioitu ylimitoitetuksi ja sen vaikutus joukkolainamarkkinoihin mahdollisesti haitalliseksi. Edustajaa on käytetty joukkolainoissa vasta aivan viime vuosina, joten markkinoilla on paljon sellaisia joukkolainoja, joissa ei käytetä edustajaa, ja sellaisia lasketaan liikkeeseen edelleen erityisesti, jos joukkolaina on vakuudeton eikä siihen liity kovenanteja tai muita erityisehtoja.

Pykälän 2 *momentin* mukaan rekisteri-ilmoitukseen on sisällytettävä ensinnäkin 16 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettut tiedot eli elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai jos elinkeinonharjoittajalla ei ole henkilötunnusta, hänen syntymäaikansa. Lisäksi on ilmoitettava toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste ja jokaisen toimipaikan käyntiosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan. Toiseksi on ilmoitettava selvitys 17 §:n 1 ja 2 momentissa tarkoitetuista henkilöistä, joiden luotettavuus ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus tulee arvioitavaksi. Ilmoituksesta on siis käytävä ilmi esimerkiksi elinkeinonharjoittajan toimitusjohtaja ja hänen sijaisensa sekä johtoryhmän jäsenet, hallituksen jäsenet ja hallituksen varajäsenet. Sen sijaan vähemmistöosakkeenomistajat eivät tulisi luotettavuusarvioinnin kohteeksi. Tältä osin ehdotus poikkeaa lakitekni- senä esikuvana olleesta laista luotonantajien rekisteröinnistä. Kolmanneksi on ilmoitettava selvitys ilmoituksen tekijän 17 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden koulutuksesta ja työkokemuksesta, jolloin tarpeellisia asiakirjoja voivat olla esimerkiksi ansioluettelo, tutkinto- ja työtodistukset sekä todistukset osallistumisesta merkittäviin koulutusohjelmiin tai ammatillisiin kursseihin. Lisäksi ilmoituksen tekijän on toimitettava Finanssivalvonnalle 17 §:n 4 momentissa tarkoitettu liiketoimintasuunnitelma. Lain 25 §:ssä säädetään rekisteri-ilmoituksen tekemistä koskevasta siirtymäajasta.

Pykälän 3 *momentin* mukaan ilmoituksen tekijän on Finanssivalvonnan pyynnöstä toimitettava muitakin tietoja, jotka ovat tarpeen rekisteröitymisen edellytysten täyttymisen arvioimiseksi. Lisätietojen pyytäminen voi olla tarpeen esimerkiksi silloin, kun Finanssivalvonta ei saa ilmoituksen tekijän rikostaustan selvittämiseksi tarpeellisia tietoja suoraan rikosrekisteristä tai jos jokin muu ilmoituksen tekijän ilmoittama seikka jää Finanssivalvonnan arvion mukaan olennaisilta osiltaan tulkinnanvaraiseksi tai epäselväksi.

**15 §. Poikkeukset rekisteröitymisvelvollisuudesta.** Pykälässä säädetään poikkeuksista rekisteröitymisvelvollisuudesta. Pykälän 1 momentin mukaan sen estämättä, mitä 14 §:ssä ja 16—18 §:ssä säädetään, joukkolainassa voi edustajana toimia rekisteröitymätön elinkeinonharjoittaja. Lain muut kuin 6 luvun säännökset soveltuvat myös rekisteröitymättömään edustajaan. Pykälä liittyy lain tahdonvaltaisuuteen, minkä vuoksi laissa on vain harvoja pakottavia säännöksiä. Tahdonvaltaisuudessa, jota pykälä vahvistaa ja josta säädetään 3 §:ssä, on kysymys nimenomaan puitelain mahdollistaman sopimusvapauden korostamisesta. Tahdonvaltaisuus tukee vakiintunutta markkinakäytäntöä ja varmistaa, ettei heikennetä kannusteita edustajaksi ryhtymiselle saati edustajan käyttämiselle.

Säännöksessä ei tehdä suoranaista jaottelua ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (sijoittajiin), vaikka jaon merkitys muutoin korostuu rahoitusmarkkinalainsäädännössä. Jaottele seuraa välillisesti arvopaperimarkkinalaista, jonka mukaisesti esitettä ei tarvitse julkaista, jos arvopapereita tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille. Lisäksi 14 §:n 1 momentista johtuu, että joukkolainassa, jota tarjotaan ainoastaan sijoituspalvelulain 1 luvun 18 §:ssä tarkoitettujen ammattimaisten asiakkaiden tai mainitun lain 1 luvun 19 §:ssä tarkoitettujen hyväksyttävien vastapuolten merkittäväksi, ei tarvitse käyttää edustajaa. Kokeneen sijoittajan ja ammattimaisen asiakkaan käsitteet poikkeavat toisistaan vain näennäisesti, sillä myös kokeneen sijoittajan määritelmä perustuu MIFID I:een. Jos joukkolainan pääoma on tarkoitus kerätä ammattimaisilta asiakkailta ja sellaisilta ei-ammattimaisilta asiakkailta, jotka eivät ole kuluttajia, keskeistä on varmistua siitä, että ei-ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit ja että niillä on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Riskin kantamisen edellytyksiä arvioitaessa on otettava huomioon asiakkaan kokemus sijoittamisesta, joukkolainamarkkinoiden tuntemus ja sijoitusvarallisuuden arvo. Ei-ammattimaisten asiakkaiden joukossa on monenlaisia oikeushenkilöitä, joilla ei ole sijoituspalvelulaissa edellytettyä kokemusta toimimisesta rahoitusmarkkinoilla tai joiden harjoittama kaupankäynti ei ole niin aktiivista, että ne täyttäisivät ammattimaiselle asiakkaalle sijoituspalvelulaissa asetetut vaatimukset. Toisaalta kaikki luonnolliset henkilöt ovat lähtökohdaisesti kuluttajia. Kuluttajan käsitteelle on olennaista, että kyseessä oleva luonnollinen henkilö hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Kyseisen määritelmän ulkopuolelle voidaan kuitenkin katsoa jäävän tiettyjä keskeisiä tahoja, jotka eivät tarvitse sen kaltaista suojaa, joka on yhdistettävissä kuluttajien suojaamiseen rahoitusmarkkinoilla. Ei-ammattimaisilta asiakkailta, jotka eivät ole kuluttajia ja joilta pääomia joukkolainoihin kerätään, edellytetään näistä syistä aina lisäksi sekä sijoitusriskien ymmärtämistä että niiden kantokykyä. Vaatimus saattaa osaltaan vaikeuttaa piensijoittajien tuloa markkinoille.

Rekisteröitymisvelvollisuuden rajaaminen varmistaa sen, että edustajana toimiminen pelkätään ammattimaisille asiakkaille (kokeneille sijoittajille) tai hyväksyttävillä vastapuolilla tarjottavissa joukkolainoissa ei edellytä edustajan rekisteröitymistä Finanssivalvontaan tai muita hallinnollisia toimenpiteitä. Rekisteröitymisvelvollisuutta ei aiheuta sekään, että kyseisen joukkolainan osuuksia päätyisi myöhemmin jälkimarkkinoilla ei-ammattimaisille asiakkaille. Tällä myös pyritään varmistamaan se, että ulkomaisten palveluntarjoajien toiminta edustajana voi jatkua häiriöttä, koska ulkomaista edustajaa käytetään lähinnä silloin, kun liikkeeseenlaskija laskee liikkeeseen joukkolainoja ulkomailla ja muun valtion kuin Suomen lain nojalla. Vaikka Norjassa ja Ruotsissa ei ole edustajan rekisteröitymisvelvollisuutta, sääntelyn yhdenmukaisuudesta lähimpiin verrokkimaihin ei merkittävästi poiketa, koska esityksessä poiketaan Tanskan lain ankarammista vaatimuksista sekä korostetaan Norjan ja Ruotsin tavoin sopimusvapautta ja vallitsevan vakiintuneen markkinakäytännön huomioon ottamista. Tanskan lain mallina on Norjan oikeuskäytäntö, jossa edustajan toimivaltuudet ovat hyvin laajat. Vaikka Ruotsissa edustajaa ei koske mikään olemassa oleva lainsäädäntökehikko, edustajat ovat käytännössä notifiointeet toimintansa Ruotsin markkinavalvojalle (*Finansinspektionen*) lähinnä

siitä syystä, että niillä on myös muita säänneltyjä toimintoja rahoitusmarkkinoilla. Toisaalta sopimusvapauden laaja tunnustaminen mahdollistaa sen, että rekisteröitymättömäänkin edustajaan voidaan soveltaa lakia ja näin varmistaa edustajalle muun muassa edustuskelpoisuus maksukyvyttömyystilanteissa sekä menettelyjen sivullisittavuus.

Pykälän 2 momentin mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä ETA-valtiossa vastaavan valvontaviranomaisen, kuten esimerkiksi Iso-Britanniassa FCA:n (*Financial Conduct Authority*), myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajaa eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimiessa joukkolainanhaltijoiden edustajana. Näiden toimiluvan saaneiden markkinaosapuolten ei tarvitse tehdä ilmoitusta Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin merkitsemistä varten, jos ne toimivat edustajina, vaan ne voivat soveltuvin osin toimia niille myönnetyn toimiluvan nojalla. Näin ollen esimerkiksi luottolaitoksen toimiluvasta luottolaitostoiminnasta annetun lain 4 luvussa säädetty menettely, jossa Euroopan keskuspankki (jäljempänä *EKP*) myöntää luottolaitoksen toimiluvan, ei tule sovellettavaksi, vaan menettely kuuluu täysin Finanssivalvonnan sisäiseen harkinta- ja päätäntävaltaan. Joukkolainanhaltijoiden edustaminen ei myöskään kuulu EKP:n harjoittamaan luottolaitoksen vakavaraisuusvalvontaan. Toisaalta sellaiset tahot, kuten asianajotoimistot ja tilintarkastusyhteisöt, joilla ei ole Finanssivalvonnan tai sitä ETA-valtiossa vastaavan valvontaviranomaisen myöntämää toimilupaa, eivät voi toimia edustajana ilman rekisteröitymistä. Vastaavalla tavalla mikä tahansa ETA-valtion valvontaviranomaisen myöntämä toimilupa ei oikeuta toimimaan Suomessa edustajana, sillä valvonnan intensiivisyys ja toimialalle asetetut vaatimukset saattavat merkittävästikin poiketa etenkin tilanteissa, joissa toimilupa ei perustu EU-sääntelyyn. Lisäksi kansallinen sääntely ETA-valtioissa saattaa muuttua siinä määrin usein, ettei ole tarkoituksenmukaista edellyttää Finanssivalvonnan yksityiskohtaisesti seuraavan tällaista kehitystä. Toisaalta, jos edustaja harjoittaa muuta rahoitusmarkkinoihin liittyvää liiketoimintaa, tätä toimintaa koskevia vaatimuksia arvioidaan sitä koskevan lainsäädännön perusteella eikä se ole siten esteenä edustajan rekisteröitymiselle.

Pykälän 3 momentin mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koske toiseen ETA-valtioon tai OECD-valtioon sijoittautunutta elinkeinonharjoittajaa, joka toimii vain tilapäisesti edustajana Suomessa tai joka on nimetty edustajaksi suomalaisen yrityksen toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa liikkeeseen laskemaan joukkolainaan. Rajauksilla pyritään olemaan vaikuttamatta suomalaisten yritysten mahdollisuuksiin hankkia rahoitusta kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta. Tilapäisellä toiminnalla tarkoitetaan palvelujen tarjoamista ilman, että sijoittautumista koskevat kriteerit täyttyvät. EU-tuomioistuimen ratkaisukäytännön mukaan kyse on sijoittautumisesta, jos taloudellista toimintaa harjoitetaan tosiasiallisesti kiinteästä toimipaikasta määräämättömän ajan. Toiminnan tilapäisyyttä arvioitaessa otetaan EU-tuomioistuimen ratkaisukäytännön mukaan huomioon palveluntarjoajan keston lisäksi myös sen määrä, toistuvuus ja jatkuvuus. Kriteerien täyttymistä tulee arvioida tapauskohtaisesti. Palveluntarjoajan kestolle ei ole asetettu tiettyä ylärajaa, vaan se voi vaihdella tapauksesta riippuen paljonkin. Toiminnan tilapäisyys ei sulje myöskään pois palveluntarjoajan mahdollisuutta luoda itselleen tiettyjä toimintaedellytyksiä, esimerkiksi hankkimalla käyttöönsä työhuone, vastaanottoaika tai liikehuoneisto, jos ne ovat tarpeellisia kyseisen palvelun tarjoamiseksi (muun muassa asia C—215/01, Bruno Schnitzer, Kok. 2003, s. I—14847). EU-tuomioistuimen vakiintuneen ratkaisukäytännön mukaan (muun muassa asia 33/74, Van Binsbergen, ECR 1974, s. 1299) EU-valtio säilyttää oikeuden toteuttaa toimenpiteitä, jotka kohdistuvat sellaiseen palveluntarjoajaan, jonka toiminta kohdistuu joko kokonaisuudessaan tai suurimmaksi osaksi kyseiseen EU-valtioon, mutta joka on EU-valtion lainsäädännön kiertämiseksi sijoittautunut toiseen EU-valtioon. Tämän ratkaisukäytännön mukaisesti lakia voidaan siis tällaisissa tapauksissa soveltaa myös toiseen ETA-valtioon sijoittautuneeseen elinkeinonharjoittajaan, jos se toimii vain ti-



lapäisesti edustajana Suomessa eikä toiminnassa käytetä suomalaista oikeushenkilöä. Ulkomaisen edustajan Suomessa tapahtuvan tilapäisen toiminnan sääntelyyn liittyvien eurooppaoikeudellisten seikkojen vuoksi tapauskohtaisen arvioinnin tarvetta ei voida lailla kuitenkaan kokonaan poistaa.

**16 §.** *Rekisteriin merkittävät tiedot ja muutoksista ilmoittaminen.* Pykälässä säädetään Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin merkittävistä tiedoista ja niiden muutoksista ilmoittamisesta. Pykälän 1 momentissa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajien rekisteriin merkittävistä tiedoista. Rekisteriin merkitään (i) elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistus sekä niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan, (ii) niiden henkilöiden täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, joiden luotettavuus ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus on rekisteri-ilmoitusta käsiteltäessä selvitetty, (iii) Finanssivalvonnan antama rekisteritunnus ja rekisteröitymisen päivämäärä, (iv) rekisteristä poistamisen syy ja ajankohta, ja 5) ilmoituksen tekijälle määrätyt julkiset varoitukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko. Toimipaikalla tarkoitetaan rakennusta, huonetta tai muuta tilaa, jota edustaja käyttää toimintaansa.

Yksittäisiä joukkolainoja ei merkitä 14 §:n 1 momentissa tarkoitettuun rekisteriin, vaan rekisteriin merkitään vain edustajat. Yksittäisten joukkolainojen rekisteröiminen Finanssivalvontaan ei ole tarpeen, toisin kuin Tanskassa. Suomessa oli aikaisemmin 24 vuotta voimassa laki obligaatio- ja debentuurilainoista sekä muista joukkovelkakirjalainoista (553/1969). Laki kumottiin osana ETA-aluetta koskevan sopimuksen liitesäännösten voimaansaattamista 1.1.1994, jolloin Finanssivalvonnan edeltäjälle Rahoitustarkastukselle säädettiin esitteiden ennakko hyväksyntävelvollisuus kaikista joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskujen yhteydessä julkistettavista tiedoista. Rahoitustarkastus piti tämän jälkeenkin velkakirjalainan nyttemmin kumotun 34 §:n 4 momentin mukaista luetteloa yleisölle tarjotuista joukkovelkakirjalainoista ja niiden liikkeeseenlaskijoista.<sup>10</sup> Luettelon pitämisen velvollisuus kumottiin 1.7.2005, jolloin esitedirektiivi saatettiin Suomessa kansallisesti voimaan. Uutta vastaavaa joukkolainakohtaista rekisteriä, jonka aiheuttamaa tarpeetonta hallinnollista taakkaa on myös Tanskassa arvosteltu, ei ole hallinnollisen taakan välttämiseksi siten tarpeen perustaa.

Suomessa rekisteröidyn edustajan oikeutta toimia Suomessa tai muissa valtioissa liikkeeseen laskettavassa joukkolainassa edustajana ei ole rajoitettu, kuten ei myöskään sitä, missä valuutassa suomalaisen yrityksen joukkolainaa lasketaan liikkeeseen. Toisaalta on mahdollista, että toisessa ETA-valtiossa asetetaan rajat ylittävälle palveluntarjonnalle sellaisia edellytyksiä, että rekisteröitynytkään edustaja ei voi tarjota palveluja kyseisessä ETA-valtiossa.

Pykälän 2 momentin mukaan edustajan on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle 14 §:n 2 momentissa tarkoitettujen rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista sekä liiketoimintansa lopettamisesta.

**17 §.** *Rekisteröitymisen edellytykset.* Pykälässä säädetään edellytyksistä, joiden täytyessä Finanssivalvonnan on merkittävä rekisteri-ilmoituksen tekijä joukkolainanhaltijoiden edustajien rekisteriin. Rekisteröitymismenettelyyn ei siis liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnan on rekisteröitävä ilmoituksen tekijä edustajaksi, jos (i) ilmoituksen tekijällä on oikeus harjoittaa elinkeinoa Suomessa, (ii) ilmoituksen tekijä ei ole konkurssissa, (iii) yksityishenkilön velkajärjestelyssä tai saneerausmenettelyssä ja, jos ilmoi-

---

<sup>10</sup> Vanhempaan lainsäädäntöön viitattaessa on pitäydytty niissä käytetyssä joukkovelkakirjalainakäsitteessä, vaikka 1. lakiehdotuksessa käytetään lyhyempää joukkolainakäsitettä.

tuksen tekijä on luonnollinen henkilö, hän on täysi-ikäinen eikä hänen toimintakelpoisuuttaan ole rajoitettu, (iv) ilmoituksen tekijä ja sen toimivaan johtoon kuuluvat henkilöt ovat luotettavia, ja (v) ilmoituksen tekijällä tai sen toimeksiannosta toimivalla on kokonaisuutena arvioiden sellainen joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus, mikä joukkolainanhaltijoiden edustamisen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on kohtuudella tarpeen. Ilmoituksen tekijän toimeksiannosta toimiva voi olla esimerkiksi sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö tai ulkopuolinen palveluntarjoaja. Kirjanpito-laissa (1336/1997), johon myös osakeyhtiölaissa on viittaus, konsernilla tarkoitetaan suomalaista emoyhtiötä ja sen suomalaisia ja ulkomaisia tytäryhtiöitä. Tätä on pidettävä vakiintunut markkinakäytäntö huomion ottaen liian suppeana tulkintana ja tämän vuoksi ilmoituksen tekijän emoyhtiö voi olla joko kotimainen tai ulkomainen, mikä toiminnan kansainvälinen luonne huomioon ottaen on muodostunut Suomessa markkinakäytännöksi. Myös ilmoituksen tekijän ulkomaisen sisaryhtiön joukkolainamarkkinoiden tuntemus voidaan ottaa ilmoituksen tekijän joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemusta kokonaisuutena arvioiden huomioon. Mahdollisuus siihen, että vaatimuksessa joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta voidaan ottaa huomioon myös ilmoituksen tekijän kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö, liittyy yhtäältä pyrkimykseen asettaa alalle tulon kynnyks matalaksi ja toisaalta tavoitteeseen vähentää esteitä yrittäjyyden aloittamiseen. Vastaavasti ilmoituksen tekijän on mahdollista osoittaa liiketoimintasuunnitelmassaan, että tarvittava asiantuntemus on hankittavissa ulkoistamista koskevilla sopimuksilla ilmoituksen tekijän tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvan yhteisön ulkopuolisilta asiantuntija- tai konsulttipalveluja tarjoavilta toimijoilta. Vaikka asiantuntemusta voidaan hankkia toimeksiannosta toimivalta ja ostopalveluja tarjoavalta ulkopuoliselta ja myös samaan konserniin kuuluvilta yhteisöiltä, tämä ei vähennä ilmoituksen tekijän hallituksen jäsenten vastuuta.

Elinkeinon harjoittamisen oikeudesta säädetään laissa elinkeinon harjoittamisen oikeudesta (122/1919). Lain 1 §:n mukaan Suomessa elinkeinoa saa harjoittaa luonnollinen henkilö, jolla on asuinpaikka ETA-valtiossa, suomalainen yhteisö ja säätiö, sekä Suomessa sivuliikkeen rekisteröinyt ulkomainen yhteisö ja säätiö, joka on perustettu jonkin ETA-valtion lainsäädännön mukaan ja jolla on sääntömääräinen kotipaikka, keskushallinto tai päätoimipaikka jossakin ETA-valtiossa. Lisäksi oikeus elinkeinon harjoittamiseen Suomessa on niillä, joille Patentti- ja rekisterihallitus on siihen erikseen myöntänyt luvan.

Joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksella tarkoitetaan esimerkiksi niiden lainsäädännön alojen tuntemista, jotka tulevat kysymykseen joukkolainanhaltijoita edustettaessa. Lisäksi toiminnan tuntemus kattaa edustamisen edellyttämän teknisen tiedon, taidon ja muun vastaavaan valmiuden. Joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus voi perustua usean vuoden käytännön kokemukseen esimerkiksi eri tehtävissä toisen rahoitusmarkkinatoimijan palveluksessa tai koulutukseen, joka voi olla joko suoritettu tutkinto tai muulla koulutuksella saatu ammattipätevyys. Koska edustajana toimiminen edellyttää hyvää ammattitaitoa ja lainsäädännön tuntemusta, ilmoituksen tekijällä, jolla ei ole riittävää käytännön kokemusta joukkolainamarkkinoiden toiminnasta, on oltava siihen soveltuva koulutus, kuten oikeustieteen tai kauppatieteiden kandidaatin tai maisterin, diplomi-insinöörin taikka vara- tai oikeusnotaarin koulutus. Mitä laajamittaisemmasta toiminnasta on kyse, sitä paremmin edustajan voidaan edellyttää tuntevan joukkolainamarkkinoiden toimintaa.

Vaatus joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta koskee hallitusta ja muuta toimivaa johtoa kollektiivina eikä kutakin hallituksen jäsentä tai muuhun toimivaan johtoon kuuluvaa henkilöä erikseen. Hallituksella ja muulla toimivalla johdolla on kokonaisuutena arvioiden ja kollektiivina oltava joukkolainamarkkinoiden ja siihen liittyvien merkittävien riskien tuntemus. Hallituksessa ja muussa toimivassa johdossa tulee olla sen toiminnan laatu ja laajuus huomioon ottaen yksi tai useampi jäsen, joilla on joukkolainamarkkinoiden ymmärtämiseen tarvittavat tiedot, taidot ja kokemus. Toimivalla johdolla tarkoitetaan elinkeinonharjoitta-

jan koko ylintä johtoa eli toimitusjohtajaa ja hänen sijaistaan, hallituksen jäsentä ja varajäsentä, vastuunalaista yhtiömiestä sekä muuta toimivaan johtoon kuten johtoryhmään kuuluvaa henkilöä. Sen sijaan vähemmistöosakkeenomistajat eivät tule luotettavuusarvioinnin kohteeksi. Tältä osin ehdotus poikkeaa lakiteknisenä esikuvana olleesta laista luotonantajien rekisteröinnistä. Jotta luotettavuusvaatimus täyttyy, kaikkien säännöksessä lueteltujen henkilöiden on oltava luotettavia. Henkilöpiiri, jonka joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemusta arvioidaan, on vähemmistöosakkeenomistajia lukuun ottamatta sama kuin se, jolta edellytetään luotettavuutta. Kaikilta toimivaan johtoon kuuluvilta ei henkilökohtaisesti kuitenkaan edellytetä tarvittavaa koulutusta ja kokemusta, vaan hallitukselta kokonaisuutena arvioiden, ottaen kuitenkin huomioon harjoitetun toiminnan luonne ja laajuus. Ehdotus liittyy yhtäältä pyrkimykseen vähentää esteitä yrittäjyyden aloittamiseen ja toisaalta tavoitteeseen mahdollistaa edustajana toimiminen erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa.

Pykälän 2 momentissa säädetään luotettavuutta koskevista vaatimuksista. Ilmoituksen tekijän toimivaan johtoon kuuluvaa henkilöä ei pidetä 1 momentin 3 kohdassa edellytetyllä tavalla luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arviota edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton toimimaan edustajana tai sen toimivassa johdossa, taikka jos hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan mainitunlaisessa tehtävässä. Toimivaan johtoon luetaan hallituksen jäsenet ja varajäsenet sekä toimitusjohtaja, toimitusjohtajan sijainen ja johtoryhmän jäsenet. Sen sijaan vähemmistöosakkeenomistajat eivät tule luotettavuusarvioinnin kohteeksi. Tältä osin ehdotus poikkeaa lakiteknisenä esikuvana olleesta laista luotonantajien rekisteröinnistä. Momentissa tarkoitettuna lainvoimaisen tuomion perustana voi olla esimerkiksi 21 §:n mukaan rangaistava edustajarikos, rahanpesu- tai kirjanpitorikos, veropetos taikka muu taloudelliseen toimintaan liittyvä rikos.

Vaikka henkilöä ei olisikaan tuomittu edellä tarkoitettuun vankeus- tai sakkorangaistukseen, häntä ei voida pitää luotettavana myöskään silloin, kun hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan edellä kuvatussa tehtävässä. Vastaavanlainen säännös sisältyy esimerkiksi sijoituspalvelulain 3 luvun 4 §:n 2 momenttiin ja maksulaitoslain (297/2010) 13 a §:ään. Muuta sopimattomuutta voi osoittaa esimerkiksi lainvoimaa vailla oleva tuomio 1 momentissa tarkoitettusta rikoksesta. Käytännössä voi kuluja useita vuosia ennen kuin tuomio esimerkiksi rekisteröitymisen esteenä olevasta talousrikoksesta on lainvoimainen. Aikaisempaa toimintaa koskevassa luotettavuusarvioinnissa voidaan ottaa huomioon myös se, että henkilö on lainvoimaisesti tuomittu vankeusrangaistukseen rikoksesta yli viisi vuotta sitten, jos rikos osoittaa henkilön ilmeistä sopimattomuutta toimimaan edustajana tai sen toimivassa johdossa. Aikaisemmalla toiminnalla muutoin osoitettu ilmeinen sopimattomuus ei edellytä, että henkilö on tuomittu rikoksesta rangaistukseen. Hänet on voitu esimerkiksi määrätä liiketoimintakiellosta annetun lain (1059/1985) mukaiseen liiketoimintakieltoon, mikä ei välttämättä edellytä, että laiminlyönnistä on tuomittu rangaistus. Kieltoon ovat saattaneet johtaa esimerkiksi verovelvollisuuteen tai kirjanpitoon liittyvät laiminlyönnit. Jos liiketoimintakielto on edelleen voimassa, edustajana toimiminen ei tule kysymykseen, mutta päättynytkin liiketoimintakielto voidaan ottaa huomioon arvioitaessa henkilön luotettavuutta.

Pykälän 3 momentin mukaan rekisteröitymisen edellytyksenä on, että ilmoituksen tekijällä on oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai Finanssivalvonnan riittäväksi arvioima ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus. Vaatimuksen on täyttyttävä myös rekisteröitymishetken jälkeen ja oltava voimassa edustajan koko toiminta-ajan. Säännös perustuu kansalliseen harkintaan ja sallii myös Finanssivalvonnalle tarkoituksenmukaisuusharkinnan. Pääomavaatimus, joka on 20-kertainen osakeyhtiön perustamis pääomaan nähden,

on tarpeen epäluotettavien toimijoiden ja muiden kokeilijoiden pitämiseksi poissa toimialalta. Säännös ylittää EU-sääntelyn vähimmäisvaatimukset. Koska joukkolainanhaltijoiden edustajien markkinat ovat nykyisin keskittyneet muutamaan osakeyhtiömuotoiseen toimijaan, ankarat vaatimukset pitäisivät myös markkinat keskittyneinä. Myös tämän vuoksi on tarpeen asettaa kohtuullinen pääomavaatimus, vaikka alalle tulon kynnys on muutoin asetettu matalaksi. Pääomavaatimuksen noudattamisen sijaan edustaja voi ottaa markkinoilta Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman ammatillisen vastuuvakuutuksen, pankkitakauksen tai muun vastaavan vakuuden, joka toimijan koon, riskiprofiilin ja oikeudellisen luonteen ja rakenteen huomioon ottaen varmistaa vastaavan suojan joukkolainanhaltijoille kuin laissa asetettu pääomavaatimus. Siten vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus on edustajalle valinnainen, mutta jos se on otettu, sen sisältö ja voimassaolo on Finanssivalvonnan valvonnan kohteena. Vastuuvakuutuksen, pankkitakauksen tai muun vastaavan vakuuden olemassaolo ei kuitenkaan edellytä sen antamista sitoumuksena edustus sopimuksessa, vaan sitoumuksen antaminen jää edustajan harkintaan, jollei ole toisin sovittu. Ehdotus liittyy yhtäältä pyrkimykseen vähentää esteitä yrittäjyyden aloittamiseen ja toisaalta tavoitteeseen mahdollistaa edustajana toimiminen erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa.

Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman 3 momentissa tarkoitetun ammatillisen vastuuvakuutuksen on pykälän 4 momentin mukaan täytettävä lisäksi ainakin seuraavat ehdot: (i) jos vakuutukseen sisältyy omavastuu, vakuutuksenantaja suorittaa vakuutuskorvauksen vahingon kärsineelle omavastuuta vähentämättä, ja (ii) vakuutuksesta korvataan vahinko, joka on syntynyt vakuutuskauden aikana tapahtuneen teon tai laiminlyönnin seurauksena ja jonka korvaamisesta on esitetty kirjallinen vaatimus ilmoituksen tekijälle tai vakuutuksenantajalle vakuutuksen voimassaoloaikana tai kolmen vuoden kuluessa vakuutuksen päättymisestä.

Pykälän 5 momentin mukaan ilmoituksen tekijällä on oltava liiketoimintasuunnitelma. Liiketoimintasuunnitelma on toimitettava Finanssivalvonnalle. Koska momentissa tarkoitetut asiat yleensä sovitaan edustus sopimuksessa, josta ilmenee, miten edustajana toimiminen tapahtuu sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia niin edustajalle kuin joukkolainanhaltijoille asetetaan, sopimusehdot tulevat tarkastuskäynneillä ja muussa operatiivisessa valvonnassa myös Finanssivalvonnan tietoon. Säännös tukee olennaisella tavalla Finanssivalvonnan harjoittamaa menettelytapa- ja muuta valvontaa. Liiketoimintasuunnitelmaa arvioitaessa otetaan huolellisesti huomioon useita seikkoja, kuten muun muassa asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointi, asiakasvarojen erilläänpito edustajan omista varoista, edustajan toiminta suhteessa joukkolainanhaltijoihin ja mahdollisten asiamiespalveluiden järjestäminen sekä ulkoistamista koskeviin sopimuksiin perustuvien asiantuntijapalvelujen hankinnat ja niiden dokumentointi. Edustajilla on erilaisia tapoja toteuttaa joukkolainanhaltijoiden kanssa tehtävät sopimukset ja muut asiakirjat, minkä vuoksi säännös on laadittu joustavaksi. Säännös liittyy lain asemaan puitelakina ja tavoitteeseen mahdollistaa osapuolten sopimusvapautta korostava tahdonvaltaisuus, minkä vuoksi laissa on vain harvoja pakottavia säännöksiä. Tahdonvaltaisuus, josta säädetään 3 §:ssä, tukee vakiintunutta markkinakäytäntöä ja varmistaa, ettei heikennetä kannusteita edustajaksi ryhtymiselle saati edustajan käyttämiselle.

Vaikka kaikki edellä mainitut rekisteröitymisen edellytykset täyttyisivät, pykälän 5 momentin mukaan Finanssivalvonta voi evätä rekisteröitymisen, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, että ilmoituksen tekijä aikoo toimia edustajana toisen välikätenä (bulvaani), tai jos ilmoituksen tekijä ei kykene esittämään, miten se on varmistanut riippumattomuutensa liikkeenlaskijasta ja liikkeenlaskun järjestäjästä. Säännöksen tarkoituksena on estää sellaisilta henkilöiltä pääsy edustajaksi, jotka esimerkiksi epäilyttävän taustansa takia eivät luultavasti tulisi täyttämään rekisteröitymisen edellytyksiä ja jotka pyrkivät alalle välikäden avulla. Tällaisen menettelyn salliminen olisi omiaan vähentämään edustajien luotettavuutta ja hyväksyttävyyttä yhtenä vakavasti otettavana rahoitusmarkkinoilla toimivana osapuolena. Sen sijaan

esimerkiksi silloin, kun luottolaitoksen tytär- tai konserniyritys toimii rekisteröitymisvelvollisena edustajana, riippumattomuus on toteutettavissa konserninsisäisin hallinnollisin järjestelyin (niin sanottu kiinanmuuri).

**18 §. Rekisteristä poistaminen.** Pykälässä säädetään rekisteristä poistamisen edellytyksistä. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnan on poistettava edustaja rekisteristä, jos (i) edustaja on lopettanut liiketoimintansa, (ii) 17 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa taikka 17 §:n 2—4 momentissa säädetty rekisteröitymisen edellytykset eivät enää täyty, (iii) on ilmeistä, että edustaja toimii toisen välikätenä, tai jos edustaja on laiminlyönyt varmistaa riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä, (iv) 17 §:n 1 momentin 5 kohdassa säädetty rekisteröitymisen edellytys ei enää täyty eikä edustaja ole Finanssivalvonnan antamassa kehotuksessa asetetussa määräajassa ilmoittanut uusia henkilöitä, jotka täyttävät kyseisessä lainkohdassa asetetut vaatimukset joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksesta, tai (v) edustajan tai sen toimivan johdon toiminnassa ilmenee vakavia tai toistuvia laiminlyöntejä. Rekisteröitymisen perumiseen liittyvistä menettelyistä säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 26 §:ssä ja 27 §:ssä.

## 7 luku Valvonta ja seuraamukset

Lukukohtaiset perustelut. Lain 7 luku koskee valvontaa, rekisterin tietojen saamista verkkopalveluna ja seuraamuksia, joita ovat rangaistussäännökset ja vahingonkorvausvelvollisuus. Seuraamusten sääntely ja niiden sisältö vastaavat pääosin muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä, kuten sijoituspalvelulakia, sijoitusrahastolakia (48/1999) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua lakia. Toisaalta esimerkiksi vahingonkorvausvastuun sääntely ulottuu osakeyhtiölain 22 luvun säännösten mukaisesti sekä joukkolainanhaltijoiden edustajaan että sen toimivaan johtoon, jos edustajan oikeudellinen muoto on osakeyhtiö.

**19 §. Valvonta.** Pykälässä säädetään viranomaisvalvonnasta. Pykälän 1 momentin mukaan lain 3, 4, 6, 7 sekä 8 luvun rekisteröityä edustajaa koskevien säännösten noudattamista sekä asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointia ja säilyttämistä, varojen maksatusta, rekisteröidyn edustajan luotettavuutta ja sen velvollisuutta kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti sekä muita rekisteröidyn edustajan noudatettavaksi säädettyjä menettelytapoja valvoo Finanssivalvonta. Luotettavuuden valvonta kohdistuu edustajan noudattamiin hyviin käytäntöihin, menettelytapojen asianmukaisuuteen ja huolelliseen sisäiseen tarkastukseen. Finanssivalvonnalle 17 §:n 4 momentin mukaisesti toimitettava liiketoimintasuunnitelma varmistaa Finanssivalvonnan edellytykset harjoittaa menettelytapa- ja muuta valvontaa. Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa, että edustaja on järjestänyt asianmukaisesti asiakasvarojen säilytyksen ja asiakasvarojen tilin sisäisen kirjanpidon. Huolelliset menettelytavat asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnoinnissa ja säilyttämisessä edellyttävät esimerkiksi paloturvallista kaappia tai sopimusta luottolaitoksen kanssa ja varojen maksatuksessa puolestaan sivullisia sitovia vakuusjärjestelyjä. Suorittaessaan edustajan liiketoiminnan tarkastusta edustajan toiminnan rekisteröitymisen aikana Finanssivalvonnan tulisi tarkistaa, että edustajan käytössä olevat edustus sopimukset eivät ole 5 §:n 1 momentissa, 7 §:ssä ja 12 §:ssä tarkoitettujen pakottavien säännösten vastaisia. Edustus sopimuksesta myös ilmenee, miten edustajana toimiminen tapahtuu sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia joukkolainanhaltijoille asetetaan. Säännöksessä asetettu velvollisuus kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti vastaa puolestaan arvo paperimarkkinalain 8 luvun 6 b §:ää.

Muiden, lähinnä siviili- ja insolvenssioikeudellisten 1 ja 2 luvun säännösten sekä kollektiivisia rahoitusjärjestelyjä koskevan 5 luvun noudattamisen valvonta ei ole tarpeen, koska ne ovat pääosin tahdonvaltaisia ja nojautuvat sopimusvapauteen. Myös viranomaisvalvontaa koskeva säännös liittyy lain puitelain mahdollistamaa sopimusvapautta korostavaan tahdonvaltaisuu-

teen, minkä vuoksi laissa on vain harvoja pakottavia säännöksiä. Tahdonvaltaisuus, josta säädetään 3 §:ssä, tukee vakiintunutta markkinakäytäntöä ja varmistaa, ettei heikennetä kannusteita edustajaksi ryhtymiselle saati edustajan käyttämiselle. Tältä osin säännös paljolti vastaa osakeyhtiölakia, jonka noudattamista Finanssivalvonta ei myöskään valvo, ja muistuttaa vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua lakia, jonka 23 luvusta vain viittä lukua sovelletaan rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin. Finanssivalvonta ei myöskään valvo rekisteröitymättömien edustajien toimintaa. Täsmällisten valvontavelvollisuuksien määrittely on tarpeen, jotta ei synny vääriä mielikuvia Finanssivalvonnan valvonnan laajuudesta ja jotta vastuu rekisteröitymättömän edustajan toiminnasta ei tosiasiallisesti siirry valvontaviranomaiselle.

Pykälän 2 momentin mukaan Finanssivalvonnalla on oikeus saada sakon täytäntöönpanosta annetun lain (672/2002) 46 §:ssä tarkoitettu sakkorekisteristä tiedot, jotka ovat tarpeen edustajaksi rekisteröidyn tai edustajan toimivaan johtoon kuuluvan luonnollisen henkilön luotettavuuden selvittämiseksi. Säännös vastaa vakuutusedustajista annetun lain 46 §:ää. Oikeudesta saada tietoja rikosrekisteristä säädetään erikseen. Luotettavuuden arviointiin liittyvät rikosrekisteritiedot voitaisiin luovuttaa Finanssivalvonnalle rikosrekisterilain (770/1993) 4 a §:n 1 momentin 2 kohdan nojalla.

Pykälän 3 momentin mukaan Finanssivalvonta voi joukkolainanhaltijoiden aseman turvaamiseksi tai muusta painavasta syystä määrätä, että liikkeeseenlaskijan tai edustajan on kutsuttava koolle joukkolainanhaltijoiden kokous. Syitä koollekutsumismääräyksen antamiseen voivat olla esimerkiksi epäilyt sijoittajansuojan heikentymisestä tai vakuuksien arvon menettämisestä.

Pykälän 4 momentin mukaan Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä edustajan liiketoiminnan lopettamisesta rekisteristä poistamisen perusteella. Määräyksiä voi olla tarpeen antaa esimerkiksi silloin, kun edustaja on asetettu konkurssiin tai kun edustaja on poistettu rekisteristä lainvastaisuuksien vuoksi. Säännöksen tavoitteena on lähinnä sijoittajien aseman turvaaminen sekä edellytysten lakkaamisesta ja rekisteristä poistamisesta seuraavien oikeusvaikutusten huomioon ottaminen joukkolainanhaltijoiden asemaan. Koska markkinoilla oletetaan toimivan vain muutamia edustajia, rekisteristä poistaminen todennäköisesti edellyttää tapauskohtaista harkintaa, minkä vuoksi siitä ei ole tarpeen tarkemmin säätää laissa. Liiketoiminnan lopettamisena ei kuitenkaan pidetä vielä sitä, että edustajalla ei jonakin ajanjaksona ole yhtään edustamiseen liittyvää toimeksiantoa vireillä.

**20 §. Tietojen saatavilla pitäminen.** Pykälässä säädetään rekisterin tietojen saamisesta verkkopalveluna. Pykälän 1 momentin mukaan sen estämättä, mitä viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain (621/1999) 16 §:n 3 momentissa säädetään, rekisteristä saa luovuttaa henkilötietoja tulosteena taikka saattaa ne yleisesti saataville sähköisen tietoverkon kautta tai luovuttaa ne muutoin sähköisessä muodossa. Tieto henkilötunnuksesta saadaan kuitenkin luovuttaa tämän lain nojalla vain, jos tieto annetaan tulosteena tai teknisenä tallenteena ja jos luovutuksensaajalla on oikeus henkilötunnuksen käsittelyyn henkilötietolain (523/1999) 13 §:n tai muun lain nojalla.

Seuraavat rekisteriin merkityt tiedot Finanssivalvonnan on pykälän 2 momentin mukaan kuitenkin pidettävä yleisesti saatavilla sähköisen tietoverkon avulla: (i) elinkeinonharjoittajan nimi sekä toiminimi, mahdollinen aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste, päätoimipaikka ja niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa joukkorahoitusta välitetään; (ii) toimitusjohtajan ja hänen sijaisensa nimi, hallituksen jäsenten ja varajäsenten nimet, hallitukseen rinnastettavan toimielimen jäsenten ja varajäsenten nimet sekä vastuunalaiset yhtiömiehet; (iii) rekisteröinnin päivämäärä; ja (iv) ilmoituksen tekijälle määrätty julkiset varoi-

tukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko.

**21 §. Rangaistussäännökset.** Pykälässä säädetään rangaistussäännöksistä. Pykälän mukaan *edustajarikoksesta* tuomitaan, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, se, joka tahallaan 14 §:n 1 momentin vastaisesti tai 15 §:n 1 momentissa tarkoitettujen edellytysten vastaisesti ilman rekisteröitymistä toimii joukkolainanhaltijoiden edustajana. Säännös poikkeaa rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä tavanomaisista rangaistussäännöksistä siten, ettei tunnusmerkistössä edellytetä törkeää huolimattomuutta. Tämä on perusteltua, koska edustajaan kohdistuu jo muutoinkin korostettu huolellisuusvelvollisuus 5 §:n 1 momentin, 7 §:n ja 12 §:n pakottavien säännösten kautta. Korostettu huolellisuusvelvollisuus luo lisäksi, yhdessä 22 §:n 2 momentin vahingonkorvausvelvollisuutta koskevassa säännöksessä tarkoitetun käännetyn todistustaakan ja 5 §:n 2 momentissa tarkoitetun hyvän arvopaperimarkkinatavan kanssa, myös tarpeellista vastapainoa ja yleisestävää pelotevaikutusta sangen kevyelle edustajaa koskevalle sääntelylle, ja lisää edellytyksiä ylläpitää uuden toimialan uskottavuutta. Toisaalta edustajan toiminta ei myöskään aiheuta sellaista laajamittaista taloudellista vahinkoa useille eri henkilöille, joka huomattavasti heikentää luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan kokonaisuudessaan, ja joka siksi edellyttäisi rangaistusvastuun ulottamista törkeästä huolimattomuudesta tehtyihin tekoihin. Säännöstä sovelletaan markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin. Käytännössä edustajana toimimisesta johtuvat rangaistusvaatimukset tulee ensisijaisesti kohdistaa edustajan toimivaan johtoon eikä itse edustajaan, joka useimmiten on oikeushenkilö. Rangaistusuhkana on sakko tai enintään yksi vuosi vankeutta.

Rikosoikeudellisten rangaistussäännösten kehittämiseksi ehdotuksessa joiltakin osin poiketaan rikosoikeuden kokonaisuudistuksen yhteydessä noudatetusta keskittämisperiaatteesta, joka edellyttää vankeusuhkaisten rikosten siirtämistä rikoslakiin (39/1889). Vaikka keskittämisperiaatetta on pyritty noudattamaan varsin johdonmukaisesti, rikoslain ulkopuolella on edelleen melko runsaasti vankeusuhkaisia rikossäännöksiä. Täysimääräisesti keskittämisperiaatetta ei ole kyetty noudattamaan. Periaatteen noudattaminen ja ylimalkaan noudattamisen mahdollisuus on riippuvainen sääntelytarkkuudesta. Joissakin tilanteissa tiettyä erityisalaa koskeva rangaistussäännös voi olla tarkoituksenmukaista sisällyttää asiaa koskevaan erityislakiin, jos sääntely on siinä määrin yksityiskohtaista, että rikossääntelyn siirtäminen rikoslakiin tekisi rikoslaista tarpeettoman raskaslukuisen. Säännöksen potentiaaliset rikkojat rajautuvat käytännössä pääosin sellaisiin rahoitusalan toimijoihin, joiden edellytetään tuntevan kyseiset lait, joten keskittämisperiaatteesta on katsottu säännösten luonteen ja kohderyhmän vuoksi voitavan poiketa.

**22 §. Vahingonkorvausvelvollisuus.** Pykälässä säädetään vahingonkorvausvelvollisuudesta. Pykälä on tahdonvaltainen. Koska edustajana voivat toimia useat rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla rahoituspalveluja tarjoavat Finanssivalvonnan valvottavat, on tarkoituksenmukaista säätää vahingonkorvausvelvollisuudesta mahdollisimman yhdenmukaisesti. Toisaalta useat syyt puoltavat edustajaan kohdistuvan hallinnollisen taakan vähentämistä.

Vanhastaan on ollut voimassa, että laissa säädetty korvausvastuu koskee myös sopimussuhteissa aiheutuneita vahinkoja niin, että henkilö- tai esinevahinkoon liittymätön niin sanottu puhdas varallisuusvahinko tulee korvattavaksi ilman vahingonkorvauslaissa (412/1974) säädettyjä erittäin painavia syitä ja että osakeyhtiölaista poiketen laissa säädetään myös yhtiön aiheuttamien vahinkojen korvaamisesta. Sopimusvastuussa on rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä yleisenä periaatteena, että vahingon aiheuttajan on vastuusta vapautuakseen pystyttävä näyttämään, että on toiminut huolellisesti (käännetty todistustaakka). Ehtojen räätä-

löinti yksittäiselle joukkolainanhaltijalle ei ole mahdollista, koska edustajan on kohdeltava joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti.

Pykälän 1 momentissa säädetään edustajan velvollisuudesta korvata aiheuttamansa vahinko. Näiden säännösten sijoittamisella pykälän 1 momenttiin halutaan korostaa, että edustajana toimimisesta johtuvat vahingonkorvausvaatimukset tulee ensisijaisesti kohdistaa itse edustajaan eikä esimerkiksi sen toimivaan johtoon.

Velvollisuus vahingon korvaamiseen edellyttää, että edustaja on tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut edustamalleen taholle tai muulle henkilölle vahinkoa tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä. Momentti koskee muun muassa sellaisen vahingon korvaamista, jonka edustaja on aiheuttanut edustamalleen joukkolainanhaltijalle. Vahingonkorvausvelvollisuus syntyy siitä riippumatta, voidaanko edustajan organisaatiosta yksilöidä moitittavasti toiminut henkilö vai ei.

Tuottamusedellytykseen liittyy olennaisesti kysymys tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta. Kysymystä 1 momentissa tarkoitettua tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta ei ole välttämätöntä pyrkiä ratkaisemaan nimenomaisella säännöksellä, vaan se voitaisiin vastaisuudessaakin jättää määräytymään oikeuskäytännössä asiaa koskevien yleisten periaatteiden ja kunkin vahinkotilanteen olosuhteiden mukaan. Edustajalle nimenomaisesti säädettyjä velvollisuuksia koskevan yksityiskohtaisen sääntelyn rikkominen johtaa kuitenkin käytännössä usein tuottamusta koskevan käännetyn todistustaakan soveltamiseen. Näin ollen pykälän 1 momentin toisen virkkeen mukaan vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti (käännetty todistustaakka) ja jollei vahinkoa ole aiheutettu pelkästään rikkomalla 5 §:n 1 ja 2 momentin säännöksiä. Käännetty todistustaakka toteutuu esimerkiksi siinä hyvin tyypillisessä tilanteessa, jossa edustaja on toiminut joukkolainanhaltijoiden kokouksen ohjeistuksen mukaisesti, sillä tuolloin voidaan katsoa syntyvän oletama huolellisesta toiminnasta, joten edustajan vetoaminen saatuun ohjeistukseen riittää. Tuottamusolettama on nykyiseen rahoitusmarkkinalainsäädäntöön verrattavaa sääntelyä. Vastaavan tyyppisestä tuottamusolettamasta on säädetty muun muassa sijoituspalvelulain 16 luvun 1 §:ssä.

Osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:ssä säädetään osakeyhtiön johtohenkilön eli hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan vahingonkorvausvelvollisuudesta. Näitä säännöksiä sovelletaan myös niihin edustajiin, jotka ovat osakeyhtiöitä tai eurooppayhtiöitä. Edustajat ovat useimmiten osakeyhtiöitä ja korvausvelvollisuus yhtiöjärjestyksen vastaisesti toimimalla aiheutetusta vahingosta määräytyy osakeyhtiölain mukaan. Hallituksen jäsentä vastaavasti vahingonkorvausvastuu koskee muun toimielimen jäsentä, koska edustajana toimiminen on mahdollista erilaisissa oikeudellisissa rakenteissa. Johtohenkilön vahingonkorvausvastuuta supistava viittaus 5 §:n 1 ja 2 momentin säännöksiin yhdenvertaisesta kohtelusta ja hyvästä arvopaperimarkkinatavasta vastaa osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:n 3 momentin säännöstä.

Pykälän 2 momentin mukaan sijoittajalla on oikeus vaatia korvausta hänelle aiheutuneesta vahingosta myös edustajan toimitusjohtajalta, hallituksen jäseneltä tai siihen rinnastettavan toimielimen jäseneltä sekä vastuunalaiselta yhtiömieheltä, jos vahinko on johtunut siitä, että tämä tehtävässään on tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyönyt huolehtia siitä, että toiminnassa noudatetaan 12 §:ssä säädettyjä velvollisuuksia.

Pykälän 3 momentissa viitataan vahingonkorvauslain säännöksiin. Osakeyhtiölain tavoin vahingonkorvauksen sovitteluun sovelletaan, mitä säädetään vahingonkorvauslain (412/1974) 2 luvussa ja korvausvastuun jakaantumiseen, mitä säädetään kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken mainitun lain 6 luvussa.



## 8 luku Erinäiset säännökset

Lukukohtaiset perustelut. Lain 8 luku koskee muutoksenhakua ja siirtymäsäännöksiä. Sääntely vastaa muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä.

**23 §. Muutoksenhaku.** Pykälässä säädetään muutoksenhausta. Pykälän 1 momentin viittaus-säännöksen mukaan Finanssivalvonnan tekemästä päätöksestä voi valittaa siten kuin Finanssivalvonnasta annetun lain 73 §:ssä säädetään. Koska rahoitusmarkkinoiden toimijat ovat keskittyneet pääkaupunkiseudulle, ei ole tarpeen poiketa Finanssivalvonnasta annetun lain edellytyksestä keskittää muutoksenhaku Helsingin hallinto-oikeuteen, vaikka hallinto-oikeudessa pyritään hajauttamaan hallinto-oikeuksien toimivaltaa alueellisesti.

Pykälän 2 momentin mukaan Finanssivalvonnan päätöstä 14 §:n 1 momentissa tarkoitettua rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää. Rekisteristä poistaminen perustuu yleensä siihen, ettei edustaja enää täytä rekisteröitymisen edellytyksiä tai siihen, että se on jatkuvasti ja vakavasti menetellyt lainvastaisesti. Tämän vuoksi ei ole asianmukaista, että edustajana toimiminen voisi jatkua usein pitkäänkin kestävästä valitusprosessin ajan. Sijoittajien oikeusturvan voidaan katsoa edellyttävän, että rekisteristä poistamista koskeva päätös pannaan viivytyksettä täytäntöön.

**24 §. Voimaantulo.** Pykälässä säädetään lain voimaantulosta. Laki ehdotetaan tulevaksi voimaan päivänä kuuta 20 , alustavasti arvioituna vuoden 2017 kesällä.

**25 §. Siirtymäsäännökset.** Pykälässä säädetään siirtymäsäännöksistä. Pykälän 1 momentin mukaan sen, joka toimii edustajana lain voimaantulon jälkeen liikkeeseen laskettavassa joukkolainassa, josta julkaistaan arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite, on jätettävä hakemus rekisteröitymisestä viimeistään kolmen kuukauden kuluttua lain voimaantulosta. Säännöksen tarkoituksena on varata edustajille riittävä aika huolehtia rekisteröitymisestä ilman, että toimintaa tarvitse keskeyttää. Ennen lain voimaantuloa liikkeeseen lasketut joukkolainat eivät sellaisenaan aiheuta rekisteröitymisvelvollisuutta eikä säännöksessä ole kysymys liikkeeseenlaskujen taannehtivasta sääntelystä.

Pykälän 2 momentin mukaan Finanssivalvonta voi ottaa rekisteri-ilmoituksen käsiteltäväksi ennen lain voimaantuloa ja ilmoituksen tekijä voidaan rekisteröidä 14 §:n 1 momentissa tarkoitettuun rekisteriin tämän lain tullessa voimaan. Säännöksellä pyritään välttämään rekisteri-ilmoitusten ruuhkautumista lain voimaantuloajankohtaan.

Pykälän 3 momentin mukaan lain 21 §:ää sovelletaan kolmen kuukauden kuluttua lain voimaantulosta. Tarkoitus on ryhtyä soveltamaan rangaistussäännöksiä vasta siirtymäajan päätyttyä.

### 1.2 Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

**5 §. Muut finanssimarkkinoilla toimivat.** Pykälän uuden 28 kohdan mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa ( / ) tarkoitettu joukkolainanhaltijoiden rekisteröity edustaja lisätään muiden finanssimarkkinoilla toimivien luetteloon.

**26 §. Toimiluvan ja rekisteröitymisen peruuttaminen ja siihen rinnastettava toiminnan määrääminen lopetettavaksi.** Pykälän 8 momentissa säädetään toimiluvan peruuttamisesta koskevien säännösten soveltamisesta eräisiin siihen rinnastettaviin tilanteisiin. Momenttiin lisätään maininta siitä, että toimiluvan peruuttamisesta koskevia säännöksiä sovelletaan vastaavasti joukko-

lainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitettujen rekisteröityjen edustajien rekisteröitymisen perumiseen. Myös pykälän otsikko muutetaan.

**27 §. Toimiluvan ja rekisteröitymisen mukaisen toiminnan rajoittaminen.** Pykälän 5 momenttiin lisätään 26 §:n 8 momenttia vastaava lisäys siitä, että pykälän säännöksiä toimiluvan mukaisen toiminnan rajoittamisesta sovelletaan myös joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitettuihin rekisteröityihin edustajiin. Myös pykälän otsikko muutetaan.

### **1.3 Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 6 §:n muuttamisesta**

**1 §. Maksuvelvollinen.** Pykälän 1 momenttia täydennetään yhdellä uudella valvontamaksun suorittamiseen velvollisella, joukkolainanhaltijoiden rekisteröidyllä edustajalla.

**6 §. Muun maksuvelvollisen perusmaksu.** Pykälän 1 momenttia täydennetään yhdellä uudella muulla perusmaksun maksuvelvollisella, joukkolainanhaltijoiden rekisteröidyllä edustajalla. Perusmaksun määrä pohjautuu osaksi pykälässä nykyisin olevaan rekisteröitymisvelvollista vaihtoehtorahastojen hoitajaa koskevaan ja myös joukkorahoituslaissa ehdotettua vastaavaan sääntelyyn, jonka mukaisesti perusmaksu Finanssivalvontaan joukkolainanhaltijoiden edustajalle on [3 000] euroa. Perusmaksun suuruutta harkittaessa kuitenkin on otettava huomioon ehdotettujen valvontatehtävien aiheuttama työmäärä, sillä esimerkiksi vakuuksien hallinnointia (11 §) tai asiakasvarojen erillään pitoa (12 §) koskevien vaatimusten tarkastaminen saattaa vaatia Finanssivalvonnalta huomattavaa resurssipanostusta. Tämän vuoksi perusmaksun suuruus on ehdotettu korkeammaksi kuin mainituissa kahdessa muussa laissa mutta kuitenkin jätetty hakasulkuihin myöhempää arviointia silmällä pitäen.

## **2 Tarkemmat säännökset ja määräykset**

### **2.1 Tarkemmat säännökset**

Esitys ei sisällä ehdotuksia valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuuksiksi. Valtuudet eivät ole tarpeen, koska esitys ei perustu EU-sääntelyyn, jonka yksityiskohtaisuuden vuoksi asetuksenantovaltuudet ovat yleensä olleet tarpeen.

### **2.2 Tarkemmat määräykset**

Esitys sisältää yhden ehdotuksen Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuksiksi, jollaisia yleensä sisältyy rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Finanssivalvonta voi 19 §:n 4 momentin nojalla antaa tarkempia määräyksiä siitä, miten edustajan liiketoiminnan lopettamisen tulee tapahtua rekisteristä poistamisen perusteella. Määräyksiä voi olla tarpeen antaa esimerkiksi silloin, kun edustaja on asetettu konkurssiin tai kun edustaja on poistettu rekisteristä lainvastaisuuksien vuoksi. Määräystenantovaltuuden tavoitteena on lähinnä sijoittajien aseman turvaaminen sekä edellytysten lakkaamisesta ja rekisteristä poistamisesta seuraavien oikeusvaikutusten huomioon ottaminen joukkolainanhaltijoiden asemaan.

Määräystenantovaltuudet eivät muutoin ole tarpeen, koska esitys ei perustu EU-sääntelyyn, jonka yksityiskohtaisuuden vuoksi määräystenantovaltuudet ovat yleensä olleet tarpeen. Jos edustajana toimimista harjoitetaan luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvan nojalla, noudatetaan soveltuvien osin siihen liittyviä Finanssivalvonnan määräyksiä ja ohjeita.

### 3 Voimaantulo

Lait ehdotetaan tulemaan voimaan mahdollisimman pian sen jälkeen kun ne on hyväksytty ja vahvistettu, alustavasti arvioituna vuoden 2017 kesällä.

### 4 Suhde perustuslakiin ja säätämjärjestys

#### *Elinkeinovapaus*

Perustuslain 18 §:n 1 momentin mukaan jokaisella on oikeus lain mukaan hankkia toimeentulonsa valitsemallaan työllä, ammatilla ja elinkeinolla.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 14 §:n ja 25 §:n mukaan oikeus edustajana toimimiseen joukkolainassa, josta on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkina- ja finanssivalvonnan hyväksymä esite, säädetään rekisteröitymistä edellyttäväksi elinkeinoksi. Elinkeinotoiminnan harjoittamisen edellytyksenä oleva rekisteröityminen merkitsee puuttumista perustuslain 18 §:n 1 momentissa säädettyyn elinkeinovapauteen. Rekisteröityminen ei kuitenkaan ole pakollista, jos joukkolainaa tarjotaan ainoastaan sijoituspalvelulaissa tarkoitettujen ammattimaisten asiakkaiden tai hyväksyttävien vastapuolten merkittäväksi. Tällaisessa tilanteessa edustajana voi toimia rekisteröitymättömän elinkeinonharjoittaja, johon sovelletaan tämän lain säännöksiä siinä laajuudessa kuin joukkolainanhaltijat ovat kyseistä joukkolainaa koskevassa edustussopimuksessa sopineet.

Perustuslakivaliokunta on käsitellyt toimiluvan ja elinkeinovapauden suhdetta muun muassa lausunnoissaan PeVL 15/2016 vp, PeVL 33/2005 vp, PeVL 16/2003 vp ja PeVL 67/2002 vp. Valiokunta on pitänyt elinkeinovapautta perustuslain mukaisena pääsääntönä. Elinkeinotoiminnan luvanvaraistamista on pidetty poikkeuksellisesti mahdollisena tärkeiden ja vahvojen yhteiskunnallisten etujen sitä puoltaessa (PeVL 15/2008 vp, PeVL 9/2005 vp, PeVL 56/2002 vp ja PeVL 45/2001 vp). Rekisteröitymisvelvollisuus on valtiosääntöoikeudellisesti rinnastettu luvanvaraisuuteen (PeVL 15/2008 vp, PeVL 45/2001 vp ja PeVL 24/2000 vp). Rekisteröitymisestä on aina säädettävä lailla, jonka tulee täyttää perusoikeuden rajoittamiselta vaadittavat yleiset edellytykset. Sääntelyn sisällön kannalta on pidetty tärkeänä, että säännökset rekisteröitymisen edellytyksistä ja pysyvyydestä antavat riittävän ennustettavuuden viranomaistoiminnasta. Merkitystä on myös sillä, missä määrin viranomaisen toimivaltuudet määräytyvät niin sanotun sidotun harkinnan ja missä määrin tarkoituksenmukaisuusharkinnan mukaisesti (PeVL 13/2014 vp, PeVL 15/2008 vp ja PeVL 33/2005 vp).

Edustajien rekisteröityminen on tarpeellista näiden ammattipätevyyden ja luotettavuuden sekä riittävän sijoittajansuojan turvaamiseksi, valvontaviranomaisten valvontatyön helpottamiseksi sekä sen ehkäisemiseksi, ettei toimintaa käytetä rikollisiin tarkoituksiin, kuten rahanpesuun ja terrorismin rahoittamiseen. Edustamisen edellytyksenä oleva rekisteröityminen on painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimaa. Rekisteröitymisen edellytykset ovat yksityiskohtaisia, täsmällisiä ja tarkkarajaisia, ja niissä otetaan huomioon laatukriteerit ja luotettavuuskriteerit. Rekisteröitymiseen ei liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa, vaan jokainen rekisteröitymisen tekijä on merkittävä rekisteriin, jos laissa säädetyt edellytykset täyttyvät. Rekisteröitymisen epäämistä koskevaan Finanssivalvonnan päätökseen voi myös hakea muutosta.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 18 §:ssä säädetään elinkeinoluvan peruuttamiseen oikeusvaikutuksiltaan rinnastuvasta rekisteristä poistamisen edellytyksistä. Perustuslakivaliokunta on elinkeinotoiminnan sääntelyn yhteydessä vakiintuneesti pitänyt luvan peruuttamista yksilön oikeusasemaan ja oikeussuojaan puuttuvana viranomaistoimena vaikutuksiltaan jyrkempänä kuin haetun luvan epäämistä. Valiokunta on katsonut sääntelyn oikeasuhtaisuuden kannalta

välttämättömäksi sitoa luvan peruuttamismahdollisuus vakaviin tai olennaisiin rikkomuksiin tai laiminlyönteihin sekä siihen, että luvanhaltijalle mahdollisesti annetut huomautukset tai varoitukset eivät ole johtaneet toiminnassa esiintyneiden puutteiden korjaamiseen (PeVL 13/2014 vp, PeVL 43/2013 vp ja PeVL 17/2012 vp). Sen jälkeen, kun elinkeinonharjoittaja on poistettu rekisteristä, se voi toimia edustajana ainoastaan siihen asti, kunnes kaikille niille joukkolainoille, joissa kyseinen elinkeinonharjoittaja toimii edustajana, on kyseistä joukkolainaa koskevan edustus sopimuksen mukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä nimitetty uusi edustaja. Mahdollisuus korjata menettelynsä ei ole valiokunnan käytännössä ollut olennaisuusvaatimukselle vaihtoehtoinen vaatimus (PeVL 43/2013 vp). Nämä vaatimukset on otettu huomioon rekisteröitymistä koskevissa säännöksissä.

Rahoitusmarkkinalainsäädännössä on merkittäviä lakiin perustuvia rajoituksia elinkeinovapauden, joiden tarkoituksena on suojata finanssialan yritysten asiakkaiden etuja sekä turvata rahoitusvakaus ja yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssipalveluja tarjoavien yritysten ja finanssipalvelujen perusjärjestelmiä ylläpitävien tahojen on hankittava etukäteen lupa toiminnan harjoittamiseen. Lisäksi rahoitusmarkkinalainsäädännölle on tyypillistä, että luvanvaraista toimintaa harjoittavan yrityksen johdolta edellytetään toimialan tuntemusta. Näin voidaan varmistua siitä, että yrityksellä on jo alusta alkaen riittävät edellytykset lain vaatimukset täyttävään toimintaan. Toimialan tuntemisen vaatimus liittyy asiakkaan- ja sijoittajansuojaan sekä tarpeelliseen riskienhallintaan, joilla edistetään rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta ja markkinoiden vakautta. Lisäksi on tärkeää, että yritysten toimintaa sääntelevä lainsäädäntö ja julkinen viranomaisvalvonta turvaavat näiden yleisten tavoitteiden saavuttamista.

Esityksen 1. lakiehdotus on merkittävä paitsi perustuslaissa turvatun elinkeinovapauden myös omaisuudensuojan kannalta etenkin siksi, että hyvin erilaiset olemassa olevat järjestelyt voivat tulla lakiehdotuksen soveltamisalan piiriin. Näitä järjestelyjä tehtäessä sijoittajille tai toiminnan harjoittajille on voinut syntyä perusteltuja odotuksia taloudellisten asioiden järjestämisen oikeustilasta. Järjestelyt voivat koskea esimerkiksi toiminnan järjestämisen muotoa, vastuurakenteita ja sitä, minkälaisia kustannuksia tietty järjestely aiheuttaa. Perusteltujen odotusten suoja liittyy varallisuus oikeudellisten oikeustoimien pysyvyyden suojaan (esimerkiksi PeVL 1/2003 vp).

Koska eri osapuolilla on oikeus luottaa sopimussuhteen kannalta olennaisen lainsäädännön pysyvyyteen, ei sopimussuhteista voi säännellä tavalla, joka kohtuuttomasti heikentää osapuolten oikeusasemaa. Tällainen sijoittajansuojan ja elinkeinovapauden näkökulmasta keskeinen heikennys on esimerkiksi se, jos ei ole olemassa keinoa selvittää sinänsä hyväksyttävästi ja oikeasuhteisesti annetun uuden lainsäädännön asettamien velvollisuuksien soveltuvuutta toimintaan, jota harjoittaa tai johon on jo sijoittanut.

Voimassa olevaan lainsäädäntöön pohjautuvalle sääntelylle on siten olemassa tärkeät ja vahvat yhteiskunnalliset syyt. Ehdotettu sääntely myös täyttää perusoikeutta rajoittavalta lailta vaadittavat yleiset edellytykset. Elinkeinovapauden rajoitukset ovat muun muassa täsmällisiä ja tarkkarajaisia.

#### *Muutoksenhaku ja oikeusturva*

Perustuslain 21 §:n 1 momentin mukaan jokaisella on oikeus saada asiansa käsitellyksi asianmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa sekä oikeus saada oikeuksiaan ja velvollisuuksiaan koskeva päätös tuomioistuimen tai muun riippumattoman lainkäyttöelimen käsiteltäväksi. Säännöksellä on tarkoitus turvata Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan 1 kappaleessa sekä kansalaisoi-

keuksia ja poliittisia oikeuksia koskevan yleissopimuksen 14 artiklassa edellytetty oikeus oikeudenkäyntiin jokaisessa sopimusmääräyksissä tarkoitettussa tilanteessa.

Esityksessä noudatetaan Finanssivalvonnasta annetun lain 73 §:n säännöksiä muutoksenhausta Finanssivalvonnan antamiin päätöksiin. Pääsääntönä on siten, että Finanssivalvonnan antamaan päätökseen haetaan muutosta Helsingin hallinto-oikeudelta. Tätä vastaavat muutoksenhakusäännökset sisältyvät 1. lakiehdotuksen 23 §:ään. Helsingin hallinto-oikeuden antamaan päätökseen haetaan muutosta hallintolainkäyttölain mukaisesti valittamalla korkeimpaan hallinto-oikeuteen, jos valitusviranomaisen myöntää muutoksenhakuluvan.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 2 luvussa säädetään edustajan oikeuksista ja velvollisuuksista. Edustus sopimuksessa voidaan sopia muun muassa siitä, että joukkolainanhaltijat luopuvat oikeudestaan periä saatavaansa kanneteitse ja käyttää puhevaltaa oikeudenkäynneissä (5 §). Lisäksi kyseinen oikeudenmenetyks on peruuttamaton (8 §). Vastaavasti 9 §:n säännös toimintakiellosta ja 10 §:n säännös päätöksentekomenettelystä johtavat siihen, että joukkolainanhaltijat luopuvat tietyllä tavalla omasta oikeusasemastaan. Vastaavasti edustajalle säädetään useita velvollisuuksia (5 §), jotka tasapainottavat kyseisiä oikeudenmenetyksiä. Velkojan perusoikeudeksi voidaan katsoa, että velkojalla itsellään on oikeus saatavansa perintään. Tämän oikeuden sivuuttaminen on kuitenkin katsottu mahdolliseksi, koska joukkolainanhaltijoita on kohdeltava yhdenvertaisesti ja yksittäisellä joukkolainanhaltijalla on oikeus käyttää äänivaltaansa joukkolainanhaltijoiden yhteisessä päätöksenteossa. Ehdotetun sääntelyn seurauksena myös sijoittajien asema vahvistuu, koska liikkeeseenlaskijan näkökulmasta sijoittajien tavoitettavuus on hallinnollisesti vaivattomampaa, mikä myös alentaa liikkeeseenlaskijan kuluja, eikä sijoittajien tarvitse esiintyä yksin, vaan etenkin piensijoittajien on mahdollista muodostaa oikeussuojaa vahvistava sijoittajakollektiivi. Perustuslain 21 §:n säännökset eivät estä sääntämisestä lailla vähäisiä poikkeuksia niissä turvattuihin oikeuksiin, kunhan tällaiset poikkeukset eivät muuta kulloinkin kyseessä olevan oikeusturvatekeen asemaa pääsääntönä eivätkä yksittäistapauksessa vaaranna yksilön oikeusturvaa. Oikeusturvaa koskevat oikeudenmenetykset esityksen 1. lakiehdotuksessa ovat vähäisiä ja niitä tasapainotetaan edustajan useilla velvollisuuksilla, joten ehdotettu sääntely on perustuslain näkökulmasta ongelmattonta.

Esitykseen sisältyvät muutoksenhakua ja oikeusturvaa koskevat säännökset ovat tarpeellisia ja tarkoituksenmukaisia sekä samalla sopusoinnussa valtiosäännön vaatimusten kanssa.

#### *Finanssivalvonnan toimivaltuudet*

Lakiehdotuksiin sisältyy eräitä Finanssivalvonnalle annettavia toimivaltuuksia, mutta ne eivät pääosin ole sisällöltään tai luonteeltaan uusia, vaikka kohdistuvat uusien toimijoihin (esimerkiksi 1. lakiehdotuksen 14 §:n 3 momentti, 17 §:n 5 momentti ja 19 §:n 2 momentti). Finanssivalvonnan yleisistä toimivaltuuksista säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvussa eikä niitä ehdoteta muutettavaksi. Edustajalla ei siten ole esimerkiksi aktiivista raportointivelvollisuutta Finanssivalvonnalle, sillä rekisteröitymisvelvollisen raportointivelvollisuudesta ei ole säädetty Finanssivalvonnasta annetussa laissa. Mahdolliset raportointivelvollisuudet voivat toisaalta välillisesti johtua Finanssivalvonnan vaatimuksista, joista se on päättänyt Finanssivalvonnasta annetun lain 3 luvussa säädettyjen valvontavaltuuksien nojalla. Toisaalta, jos Finanssivalvonnan toimilupavalvottava toimii muun liiketoimintansa ohessa edustajana, raportointivelvollisuus taloudellisesta asemasta syntyy tämän muun toiminnan ja sitä koskevan sääntelyn johdosta.

Ehdotetut toimivaltuudet ovat merkityksellisiä perustuslain 18 §:n 1 momentin mukaisen elinkeinon ja ammatin harjoittamisen vapauden kannalta. Tällaisia valtuuksia ei ole pidetty valtiosäännön kannalta ongelmallisina (PeVL 28/2008 vp ja PeVL 67/2002 vp).

### *Oikeus saada tietoja Finanssivalvonnan rekisteristä*

Esityksen 1. lakiehdotuksen 20 §:llä luodaan jokaiselle oikeus saada tietoja Finanssivalvonnan ylläpitämästä rekisteristä. Lakiehdotuksella on välittömät liittymäkohdat perustuslaissa säädettyyn yksityiselämän ja henkilötietojen suojaan. Perustuslain 10 §:n 1 momentin mukaan jokaisen yksityiselämä, kunnia ja kotirauha on turvattu. Henkilötietojen suojasta säädetään lainkohdan mukaan tarkemmin lailla. Säännöksen lakiviittaus henkilötietojen suojasta edellyttää lainsäätäjän säätävän tästä oikeudesta, mutta se jättää sääntelyn yksityiskohdat lainsäätäjän harkintaan. Tällainen perusoikeussäännös sitoo lainsäätäjän sisällöllistä harkintaa vähemmän kuin sen tapainen sääntelyvarauksen sisältävä säännös, jossa perusoikeuden todetaan olevan olemassa sen mukaan kuin lailla säädetään. Lainsäätäjän liikkuma-alaa rajoittaa kuitenkin se, että henkilötietojen suoja osittain sisältyy perustuslain 10 §:n 1 momentissa lähtökohtaisesti suojatun yksityiselämän piiriin.

Perusoikeuksiin puuttumisen sallittavuutta on arvioitava perusoikeuksien yleisten rajoitusedellytysten valossa. Perustuslakivaliokunnan ratkaisukäytännössä on erityistä huomiota kiinnitetty lailla säätämisen vaatimukseen, rajoituksen täsmällisyys- ja tarkkarajaisuusvaatimukseen, rajoitusperusteiden hyväksyttävyyteen, suhteellisuusvaatimukseen ja oikeusturvavaatimukseen. Esityksessä on päädytty yksityisyyden suojaan liittyvien näkökohtien johdosta nyt ehdotettuun ratkaisuun, joka on perusoikeuksien rajoitusperusteiden hyväksyttävyyden ja suhteellisuusvaatimuksen näkökulmasta ongelmaton. Esityksen 1. lakiehdotuksen 20 §:llä on perustuslakivaliokunnan ratkaisukäytännössään edellyttämällä tarkkuudella myös säädetty luovutettavan tiedon sisällöstä ja luovuttamisesta samoin kuin muista tarvittavista seikoista. Lakiehdotus on henkilötietojen suojaan koskevan perustuslain 10 §:n 1 momentin henkilötietojen ja yksityiselämän suojan kannalta ongelmaton.

Edellä esitetyistä syistä lakiehdotukset täyttävät perustuslain asettamat vaatimukset. Hallitus katsoo, että ehdotetut lait voidaan käsitellä tavallisessa lainsäätämisyksityksessä.

Edellä esitetyn perusteella eduskunnan hyväksyttäväksi annetaan seuraavat lakiehdotukset:

**1.**

**Laki**

**Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 luku

**Yleiset säännökset**

1 §

*Soveltamisala*

Tätä lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan.

Lain 5 lukua sovelletaan muussa kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä kuin joukkolainassa käytettävään vakuusagenttiin, jollei toisin ole sovittu.

Mitä tässä laissa säädetään joukkolainasta ja sen osuudesta, sovelletaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin tai vastaavaan muuhun rahoitusvälineeseen, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu.

2 §

*Määritelmät*

Tässä laissa tarkoitetaan:

*edustajalla* elinkeinonharjoittajaa, joka on sitoutunut joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun toimimaan edustussopimuksessa sovitulla tavalla;

*edustussopimuksella* joukkolainan ehtoja tai muuta joukkolainaan liittyvää sopimusta, jolla on sovittu edustajan toiminnasta sekä tämän oikeuksista ja velvollisuuksista suhteessa joukkolainanhaltijoihin;

*kollektiivisella rahoitusjärjestelyllä* rahoitusjärjestelyä, jossa useampi kuin yksi rahoittaja rahoittaa velallisyrittystä ja sopii rahoitusjärjestelyyn liittyvän vakuuden hallinnoinnista yhteiseen lukuun.

3 §

*Säännösten tahdonvaltaisuus ja pakottavuus*

Tämän lain säännöksistä voidaan poiketa edustussopimuksessa, jollei tässä laissa toisin säädetä tai sitä muutoin ole katsottava kielletyksi.

## 2 luku

### **Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen, edustussopimuksen sitovuus ja edustajan toiminta**

#### 4 §

##### *Edustajan nimeäminen ja edustussopimuksen sitovuus*

Edustussopimuksessa voidaan määrätä, että joukkolainanhaltijoille nimetään yksi tai useampi edustaja valvomaan sopimuksen mukaisesti joukkolainanhaltijoiden etuja.

Edustussopimus tulee joukkolainanhaltijoita sitovaksi, kun joukkolainanhaltijat hyväksyvät edustussopimuksen joukkolainan merkinnän kautta. Edustussopimus sitoo joukkolainan myöhempää haltijaa ja myös joukkolainanhaltijan velkoja.

#### 5 §

##### *Edustussopimuksesta johtuvat oikeudet ja velvollisuudet*

Edustajan on edustusjärjestelyn aikana tehtävänsä hoitaessaan kohdeltava joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti ja muulla edustussopimuksessa edellytetyllä tavalla. Säännös on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

Edustaja ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

Edustaja voi edustussopimuksesta riippuen olla oikeutettu tai velvoitettu toimimaan itsenäisesti tai ainoastaan joukkolainanhaltijoiden tai näiden edustussopimuksessa sovitun osuuden ohjeistamana.

Edustajan toimilla, joita hän toteuttaa edustussopimuksen nojalla, on välitön oikeusvaikutus joukkolainanhaltijoihin. Oikeustoimi, jonka edustaja on tehnyt toimivaltansa ylittäen, ei kuitenkaan sido joukkolainanhaltijoita, jos oikeustoimen toinen osapuoli tiesi tai tämän olisi pitänyt tietää toimivallan ylityksestä.

#### 6 §

##### *Edustajan toimintaoikeudet*

Edustajalla on oikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta ja nimissä sekä kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun ainakin:

1) nostaa kanteita joukkolainaa koskevissa asioissa liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta;

2) hakea liikkeeseenlaskijan asettamista konkurssilain (120/2004) mukaiseen konkurssiin sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa ja kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää liikkeeseenlaskijan konkurssissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta;

3) hakea liikkeeseenlaskija yrityksen saneerausesta annetun lain (47/1993) mukaiseen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan kotimaiseen tai ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn;

4) puoltaa liikkeeseenlaskijan saneerausmenettelyhakemusta sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää puhevaltaa sekä kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää 3 kohdassa mainituissa menettelyissä;

5) hallinnoida joukkolainalle annettuja vakuuksia;



6) toimia liikkeeseenlaskijan yhteisörakenteen tai yhteisömuodon muuttamista koskevassa asiassa edustamiaan joukkolainanhaltijoita sitovasti.

Edustajan 1 momentissa mainitut oikeudet sisältävät myös oikeuden ottaa vastaan tiedonantaja joukkolainanhaltijoiden puolesta sekä maksukyvyttömyys- ja niihin rinnastettavissa menettelyissä että niiden ulkopuolella.

## 7 §

### *Edustajan tiedonantovelvollisuus*

Edustajalla on velvollisuus antaa joukkolainanhaltijoille viipymättä tieto omassa taloudellisessa tilanteessaan tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat edustussopimuksen velvollisuuksien täyttämiseen.

Edustussopimus on pyydettyä pidettävä joukkolainanhaltijoiden saatavilla. Edustajan muusta tiedonantovelvollisuudesta on sovittava edustussopimuksessa.

Pykälä on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

## 8 §

### *Edustajan edustusoireuden peruuttaminen ja purkaminen sekä edustajan vaihtaminen ja eroaminen*

Yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi peruuttaa edustajan edustusoireutta ja toimivaltuuksia eikä irtisanoa edustussopimusta eikä myöskään kukaan sopijapuolista voi yksipuolisesti irtisanoa edustussopimusta sen voimassaoloaikana.

Jos elinkeinonharjoittaja poistetaan 14 §:n 1 momentissa tarkoitettusta rekisteristä tai edustajana toimiva luonnollinen henkilö kuolee tai menettää oikeustoimikelpoisuutensa, on välittömästi ryhdyttävä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi edustussopimuksessa sovitulla tavalla, jollei ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa.

Jos edustussopimuksessa on niin sovittu, rekisteristä poistettu elinkeinonharjoittaja saa jatkaa edustajana toimimista mutta ainoastaan siihen asti, kunnes kaikille niille joukkolainoille, joissa kyseinen elinkeinonharjoittaja toimii edustajana, on edustussopimuksen mukaisesti ja ilman aiheutonta viivytystä nimetty uusi edustaja.

Mikään edustajan edustusoireuden peruuttaminen ja purkaminen tai edustajan vaihtaminen taikka edustajan eroaminen ei voi tulla voimaan ennen kuin uusi edustaja on nimetty, ellei edustussopimuksen mukaisesti ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa.

## 3 luku

### **Joukkolainanhaltijoiden toiminta**

## 9 §

### *Toimintakielto*

Joukkolainanhaltijat eivät voi edustussopimuksen voimassaoloaikana itsenäisesti käyttää edustajalle edustussopimuksen perusteella annettuja valtuuksia eivätkä edustajalle edustussopimuksessa siirrettyjä muutoin joukkolainanhaltijoille kuuluvia oikeuksia.

## 10 §

### *Päätöksentekomenettely*

Joukkolainanhaltijat tekevät edustajaa ja tämän toimintaa koskevat päätöksensä siten kuin edustussopimuksessa on sovittu.

## 4 luku

### **Vakuudet ja varojen kohtelu**

## 11 §

### *Joukkolainan vakuudet*

Silloin kun joukkolainalle on annettu vakuus, edustajalla on kolmansiin osapuoliin nähden sitova kelpoisuus käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia.

Yksittäisellä joukkolainanhaltijalla ei ole samanaikaisesti edustajan kanssa rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää joukkolainan vakuuksia.

## 12 §

### *Joukkolainanhaltijan omaisuuden erillisyyden edustajan varoista*

Edustajan on järjestettävä sen hallinnointiin tulevien joukkolainalle annettujen vakuuksien ja joukkolainanhaltijoiden rahavarojen (asiakasvarat) säilyttäminen ja käsittely luotettavalla tavalla.

Edustajan on asiakasvarojen säilyttämisessä ja käsittelyssä erityisesti huolehdittava siitä, että edustajan varat pidetään selkeästi erillään asiakasvaroista.

Edustajan on pidettävä luotettavasti kirjaa asiakasvaroista siten, että kunkin joukkolainanhaltijan asiakasvarat on riittävästi eritelty muiden joukkolainanhaltijoiden varoista.

Pykälä on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

## 5 luku

### **Vakuusagentin käyttö kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä**

## 13 §

### *Vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus*

Jos vakuus on annettu vakuusagentille hallinnoitavaksi kollektiivisen rahoitusjärjestelyn velkojien yhteiseen lukuun, vakuusagentilla on kolmansiin osapuoliin nähden sitova kelpoisuus käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia.

Yksittäisellä rahoitusjärjestelyssä mukana olevalla velkojalla ei ole samanaikaisesti vakuusagentin kanssa rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia. Yksittäisellä rahoitusjärjestelyssä mukana olevalla velkojalla ei myöskään ole yksipuolisesti oikeutta peruuttaa vakuusagentille annettuja normaalisti vakuudenhaltijalle kuuluvia tai muita oikeuksia.

## 6 luku

### Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana

#### 14 §

##### *Rekisteröitymisvelvollisuus ja rekisteri-ilmoitus*

Elinkeinonharjoittaja saa toimia edustajana joukkolainassa, josta on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite vain, jos se on rekisteröity tämän luvun mukaisesti edustajaksi Finanssivalvonnan ylläpitämään joukkolainanhaltijoiden edustajien julkiseen rekisteriin.

Sen, joka aikoo toimia edustajana, on sisällytettävä rekisteri-ilmoitukseen:

- 1) 16 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettut tiedot;
- 2) selvitys 17 §:n 1 ja 2 momentissa tarkoitetuista henkilöistä, joiden luotettavuus ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus tulee arvioitavaksi;
- 3) selvitys 17 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden koulutuksesta ja työkokemuksesta; ja
- 4) 17 §:n 5 momentissa tarkoitettu liiketoimintasuunnitelma.

Ilmoituksen tekijän on Finanssivalvonnan pyynnöstä toimitettava muitakin tietoja, jotka ovat tarpeen rekisteröitymisen edellytysten täyttymisen arvioimiseksi.

#### 15 §

##### *Poikkeukset rekisteröitymisvelvollisuudesta*

Sen estämättä, mitä 14 §:ssä ja 16—19 §:ssä säädetään, joukkolainassa voi edustajana toimia rekisteröitymätön elinkeinonharjoittaja, jos joukkolainaa tarjotaan ainoastaan sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 18 §:ssä tarkoitettujen ammattimaisten asiakkaiden tai mainitun lain 1 luvun 19 §:ssä tarkoitettujen hyväksyttävien vastapuolten merkittäväksi.

Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (ETA-valtio) vastaavan valvontaviranomaisen myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajaa eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimitessa edustajana Suomessa.

Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske toiseen ETA-valtioon tai Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön kuuluvaan valtioon sijoittautunutta elinkeinonharjoittajaa, joka toimii vain tilapäisesti edustajana Suomessa tai joka on nimetty edustajaksi suomalaisen yrityksen toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa liikkeeseen laskemaan joukkolainaan.

#### 16 §

##### *Rekisteriin merkittävät tiedot ja muutoksista ilmoittaminen*

Rekisteriin merkitään:

- 1) elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste sekä niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa toimitaan edustajana;
- 2) niiden henkilöiden täydellinen nimi ja henkilötunnus tai tämän puuttuessa syntymäaika, joiden luotettavuus ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus on rekisteri-ilmoitusta käsiteltäessä selvitetty;
- 3) Finanssivalvonnan antama rekisteritunnus ja rekisteröitymisen päivämäärä;
- 4) rekisteristä poistamisen syy ja ajankohta;

5) ilmoituksen tekijälle määrätyt julkiset varoitukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko.

Edustajan on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle 14 §:n 2 momentissa tarkoitettujen rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista sekä liiketoimintansa lopettamisesta.

## 17 §

### *Rekisteröitymisen edellytykset*

Finanssivalvonnan on rekisteröitävä ilmoituksen tekijä edustajaksi, jos:

- 1) ilmoituksen tekijällä on oikeus harjoittaa elinkeinoa Suomessa;
- 2) ilmoituksen tekijä ei ole konkurssissa,
- 3) ilmoituksen tekijä ei ole yksityishenkilön velkajärjestelystä annetussa laissa (57/1993) tarkoitettussa yksityishenkilön velkajärjestelyssä tai yrityksen saneerausmenettelyssä ja, jos ilmoituksen tekijä on luonnollinen henkilö, hän on täysi-ikäinen eikä hänen toimintakelpoisuuttaan ole rajoitettu;
- 4) ilmoituksen tekijä ja sen toimivaan johtoon kuuluvat henkilöt ovat luotettavia;
- 5) ilmoituksen tekijällä tai sen toimeksiannosta toimivalla on kokonaisuutena arvioiden sellainen joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus, mikä edustajana toimimisen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on tarpeen.

Ilmoituksen tekijän toimivaan johtoon kuuluvaa henkilöä ei pidetä 1 momentin 3 kohdassa edellytetyllä tavalla luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arviota edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton toimimaan edustajana tai sen toimivassa johdossa, taikka jos hän on muutoin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan mainitunlaisessa tehtävässä.

Rekisteröitymisen edellytyksenä on lisäksi, että ilmoituksen tekijällä on oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai Finanssivalvonnan riittäväksi arvioima ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus.

Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman 3 momentissa tarkoitettujen ammatillisen vastuuvakuutuksen on täytettävä ainakin seuraavat ehdot:

- 1) jos vakuutukseen sisältyy omavastuu, vakuutuksenantaja suorittaa vakuutuskorvauksen vahingon kärsineelle omavastuuta vähentämättä;
- 2) vakuutuksesta korvataan vahinko, joka on syntynyt vakuutuskauden aikana tapahtuneen teon tai laiminlyönnin seurauksena ja jonka korvaamisesta on esitetty kirjallinen vaatimus ilmoituksen tekijälle tai vakuutuksenantajalle vakuutuksen voimassaoloaikana tai kolmen vuoden kuluessa vakuutuksen päättymisestä.

Ilmoituksen tekijällä on oltava ja sen on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi liiketoimintasuunnitelmansa.

Finanssivalvonta voi evätä rekisteröitymisen, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, että ilmoituksen tekijä aikoo toimia toisen välikätenä, tai jos ilmoituksen tekijä ei kykene esittämään, miten se on varmistanut riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä.

## 18 §

### *Rekisteristä poistaminen*

Finanssivalvonnan on poistettava edustaja rekisteristä, jos:

- 1) edustaja on lopettanut liiketoimintansa;

2) 17 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa taikka 17 §:n 2—4 momentissa säädetty rekisteröitymisen edellytykset eivät enää täyty;

3) on ilmeistä, että edustaja toimii toisen välikätenä, tai jos edustaja on laiminlyönyt varmistaa riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä;

4) 17 §:n 1 momentin 5 kohdassa säädetty rekisteröitymisen edellytys ei enää täyty eikä edustaja ole Finanssivalvonnan antamassa kehotuksessa asetetussa määräajassa ilmoittanut uusia henkilöitä, jotka täyttävät edellytykset; tai

5) edustajan tai sen toimivan johdon toiminnassa ilmenee vakavia tai toistuvia laiminlyöntejä.

## 7 luku

### Valvonta ja seuraamukset

#### 19 §

##### *Valvonta*

Tämän lain 3, 4, 6, 7 ja 8 luvun rekisteröityä edustajaa koskevien säännösten noudattamista sekä asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointia ja säilyttämistä, varojen maksatusta, rekisteröidyn edustajan luotettavuutta ja sen velvollisuutta kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti sekä muita rekisteröidyn edustajan noudatettavaksi säädettyjä menettelytapoja valvoo Finanssivalvonta.

Finanssivalvonnalla on oikeus saada sakon täytäntöönpanosta annetun lain (672/2002) 46 §:ssä tarkoitettua sakkorekisteristä tiedot, jotka ovat tarpeen edustajaksi rekisteröidyn tai edustajan toimivaan johtoon kuuluvan luonnollisen henkilön luotettavuuden selvittämiseksi. Oikeudesta saada tietoja rikosrekisteristä säädetään erikseen.

Finanssivalvonta voi joukkolainanhaltijoiden aseman turvaamiseksi tai muusta painavasta syystä määrätä, että liikkeeseenlaskijan tai edustajan on kutsuttava koolle joukkolainanhaltijoiden kokous.

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä edustajan liiketoiminnan lopettamisesta rekisteristä poistamisen perusteella.

#### 20 §

##### *Tietojen saatavilla pitäminen*

Sen estämättä, mitä viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain (621/1999) 16 §:n 3 momentissa säädetään, rekisteristä saa luovuttaa henkilötietoja tulosteena taikka saattaa ne yleisesti saataville sähköisen tietoverkon kautta tai luovuttaa ne muutoin sähköisessä muodossa. Tieto henkilötunnuksesta saadaan kuitenkin luovuttaa tämän lain nojalla vain, jos tieto annetaan tulosteena tai teknisenä tallenteena ja jos luovutuksensaajalla on oikeus henkilötunnuksen käsittelyyn henkilötietolain (523/1999) 13 §:n tai muun lain nojalla.

Seuraavat rekisteriin merkityt tiedot Finanssivalvonnan on kuitenkin pidettävä yleisesti saatavilla sähköisen tietoverkon avulla:

1) elinkeinonharjoittajan nimi sekä toiminimi, mahdollinen aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistus, päätoimipaikka ja niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan;

2) toimitusjohtajan ja hänen sijaisensa nimi, hallituksen jäsenten ja varajäsenten nimet, hallituksen rinnastettavan toimielimen jäsenten ja varajäsenten nimet sekä vastuunalaiset yhtiömiehet;

3) rekisteröinnin päivämäärä; ja

4) ilmoituksen tekijälle määrätyt julkiset varoitukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko.

#### 21 §

##### *Rangaistussäännökset*

Joka tahallaan 14 §:n 1 momentin vastaisesti tai 15 §:n 1 momentin vastaisesti ilman rekisteröitymistä toimii edustajana, on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, edustajarikoksesta sakkoon tai enintään yhdeksi vuodeksi vankeuteen.

#### 22 §

##### *Vahingonkorvausvelvollisuus*

Edustaja on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka se on tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut edustamalleen taholle tai muulle henkilölle tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä. Vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei edustaja osoita menetelleensä huolellisesti ja jollei vahinkoa ole aiheutettu pelkästään rikkomalla 5 §:n 1 ja 2 momentin säännöksiä.

Sijoittajalla on oikeus vaatia korvausta hänelle aiheutuneesta vahingosta myös edustajan toimitusjohtajalta, hallituksen jäseneltä tai siihen rinnastettavan toimielimen jäseneltä sekä vastuunalaiselta yhtiömieheltä, jos vahinko on johtunut siitä, että tämä tehtävässään on tahallaan tai huolimattomuudesta laiminlyönyt huolehtia siitä, että toiminnassa noudatetaan 12 §:ssä säädettyjä velvollisuuksia.

Vahingonkorvauksen sovitteluun sovelletaan, mitä säädetään vahingonkorvauslain (412/1974) 2 luvussa ja korvausvastuun jakaantumiseen, mitä säädetään kahden tai useamman korvausvelvollisen kesken mainitun lain 6 luvussa.

#### 8 luku

##### **Erinäiset säännökset**

#### 23 §

##### *Muutoksenhaku*

Muutoksenhausta Finanssivalvonnan tämän lain nojalla antamaan päätökseen säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 73 §:ssä.

Tässä laissa tarkoitettua päätöstä 14 §:n 1 momentissa tarkoitettusta rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää.

#### 24 §

##### *Voimaantulo*

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

## 25 §

### *Siirtymäsäännökset*

Sen, joka toimii edustajana tämän lain voimaantulon jälkeen liikkeeseen laskettavassa joukkolainassa, josta julkaistaan arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu esite, on jätettävä hakemus rekisteröitymisestä viimeistään kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

Rekisteri-ilmoitus voidaan ottaa käsiteltäväksi ennen tämän lain voimaantuloa ja ilmoituksen tekijä voidaan rekisteröidä 14 §:n 1 momentissa tarkoitettuun rekisteriin tämän lain tullessa voimaan.

Tämän lain 21 §:ää sovelletaan kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

---

## 2.

# Laki

## Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 5 §:n 27 kohta, 26 §:n otsikko, 26 §:n 8 momentti, 27 §:n otsikko ja 27 §:n 5 momentti, sellaisina kuin niistä ovat 5 §:n 27 kohta laissa 198/2015, 26 §:n 8 momentti laissa 170/2014 ja 27 §:n 5 momentti laissa 752/2012,  
*lisätään* 5 §:ään, sellaisena kuin se on laeissa 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014 ja 198/2015, uusi 28 kohta, seuraavasti:

### 5 §

#### *Muut finanssimarkkinoilla toimivat*

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

---

27) valtion eläkerahastosta annetun lain 4 f §:ssä ja kunnallisen eläkelain 165 c §:ssä tarkoitettua rekisterin pitäjää;

28) joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa ( / ) tarkoitettua rekisteröityä edustajaa.

### 26 §

#### *Toimiluvan ja rekisteröitymisen peruuttaminen ja siihen rinnastettava toiminnan määrääminen lopetettavaksi*

---

Mitä tässä pykälässä säädetään toimiluvan perumisesta, sovelletaan myös vakuutusyhdistyksen toiminnan määräämiseen lopetettavaksi, joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitetun edustajan rekisteröitymisen perumiseen sekä sijoituspalvelulain 5 luvun 5 §:ssä tarkoitetulle kolmannen maan sijoituspalveluyritykselle myönnetyn luvan perumiseen. Mitä 1 momentin 3 kohdassa ja 2 momentin 1 kohdassa säädetään toimiluvan perumisesta, sovelletaan myös eläkesäätiön ja vakuutuskassan toiminnan määräämiseen lopetettavaksi.

### 27 §

#### *Toimiluvan ja rekisteröitymisen mukaisen toiminnan rajoittaminen*

---

Mitä tässä pykälässä säädetään toiminnan rajoittamisesta, sovelletaan myös vakuutusyhdistyksen sääntöjen mukaisen toiminnan rajoittamiseen, joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitetun edustajan rekisteröitymisen perumiseen sekä sijoituspalvelulain 5 luvun 5 §:ssä tarkoitetulle kolmannen maan sijoituspalveluyritykselle myönnetyn luvan mukaisen toiminnan rajoittamiseen. Vakuutusedustuksen kieltämisestä säädetään vakuutusedus-



tuksesta annetussa laissa. Tätä pykälää ei sovelleta talletuspankkien yhteenliittymän keskusyh-

teistöön.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

### 3.

## Laki

### Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*muutetaan* Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 1 §:n 1 momentin 19 kohta ja 6 §:n 1 momentti, sellaisina kuin ne ovat laissa 644/2014,  
*lisätään* 1 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 758/2012, 255/2013, 171/2014, ja 644/2014, uusi 20 kohta, seuraavasti:

#### 1 §

##### *Maksuvelvollinen*

Finanssivalvonnan valvontamaksun on velvollinen suorittamaan:

- 19) Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö;  
20) joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa ( / ) tarkoitettu rekisteröity edustaja.

#### 6 §

##### *Muun maksuvelvollisen perusmaksu*

Muun kuin 4 §:ssä tarkoitetun maksuvelvollisen perusmaksun määrä euroina sekä maksun suorittamiseen velvolliset määräytyvät seuraavasti:

<b>Maksuvelvollinen</b>	<b>Perusmaksu euroina</b>
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu arvopaperikeskus	260 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu talletussuojarahasto	12 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahassto	2 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu oikeushenkilö	1 000
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu luonnollinen henkilö	200
sijoituspalvelulaissa tarkoitettu sijoittajien korvausrahassto	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisesti rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole rahastoyhtiön toimilupaa	1 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 10 luvun 2 §:n 3 momentin mukaisella poikkeusluvalla toimiva	2 000
sijoitusrahastolaissa tarkoitettu säilytysyhteisö	3 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu säi-	3 000

lytisyhteisö	
yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytisyhteisö	5 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytisyhteisö	2 000
talletuspankkien yhteenliittymästä annetussa laissa (599/2010) tarkoitettu talletuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö	6 000
luottolaitoksen ja vakuutusyhtiön omistusyhteisö sekä rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annetussa laissa (699/2004) tarkoitettujen ryhmittymien omistusyhteisö	10 000
pörssin, arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön omistusyhteisö	10 000
sijoituspalveluyrityksen ja vakuutusyhdistyksen omistusyhteisö	1 000
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusmeklari	1 000 Perusmaksua korotetaan 180 euroa jo-kaista vakuutusmekla-riyrityksen tai yksityi-sen elinkeinonharjoit-tajan palveluksessa olevaa valvontamak-sun määräämisvuotta edeltävän vuoden päät-tyessä rekisteröityä va-kuutusmeklaria koh-den.
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa lais-sa tarkoitettu tilinhoitaja	6 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa lais-sa tarkoitettu keskusvastapuoli	150 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu selvitysosapuoli	12 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 3 luvun 3 §:n 4 momentissa tarkoitettu selvitysrahasto ja 6 luvun 9 §:ssä tarkoitettu kirjausrahasto	2 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetu-lla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	15 500 Perusmaksua korotetaan 16 000 eu-roa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoi-tusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä ra-hoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	12 500
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetu-	10 500 Perusmaksua

la säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija, jos kysymyksessä on tämän lain 4 §:ssä tarkoitettu maksuvelvollinen tai jos liikkeeseenlaskijan kotipaikka ei ole Suomessa	korotetaan 11 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	3 000
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema muu arvopaperi kuin osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	3 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	4 000
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	1 000
Eläketurvakeskus	10 000
liikennevahinkolautakunta ja potilasvahinkolautakunta	1 000
Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö	18 000
ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitettun ulkomaisen ETA-vakuutusyhtiön sivuliike	1 000
eläkesäätiölaissa ja vakuutuskassalaissa tarkoitettu sellainen ulkomainen ETA-lisäeläkelaitos, jolla on Suomessa sivuliike	1 000
kolmannen maan luottolaitoksen edustusto	1 000
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutus-edustaja, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike	300
markkinarakennetoimija-asetuksen 2 artiklan 8 kohdassa tarkoitettu finanssialalla toimiva vastapuoli, 9 kohdassa tarkoitettu finanssialan ulkopuolinen vastapuoli ja 10 kohdassa tarkoitettu eläkejärjestelmä, jonka kotivaltio on Suomessa	10 000
<i>joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettu rekisteröity edustaja</i>	3 000

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

## **Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ombud för innehavare av obligationslån och vissa lagar i samband med den**

### **PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL**

I denna proposition föreslås det att det stiftas en ny lag om ombud för innehavare av obligationslån. Dessutom föreslås det ändringar i lagen om Finansinspektionen och lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift. I de lagarna görs de tekniska ändringar som följer av den nya lagen.

Den föreslagna lagen gäller ombud för innehavare av obligationslån. Med ett ombud för innehavare av obligationslån avses en näringsidkare som förbundet sig att handla för obligationslåneinnehavarnas gemensamma räkning på det sätt som överenskommit i villkoren för ett obligationslån eller ett annat avtal som har samband med ett obligationslån, dvs. det som i propositionen kallas ombudsavtal. Bestämmelserna i lagen är i huvudsak dispositiva, även om vissa särskilt definierade bestämmelser är uttryckligen tvingande, t.ex. skyldigheten för ombud att behandla innehavare av obligationslån likvärdigt, ombudets informationsskyldighet samt skyldigheten att hålla egendom som tillhör innehavare av obligationslån åtskild från ombudets tillgångar. På basis av innehållet och syftet är också bestämmelserna om god värdepappersmarknadssed, tillsyn och påföljder tvingande bestämmelser.

Syftet med propositionen är att effektivisera obligationsmarknaden, förbättra förutsättningarna för företagsfinansiering, skapa en mångsidigare finansieringsmarknad och öka investeringskyddet genom att skapa en lätt, klar och i huvudsak dispositiv lagstiftningsram för ombudsverksamheten.

Enligt propositionen får endast näringsidkare som införts i ett särskilt offentligt register över ombud för innehavare av obligationslån vara ombud för innehavare av obligationslån, om det har offentliggjorts eller ska offentliggöras ett sådant prospekt över obligationslånet som avses i värdepappersmarknadslagen. I övriga fall kan också oregistrerade näringsidkare vara ombud. Finansinspektionen föreslås vara register- och tillsynsmyndighet. Förutsättningarna för registrering ska anges i lag, och ett av kraven är att den som gör anmälan ska vara tillförlitlig och ha tillräcklig kännedom om obligationsmarknaden.

Det är möjligt att genom avtal ge ombudet flera verksamhetsrättigheter, t.ex. rätt att för obligationslåneinnehavarnas del väcka talan mot en emittent eller en tredje part, rätt att för obligationslåneinnehavarnas del föra talan i rättegångar utan särskilt bemyndigande av obligationslåneinnehavarna, rätt att ansöka om att en emittent ska försättas i konkurs, rätt att företräda innehavarna av obligationslån och för deras del föra talan vid emittentens konkursförfarande samt rätt att förvalta de säkerheter som ställts för obligationslånet för obligationslåneinnehavarnas gemensamma räkning.

I lagen åläggs ombudet på motsvarande sätt flera skyldigheter, t.ex. informationskyldighet, skyldighet att hålla säkerheterna för obligationslånen och kundmedlen åtskilda och att förvara och hantera säkerheterna och kundmedlen på ett tillförlitligt sätt. I lagen föreskrivs dessutom om varaktigheten för ett ombuds representationsrätt samt om byte av ombud.

I lagen ingår bestämmelser om verksamhetsförbud och beslutsförfarande i fråga om obligationslåneinnehavarnas verksamhet.

Lagen innehåller också bestämmelser om förvaltningen av säkerheter för obligationslån samt separata bestämmelser om användningen av säkerhetsombud vid kollektiva finansieringsuppbygg över lag och om att ombudet har behörighet som är bindande för tredje man att utnyttja alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare.

Dessutom innehåller lagen bl.a. bestämmelser om de uppgifter som ska föras in i registret, förutsättningar för registrering, avregistrering, kundskydd, myndighetstillsyn och påföljder.

Lagen baserar sig inte på EU-lagstiftning, utan är en nationell lösning för att klargöra de främst avtalsbaserade rättigheterna och skyldigheterna som ombuden för innehavare av obligationslån har.

Lagarna avses träda i kraft under sommaren 2017.

---

1.

## Lag

### om ombud för innehavare av obligationslån

I enlighet med riksdagens beslut föreskrivs:

1 kap.

#### Allmänna bestämmelser

1 §

##### *Tillämpningsområde*

Denna lag tillämpas på ombud för innehavare av obligationslån.

Bestämmelserna i 5 kap. tillämpas på säkerhetsombud som anlitas vid andra kollektiva finansieringsupplägg än obligationslån, om inte något annat har avtalats.

Vad som i denna lag föreskrivs om obligationslån och andelar i obligationslån tillämpas också på andra värdepapper huvudsakligen i främmande kapital, eller på andra motsvarande finansiella instrument, om inte annat har överenskommit i ett ombudsavtal.

2 §

##### *Definitioner*

I denna lag avses med

*ombud* en näringsidkare som förbundit sig att handla för obligationslåneinnehavarnas gemensamma räkning på det sätt som överenskommit i ett ombudsavtal,

*ombudsavtal* villkoren för ett obligationslån eller ett annat avtal som har samband med ett obligationslån och genom vilket det har överenskommit om ett ombuds verksamhet och om ombudets rättigheter och skyldigheter i förhållande till innehavarna av obligationslånet,

*kollektivt finansieringsupplägg* ett finansieringsupplägg där fler än en finansiär finansierar gäldenärsföretaget och avtalar om en gemensam hantering av säkerheter inom finansieringsupplägget.

3 §

##### *Bestämmelsernas dispositiva och tvingande karaktär*

Avvikelse från bestämmelserna i denna lag kan göras genom ett ombudsavtal, om inte något annat föreskrivs i denna lag eller om det inte annars ska anses vara förbjudet.

## 2 kap.

### **Utseende av ombud för innehavare av obligationslån samt ombudsavtalets bindande verkan och ombudets verksamhet**

#### 4 §

##### *Utseende av ombud och ombudsavtalets bindande verkan*

I ett ombudsavtal kan det bestämmas att det för innehavarna av ett obligationslån ska utses ett eller flera ombud med uppdrag att i enlighet med avtalet bevaka deras intressen.

Ombudsavtalet blir bindande för innehavarna av ett obligationslån när de genom att teckna obligationslånet godkänner ombudsavtalet. Ombudsavtalet är bindande för framtida innehavare av obligationslånet och också för obligationslåneinnehavarnas borgenärer.

#### 5 §

##### *Rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal*

Ett ombud ska under den som tid som ombudsarrangemanget gäller vid skötseln av sitt uppdrag behandla innehavarna av obligationslånet lika och i övrigt på det sätt som förutsätts i ombudsavtalet. Bestämmelsen är tvingande och det kan inte avtalas om detta på något annat sätt.

Ombudet får inte tillämpa förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

Ombudet kan, beroende på ombudsavtalet, ha rätt eller skyldighet att handla självständigt eller endast i enlighet med obligationslåneinnehavarnas anvisningar eller i enlighet med den andel som obligationslåneinnehavarna har enligt ombudsavtalet.

De åtgärder som ombudet vidtar med stöd av ombudsavtalet har direkt rättsverkan på innehavarna av obligationslånet. En rättshandling där ett ombud har överskridit sina befogenheter är dock inte bindande för innehavarna av obligationslånet, om den andra parten i rättshandlingen kände till eller borde ha känt till att befogenheterna överskreds.

#### 6 §

##### *Ombuds rätt att bedriva verksamhet*

Ett ombud har rätt att för obligationslåneinnehavarnas del eller i deras namn samt för alla de obligationslåneinnehavares räkning som ombudet företräder åtminstone

1) väcka talan mot emittenten eller en tredje part i ärenden som gäller obligationslånet och föra talan i rättegångar om obligationslånet utan särskilt bemyndigande av innehavarna av obligationslånet,

2) ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs i enlighet med konkurslagen (120/2004) samt företräda innehavarna av obligationslånet och för deras del föra talan och använda alla obligationslåneinnehavares röstetal vid en emittents konkurs utan särskilt bemyndigande av innehavarna av obligationslånet,

3) ansöka om att emittenten ska inleda ett saneringsförfarande i enlighet med lagen om företagsanering (47/1993), ett annat lämpligt inhemskt eller utländskt insolvensförfarande eller ett myndighetsförfarande med motsvarande verkningar,

4) förorda emittentens ansökan om inledande av saneringsförfarande, företräda innehavarna av obligationslånet och föra talan samt använda obligationslåneinnehavares röstetal vid de förfaranden som nämns i 3 punkten,



- 5) förvalta de säkerheter som har ställts för obligationslånet,  
6) i ärenden som gäller en ändring av en emittents företagsstruktur och företagsform handla på ett sätt som är bindande för de av obligationslånets innehavare som ombudet företräder.  
I ombudets rättigheter enligt 1 mom. ingår också rätten att ta emot meddelanden för obligationslåneinnehavarnas räkning både vid insolvensförfaranden och motsvarande förfaranden och i andra sammanhang.

## 7 §

### *Ombuds informationsskyldighet*

Ett ombud är skyldigt att utan dröjsmål informera innehavarna av ett obligationslån om väsentliga ändringar i sin egen ekonomiska situation och om andra omständigheter som inverkar på fullgörandet av skyldigheterna enligt ombudsavtalet.

Ombudsavtalet ska på begäran hållas tillämpligt för innehavarna av obligationslånet. Bestämmelser om ett ombuds övriga informationsskyldighet ska ingå i ombudsavtalet.

Paragrafen är tvingande och det kan inte avtalas om detta på något annat sätt.

## 8 §

### *Återkallande och hävning av ett ombuds representationsrätt samt byte av ombud och ett ombuds avgång*

En enskild innehavare av ett obligationslån kan inte återkalla ett ombuds representationsrätt och befogenheter eller säga upp ett ombudsavtal, och ingen av avtalsparterna kan ensidigt säga upp ombudsavtalet under dess giltighetstid.

Om en näringsidkare avförs ur det register som avses i 14 § 1 mom. eller en fysisk person som är ombud dör eller förlorar sin rättsliga handlingsförmåga, ska det omedelbart vidtas åtgärder för att utse ett nytt ombud på det sätt som överenskommit i ombudsavtalet, om det inte har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga.

Om så har överenskommit i ombudsavtalet får en näringsidkare som avregistrerats fortsätta som ombud, men endast tills ett nytt ombud i enlighet med ombudsavtalet och utan ogrundat dröjsmål har utsetts för alla de obligationslån som näringsidkaren har varit ombud för.

Återkallande eller hävande av ett ombuds representationsrätt, byte av ombud eller ett ombuds avgång kan inte träda i kraft innan ett nytt ombud har utsetts, om det inte i enlighet med ombudsavtalet har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga.

## 3 kap.

### **Obligationslåneinnehavares verksamhet**

## 9 §

### *Verksamhetsförbud*

Innehavare av obligationslån kan inte under den tid som ett ombudsavtal är i kraft självständigt utnyttja de befogenheter som ombudet fått med stöd av ombudsavtalet eller andra rättigheter som genom ombudsavtalet överförts till ombudet och som annars tillkommer innehavarna av obligationslånet.

## 10 §

### *Beslutsförfarande*

Innehavare av obligationslån fattar beslut om ombuden och deras verksamhet på det sätt som överenskommit i ombudsavtalet.

## 4 kap.

### **Säkerheter och behandling av tillgångar**

## 11 §

### *Säkerheter för obligationslån*

När säkerhet har ställts för ett obligationslån har ombudet behörighet som är bindande för tredje man att utnyttja alla de rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare.

En enskild innehavare av ett obligationslån har inte samtidigt med ombudet den parallella rätt som tillkommer en säkerhetsinnehavare att utnyttja säkerheterna för ett obligationslån.

## 12 §

### *Separation av egendom som tillhör innehavare av obligationslån från ett ombuds tillgångar*

Ett ombud ska på ett tillförlitligt sätt ordna förvaring och hantering av säkerheter för obligationslån och obligationslåneinnehavares penningmedel (kundmedel) som anförtros ombudet.

Ombudet ska vid förvaring och hantering av kundmedel särskilt se till att de egna tillgångarna hålls klart åtskilda från kundmedlen.

Ombudet ska på ett tillförlitligt sätt redovisa kundmedlen så att de för varje innehavare av ett obligationslån är tillräckligt åtskilda från andra obligationslåneinnehavares kundmedel.

Paragrafen är tvingande och det kan inte avtalas om detta på något annat sätt.

## 5 kap.

### **Anlitande av säkerhetsombud vid kollektiva finansieringsupplägg**

## 13 §

### *Bindande verkan och oåterkallelighet i fråga ett säkerhetsombuds rättigheter som säkerhetsinnehavare*

Om ett säkerhetsombud har fått i uppdrag att förvalta en säkerhet gemensamt för de borgenärer som medverkar i det kollektiva finansieringsupplägget, har säkerhetsombudet behörighet som är bindande för tredje man att utnyttja alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare.

En enskild borgenär som medverkar i finansieringsupplägget har inte samtidigt med säkerhetsombudet den parallella rätt som tillkommer en säkerhetsinnehavare att utnyttja de säkerheter som hänför sig finansieringsupplägget. En enskild borgenär som medverkar i finansieringsupplägget har inte heller rätt att ensidigt återkalla sådana rättigheter som har getts säkerhetsombudet och som en säkerhetsinnehavare i normala fall har, och inte heller rätt att återkalla säkerhetsombudets andra rättigheter.

## 6 kap.

### Rätt att vara ombud för innehavare av obligationslån

#### 14 §

##### *Registreringsskyldighet och registeranmälan*

En näringsidkare får vara ombud i fråga om obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionens godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen endast om näringsidkaren i enlighet med detta kapitel har blivit registrerad som ombud i det offentliga register som Finansinspektionen för över ombud för innehavare av obligationslån.

Den som har för avsikt att vara ombud ska i sin registeranmälan lämna

- 1) de uppgifter som anges i 16 § 1 mom. 1 och 2 punkten,
- 2) en redogörelse för de personer som avses i 17 § 1 och 2 mom. och vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion ska bedömas,
- 3) en redogörelse för den utbildning och arbetslivserfarenhet som de personer har som avses i 17 §, och
- 4) en sådan affärsplan som avses i 17 § 5 mom.

Den som gör anmälan ska på begäran av Finansinspektionen lämna också andra uppgifter som behövs för att bedöma om förutsättningarna för registrering uppfylls.

#### 15 §

##### *Undantag från registreringsskyldigheten*

Trots bestämmelserna i 14 och 16—19 § kan oregistrerade näringsidkare vara ombud i fråga om obligationslån, om obligationslånen erbjuds för teckning endast till sådana professionella kunder som avses i 1 kap. 18 § i lagen om investeringstjänster (747/2012) eller sådana godtagbara motparter som avses i 1 kap. 19 § i den lagen.

Registreringsskyldigheten gäller inte Finansinspektionen eller kreditinstitut, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag eller förvaltare av alternativa investeringsfonder som beviljats auktorisation av en motsvarande tillsynsmyndighet i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES-stat) eller någon annan part som tillhandahåller finansiella tjänster och som är föremål för en sådan tillsynsmyndighets motsvarande tillsyn när dessa är ombud i Finland.

Registreringsskyldigheten gäller inte sådana näringsidkare som är etablerade i en annan EES-stat eller i en stat som är medlem i Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling och som endast tillfälligt fungerar som ombud i Finland, eller sådana näringsidkare som utsetts till ombud i fråga om ett obligationslån som emitteras av ett finländskt företag i en annan EES-stat eller ett tredjeländ.

#### 16 §

##### *Uppgifter som ska föras in i registret och anmälan om ändringar*

Följande uppgifter ska föras in i registret:

- 1) näringsidkarens fullständiga namn och personbeteckning eller, om sådan saknas, födelse-tid, firma, bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning och besöksadress till samtliga verksamhetsställen där näringsidkaren är ombud,

- 2) fullständigt namn och personbeteckning eller, om sådan saknas, födelsetid för de personer vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion kontrollerats i samband med handläggningen av registeranmälan,
  - 3) registerbeteckning som tilldelats av Finansinspektionen och datum för registreringen,
  - 4) skälet till avregistrering samt tidpunkten då detta har skett,
  - 5) offentliga varningar som meddelats anmälaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren samt förbud som förenats med vite.
- Ombudet ska utan dröjsmål till Finansinspektionen anmäla ändringar i de uppgifter enligt 14 § 2 mom. som införts i registret samt anmäla att affärsverksamheten upphört.

## 17 §

### *Förutsättningar för registrering*

Finansinspektionen ska registrera den som gör en registeranmälan som ombud, om

- 1) anmälaren har rätt att utöva näring i Finland,
- 2) anmälaren inte har försatts i konkurs,
- 3) anmälaren inte har genomgått skuldsanering för privatpersoner enligt lagen om skuldsanering för privatpersoner (57/1993) eller ett saneringsförfarande för företag och, om anmälaren är en fysisk person, har uppnått myndighetsåldern och inte har fått sin handlingsbehörighet begränsad,
- 4) anmälaren och de som hör till dennes verkställande ledning är tillförlitliga,
- 5) anmälaren eller den som handlar på uppdrag av anmälaren som helhet betraktat har en sådan kännedom om obligationsmarknaden som kan anses vara behövlig med tanke på arten och omfattningen av verksamheten som ombud.

En person som hör till den verkställande ledningen hos den som gör en registeranmälan anses inte tillförlitlig i den mening som avses i 1 mom. 3 punkten om han eller hon genom en lagkraftvunnen dom har dömts till fängelsestraff under de fem senaste åren före en bedömning eller till bötesstraff under de tre senaste åren före bedömningen för ett brott som kan anses visa att personen i fråga är uppenbart olämplig att vara ombud eller arbeta i dess verkställande ledning, eller om han eller hon annars genom sin tidigare verksamhet har visat sig uppenbart olämplig för en sådan uppgift.

En registrering förutsätter dessutom att anmälaren har minst 50 000 euro i eget kapital eller en yrkesansvarsförsäkring, en bankgaranti eller annan motsvarande säkerhet som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig.

En yrkesansvarsförsäkring som avses i 3 mom. och som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig ska uppfylla åtminstone följande villkor:

- 1) om försäkringen inbegriper självrisk ska försäkringsgivaren betala försäkringsersättning till den skadelidande utan avdrag för självriskan,
- 2) av försäkringen ska det ersättas en skada som har uppstått till följd av en gärning eller försummelse under försäkringsperioden och beträffande vilken skriftliga ersättningsanspråk har anförts hos anmälaren eller försäkringsgivaren under försäkringens giltighetstid eller inom tre år från det att försäkringen upphörde.

Anmälaren ska ha en affärsplan och den ska ges in till Finansinspektionen för kännedom.

Finansinspektionen kan vägra registrering, om det med beaktande av omständigheterna är uppenbart att anmälaren har för avsikt att vara mellanhand för någon annan eller om anmälaren inte förmår visa hur oberoendet gentemot emittenten och den som ordnar emissionen har säkrats.

## 18 §

### *Avregistrering*

- Finansinspektionen ska avregistrera ett ombud, om
- 1) ombudet har avslutat sin affärsverksamhet,
  - 2) förutsättningarna för registrering i 17 § 1 mom. 1 och 2 punkten eller 17 § 2—4 mom. inte längre uppfylls,
  - 3) det är uppenbart att ombudet är mellanhand för någon annan eller om ombudet har försummat att säkra sitt oberoende gentemot emittenten och den som ordnar emissionen.
  - 4) förutsättningen för registrering i 17 § 1 mom. 5 punkten inte längre uppfylls och ombudet inte inom den tidsfrist som Finansinspektionen har angett i sin uppmaning har anmält nya personer som uppfyller kraven, eller
  - 5) det i ombudets eller dess verkställande lednings verksamhet förekommer allvarliga eller upprepade försummelser.

## 7 kap.

### **Tillsyn och påföljder**

## 19 §

### *Tillsyn*

Finansinspektionen utövar tillsyn över att bestämmelserna i 3, 4, 6, 7 och 8 kap. om registrerade ombud iakttas samt över förvaltning och förvaring av kundmedel och säkerheter, betalning av medel, registrerade ombuds tillförlitlighet och ombudens skyldighet att behandla innehavare av obligationslån likvärdigt och andra förfaranden som det föreskrivits att registrerade ombud ska iakttas.

Finansinspektionen har rätt att ur det bötesregister som avses i 46 § i lagen om verkställighet av böter (672/2002) få de uppgifter som behövs för att utreda tillförlitligheten hos en fysisk person som registrerats som ombud eller som hör till ombudets verkställande ledning. I fråga om rätten att få uppgifter ur straffregistret gäller separata bestämmelser.

I syfte att trygga ställningen för innehavarna av obligationslån eller av andra vägande skäl kan Finansinspektionen bestämma att emittenten eller ombudet ska sammankalla innehavarna av ett obligationslån till möte.

Finansinspektionen kan meddela närmare föreskrifter om avslutande av ett ombuds affärsverksamhet till följd av avregistrering.

## 20 §

### *Tillhandahållande av information*

Trots bestämmelserna i 16 § 3 mom. i lagen om offentlighet i myndigheternas verksamhet (621/1999) får personuppgifter lämnas ur registret som utskrifter, göras allmänt tillgängliga i ett elektroniskt datanät eller lämnas ut på något annat sätt i elektronisk form. Uppgifter om personbeteckningar får dock lämnas ut med stöd av denna lag endast om uppgiften lämnas som en utskrift eller teknisk upptagning och mottagaren med stöd av 13 § i personuppgiftslagen (523/1999) eller med stöd av någon annan lag har rätt att behandla personbeteckningar.

Följande uppgifter i registret ska Finansinspektionen dock hålla allmänt tillgängliga med hjälp av ett elektroniskt datanät:

- 1) näringsidkarens namn och firma, eventuell bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning, huvudkontor och besöksadress till de verksamhetsställen där det bedrivs ombudsverksamhet,
- 2) namnet på verkställande direktören och dennes ställföreträdare, på medlemmar och ersättare i styrelsen och jämförbara organ och på ansvariga bolagsmän,
- 3) registreringsdatum, och
- 4) offentliga varningar som har meddelats anmälaren, ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren och förbud som förenats med vite.

## 21 §

### *Straffbestämmelser*

Den som uppsåtligen i strid med 14 § 1 mom. eller 15 § 1 mom. är verksam som ombud utan att vara registrerad ska, om inte gärningen är ringa eller strängare straff för den föreskrivs någon annanstans i lag, för ombudsbrott dömas till böter eller fängelse i högst ett år.

## 22 §

### *Skadeståndsskyldighet*

Ombud är skyldiga att ersätta skada som de uppsåtligen eller av oaktsamhet har orsakat aktörer som de företräder eller andra personer genom ett förfarande som strider mot denna lag eller bestämmelser och föreskrifter som utfärdats med stöd av den. En skada anses ha orsakats av oaktsamhet, om inte ombudet visar att han eller hon har handlat omsorgsfullt och om inte skadan har orsakats enbart genom brott mot bestämmelserna i 5 § 1 och 2 mom.

En investerare har rätt att kräva ersättning för skada som orsakats honom eller henne också av verkställande direktören, medlemmar i styrelsen eller jämförbara organ samt ansvariga bolagsmän hos ombudet, om skadan har berott på att dessa uppsåtligen eller av oaktsamhet har underlåtit att se till att de skyldigheter som avses i 12 § fullgörs i verksamheten.

Vid jämkning av skadestånd tillämpas bestämmelserna i 2 kap. i skadeståndslagen (412/1974) och vid fördelning av skadeståndsansvaret bestämmelserna om fördelning av skadeståndsansvaret mellan två eller flera skadeståndsskyldiga i 6 kap. i den lagen.

## 8 kap.

### **Särskilda bestämmelser**

## 23 §

### *Överklagande*

Bestämmelser om överklagande av beslut som Finansinspektionen meddelat med stöd av denna lag finns i 73 § i lagen om Finansinspektionen (878/2008).

Ett beslut enligt denna lag om avförande ur det register som avses i 14 § 1 mom. ska iakttas även om det överklagas, om inte besvärsmyndigheten bestämmer något annat.

## 24 §

### *Ikraftträdande*

Denna lag träder i kraft den 20 .

25 §

*Övergångsbestämmelser*

Den som är ombud i fråga om sådana obligationslån som emitteras efter denna lags ikraftträdande och över vilka det offentliggörs prospekt enligt värdepappersmarknadslagen ska lämna en ansökan om registrering senast tre månader från denna lags ikraftträdande.

En registeranmälan kan tas till behandling innan denna lag träder i kraft, och den som har gjort anmälan kan föras in i det register som avses i 14 § 1 mom. när lagen träder i kraft.

Bestämmelserna i 21 § i denna lag börjar tillämpas tre månader från denna lags ikraftträdande.

---

## 2.

### Lag

#### om ändring av lagen om Finansinspektionen

I enlighet med riksdagens beslut  
*ändras* i lagen om Finansinspektionen (878/2008) 5 § 27 punkten, rubriken för 26 §, 26 § 8 mom., rubriken för 27 § och 27 § 5 mom., av dem 5 § 27 punkten sådan den lyder i lag 198/2015, 26 § 8 mom. sådant det lyder i lag 170/2014 och 27 § 5 mom. sådant det lyder i lag 752/2012, samt  
*fogas* till 5 §, sådan den lyder i lagarna 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014 och 198/2015, en ny 28 punkt, som följer:

#### 5 §

##### *Andra finansmarknadsaktörer*

Med andra finansmarknadsaktörer avses i denna lag

- 
- 27) registeransvariga som avses i 4 f § i lagen om statens pensionsfond och i 165 c § i lagen om kommunala pensioner,
  - 28) registrerade ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån ( / ).

#### 26 §

##### *Återkallande av verksamhetstillstånd och registrering samt därmed jämförbara förordnanden om avslutande av verksamhet*

---

Vad som i denna paragraf föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att försäkringsföreningar ska upphöra med sin verksamhet, på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån och på återkallelse av tillstånd som beviljats sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Vad som i 1 mom. 3 punkten och 2 mom. 1 punkten föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att pensionsstiftelser och försäkringskassor ska upphöra med sin verksamhet.

#### 27 §

##### *Begränsning av verksamhet som baserar sig på verksamhetstillstånd eller registrering*

---

Vad som i denna paragraf föreskrivs om begränsning av verksamheten ska tillämpas också på begränsning av försäkringsföreningars stadgeenliga verksamhet, på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån och på begränsning av tillståndsenlig verksamhet som bedrivs av sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Bestämmelser om förbud mot försäk-



ringsförmedling finns i lagen om försäkringsförmedling. Denna paragraf tillämpas inte på centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker.

---

Denna lag träder i kraft den 20 .

### 3.

## Lag

### om ändring av lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift

I enlighet med riksdagens beslut  
*ändras* i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift (879/2008), 1 § 19 punkten och 6 § 1 mom., sådana de lyder i lag 644/2014, och  
*fogas* till 1 § 1 mom., sådant det lyder i lagarna 758/2012, 255/2013, 171/2014 och 644/2014, en ny 20 punkt som följer:

#### 1 §

##### *Avgiftsskyldiga*

Skyldiga att betala tillsynsavgift till Finansinspektionen är

---

19) verksamhetsenheter som avses i 5 § 26 punkten i lagen om Finansinspektionen,  
20) registrerade ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/).

#### 6 §

##### *Grundavgift för övriga avgiftsskyldiga*

Grundavgiften i euro för andra avgiftsskyldiga än de som avses i 4 § och de avgiftsskyldiga bestäms som följer:

<b>Avgiftsskyldiga</b>	<b>Grundavgift euro</b>
värdepapperscentraler enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	260 000
insättningsgarantifonden enligt kreditinstitutslagen	12 000
säkerhetsfonden enligt kreditinstitutslagen	2 000
juridiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	1 000
fysiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	200
ersättningsfonden för investerarskydd enligt lagen om investeringstjänster	3 000
enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder registreringskyldiga AIF-förvaltare som inte är auktoriserade som fondbolag	1 000
den som bedriver verksamhet med stöd av ett undantag enligt 10 kap. 2 § 3 mom. i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 000
förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder	3 000
förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa in-	3 000

vesteringsfonder	
företag som är förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder och lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	5 000
särskilda förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 000
centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker enligt lagen om en sammanslutning av inlåningsbanker (599/2010)	6 000
kreditinstituts och försäkringsbolags holdingföretag samt konglomerats holdingsammanslutning enligt lagen om tillsyn över finans- och försäkringskonglomerat (699/2004)	10 000
börsers, värdepapperscentralers och clearingorganisationers holdingföretag	10 000
värdepappersföretags och försäkringsföreningars holdingföretag	1 000
försäkringsmäklare enligt lagen om försäkringsförmedling	1 000 Grundavgiften höjs med 180 euro för varje registrerad försäkringsmäklare som är anställd hos ett försäkringsmäklarföretag eller hos en enskild näringsidkare vid utgången av året före det då tillsynsavgiften bestäms.
kontoförvaltare enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	6 000
centrala motparter enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	150 000
clearingmedlemmar enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	12 000
clearingfonder enligt 3 kap. 3 § 4 mom. i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet samt registreringsfonder enligt 6 kap. 9 § i den lagen	2 000
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument	15 500 Grundavgiften höjs med 16 000 euro om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument.
finländska bolag vars emitterade aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	12 500
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella in-	10 500 Grundavgiften höjs med 11 000 euro

strument, när det är fråga om en avgiftsskyldig enligt 4 § i denna lag eller när emittenten inte har hemort i Finland	om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument.
emittenter av andra värdepapper än aktier, när värdepapperen i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument	3 000
finländska bolag vars emitterade värdepapper av annat slag än aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	3 000
emittenter av aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	4 000
emittenter av värdepapper av annat slag än aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	1 000
Pensionskyddscentralen	10 000
trafikförsäkringsnämnden och patientskadenämnden	1 000
verksamhetsenheter som avses i 5 § 26 punkten i lagen om Finansinspektionen	18 000
filialer till utländska EES-försäkringsbolag enligt lagen om utländska försäkringsbolag (398/1995)	1 000
sådana utländska EES-tilläggs pensionsanstalter enligt lagen om pensionsstiftelser och lagen om försäkringskassor som har filial i Finland	1 000
tredjeländers kreditinstituts representationer	1 000
sådana försäkringsförmedlare enligt lagen om försäkringsförmedling som är registrerade i någon annan EES-stat än Finland och har filial i Finland	300
finansiella motparter enligt artikel 2.8 i EMIR-förordningen, icke-finansiella motparter enligt artikel 2.9 och pensionssystem enligt artikel 2.10 i den förordningen, vilkas hemstat är Finland	10 000
<i>registrerade ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/)</i>	3 000

Denna lag träder i kraft den 20 . \_\_\_\_\_



  
**VALTIOVARAINMINISTERIÖ**

Snellmaninkatu 1 A

PL 28, 00023 VALTIOEUVOSTO

Puhelin 0295 160 01

Telefaksi 09 160 33123

[www.vm.fi](http://www.vm.fi)

ISSN 1797-9714 (pdf)

ISBN 978-952-251-785-2 (pdf)

Kesäkuu 2016