



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset

Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2017



Rahoitusmarkkinat

Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2017

Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset



Valtiovarainministeriö

ISBN: 978-952-251-827-9

Taitto: Julkaisutiimi, valtioneuvoston hallintoyksikkö

Helsinki 2017

Kuvailulehti

Julkaisija	Valtiovarainministeriö		Tammikuu 2017
Tekijät	Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä		
Julkaisun nimi	Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset		
Julkaisusarjan nimi ja numero	Valtiovarainministeriön julkaisuja 5/2017		
Hankenumero	VM056:00/2014		
ISBN PDF	978-952-251-827-9	ISSN PDF	1797-9714
URN-osoite	http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-827-9		
Sivumäärä	236	Kieli	suomi
Asiasanat	joukkovelkakirjalainat, rahoitusmarkkinat, rahoitus		
Tiivistelmä Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi lainsäädännöksi julkistettiin kesäkuussa 2016. Työryhmä on lisäksi selvittänyt joukkolainamarkkinoiden kehittämistä ja sitä haittaavaa lainsäädäntöä osana rahoitusmarkkinoiden kehittämistä, kilpailukyvyn parantamista ja kasvun rahoituksen mahdollistamista. Ehdotukset jakautuvat kolmeen ryhmään. Lahjanlupauslain muutos helpottaisi rahasto-osuuksien lahjoittamista ja selkeyttäisi oikeustilaa. Edellytyksiä velkakonversioon (debt-to-equity swap) yrityksen saneerausmenettelyssä täsmennettäisiin. Soveltamisalaltaan laajempi vaihtoehto koskisi kaikkia yrityksiä ja suppeampi pörssiyhtiöitä ja listattuja joukkolainoja. Sijoituspalvelulakia muutettaisiin joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi ottamalla huomioon säätiöiden asema sijoittajina. Sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen edellytyksiä täsmennettäisiin. Yritysten kansainvälistä varainhankintaa helpotettaisiin selventämällä oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Säännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta lisättäisiin sijoituspalvelulakiin ja lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Joukkorahoituslain ja vakuutusyhtiölain täsmennys mahdollistaisi vakuutusyhtiön toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä. Joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksia vahvistettaisiin laissa rahoitusvälineiden kaupan käynnistä tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta tai monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä, laissa arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta liittyen liikkeeseenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin sekä laissa arvo-osuustileistä liittyen liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavaan maksusuojaan. Työryhmä ehdottaa uuden lainsäädännön saattamista voimaan mahdollisimman nopeasti ja viimeistään syyskuussa 2017.			
Kustantaja	Valtiovarainministeriö		
Julkaisun myynti/ jakaja	Sähköinen versio: julkaisut.valtioneuvosto.fi Julkaisumyynti: julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi		

Presentationsblad

Utgivare	Finansministeriet		Januari 2017
Författare	Arbetsgruppen för utveckling av obligationsmarknaderna		
Publikationens titel	Förslagen till utveckling av regleringen av obligationsmarknaden		
Publikationsseriens namn och nummer	Finansministeriet publikationer 5/2017		
ISBN PDF	978-952-251-827-9	ISSN PDF	1797-9714
Projektnummer	VM056:00/2014		
URN-adress	http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-827-9		
Sidantal	236	Språk	finska
Nyckelord	obligationslån, finansmarknaden, finansiering, företagssanering		
Referat Förslaget till lagstiftning som gäller ombud för innehavare av obligationslån som lades fram av arbetsgruppen som utrett utvecklandet av obligationsmarknaderna publicerades i juni 2016. Arbetsgruppen har dessutom, i anslutning till utvecklandet av finansmarknaderna, förbättrandet av konkurrenskraften och möjliggörandet av tillväxtfinansiering, utrett utvecklandet av obligationsmarknaderna och lagstiftningen som utgör hinder för det. Förslagen indelas i tre grupper: En ändring av lagen om gåvoutfästelser skulle underlätta doneringen av fondandelar och förtydliga rättsläget. Förutsättningarna för skuldutbyte (debt-to-equity swap) i samband med sanering av företag föreslås bli preciserade. Ett alternativ med ett mera omfattande tillämpningsområde gäller för samtliga företag och ett mera begränsat alternativ börsbolag och noterade obligationer. Lagen om investeringstjänster föreslås bli förändrad i syfte att utvidga investerarbasen för obligationsmarknaderna genom att fonders ställning som investerare tas i beaktande. Förutsättningarna för tillhandahållande av investeringstjänster på tillfällig basis föreslås bli preciserade. Företagens internationella kapitalanskaffning föreslås bli underlättad genom förtydligandet av rätten att tillhandahålla investeringstjänster utan att inrätta en filial. Till lagen om investeringstjänster och lagen om handel med finansiella instrument föreslås en bestämmelse om god värdepappersmarknadssed. Preciseringen av lagen om gräsrötsfinansiering och lagen om försäkringsbolag skulle göra det möjligt för försäkringsbolag att förmedla gräsrötsfinansiering. Ombud för innehavare av obligationslån föreslås få utvidgade verksamhetsrättigheter i lagen om handel med finansiella instrument i situationer där handeln avslutas och värdepappret tas bort från börslistan eller en multilateral handelsplattform, i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet i fråga om emissionskonton och förvaltarregistrering samt i lagen om värdeandelskonton när det gäller betalningsskyddet för emittenter och ombud. Arbetsgruppen föreslår att den nya lagstiftningen ska träda i kraft så snabbt som möjligt, senast i september 2017.			
Förläggare	Finansministeriet		
Beställningar/distribution	Elektronisk version: julkaisut.valtioneuvosto.fi Beställningar: julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi		

Description sheet

Published by	Ministry of Finance		January 2017
Authors	Bond markets development working group		
Title of publication	Development proposals for regulation of bond markets		
Series and publication number	Ministry of Finance publications 5/2017		
Register number	VM056:00/2014		
ISBN PDF	978-952-251-827-9	ISSN (PDF)	1797-9714
Website address (URN)	http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-251-827-9		
Pages	236	Language	Finnish
Keywords	bonds, financial markets, finance, corporate restructuring		
Abstract The bond markets development working group's proposal for legislation on bondholder representatives was published in June 2016. The working group has also investigated the development of bond markets and legislation that is detrimental to that development, as part of the development of financial markets, improving competitiveness and enabling the financing of growth. The proposals are divided into three groups. The change in the Gift Promises Act would ease the gifting of fund units and clarify the legal situation. The conditions for using debt-to-equity swaps in corporate restructuring would be specified. A wider scope of application would apply to all companies and an alternative more restrictive scope would apply to quoted companies and listed bonds. The Act on Investment Services would be amended to broaden the bond markets' investor base taking into account the position of foundations as investors. The conditions for occasional provision of investment services would be specified. Borrowing from abroad would become easier for companies by clarifying the right to provide investment services without establishing a branch office. A provision on good practice in securities markets would be added to the Investment Services Act and to the Act on Trading in Financial Instruments. Clarification of the Crowdfunding Act and the Insurance Companies Act would enable insurance companies to act as crowdfunding brokers. The operating rights of bondholder representatives would be strengthened in the Act on Trading in Financial Instruments in situations where trading is discontinued and a security is no longer listed on an exchange or is removed from a multilateral trading facility (MTF), in the Act on the Book-entry System and Settlements related to issuance accounts and nominee registers, as well as in the Act on Book-Entry Accounts related to the payment protection given to issuers and representatives. The working group proposes that the new legislation be brought into effect as soon as possible and no later than September 2017.			
Publisher	Ministry of Finance		
Publication sales/ Distributed by	Online version: julkaisut.valtioneuvosto.fi Publication sales: julkaisutilaukset.valtioneuvosto.fi		

Sisältö

LUOVUTUSKIRJE	9
JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMINEN	15
LIITE 1 JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMISTARVE	119
LIITE 2 YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT JA LAKIEHDOTUKSET 1–3	145
TYÖRYHMÄN MUISTIOON LIITTYVÄT ERIÄVÄT MIELIPITEET	225

VALTIOVARAINMINISTERIÖLLE

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

Työryhmän toimikausi alkoi 1 päivänä maaliskuuta 2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30 päivään 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 (Perheyrittäjien liitto ry / Suomen Yrittäjät ry), lakimies Johanna Palin (Finanssialan Keskusliitto ry), lakimies Timo Rikkinen (Sampo Oyj / Elinkeinoelämän keskusliitto EK 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 (Perheyrittäjien 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 jäsenten Kaisanlahti ja Majuri pyydettyä eroa heidän tilalleen kutsuttiin lakimies Jouni Herkama (Työeläkevakuuttajat TELA ry) ja asiamies Mirjami Kajander-Saarikoski (Finanssialan Keskusliitto ry).

Työryhmä otti nimekseen Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä, lyhenteenään JLM-kehittämistyöryhmä.

Työryhmä on hyödyntänyt joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lakiehdotuksen viimeistelyssä kahta alatyöryhmää. Luonnosta joukkolainanhaltijoiden edustajasta annettavaksi laiksi viimeistelleeseen HE-alatyöryhmään ovat osallistuneet puheenjohtaja Tepora, jäsenet Harju, Herkama, Pulkkinen ja Viita, pääsihteeri Kallio, sihteeri Heinonen sekä kutsuttuna lakimies Tuomas Toivonen (Nordea Pankki Suomi Oyj / Finanssialan Keskusliitto ry). Kehittämisehdotuksia valmistelleeseen kehittämisalatyöryhmään ovat puolestaan osallistuneet jäsenet Harju, Herkama, Kajander-Saarikoski ja Lounasmeri, pääsihteeri Kallio, pysyvä asiantuntija Hautala sekä kutsuttuna lakimies Santeri Suominen (Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry).

Työryhmä selvitti työnsä ensimmäisessä vaiheessa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevat oikeudelliset kysymykset ja teki niitä koskevat tarpeelliset ehdotukset hallituksen esityksen muotoon. Työryhmä ehdotti säädettäväksi uuden lain joukkolainanhaltijoiden edustajasta. Yksimielinen ehdotus julkistettiin 1 päivänä heinäkuuta 2016 ja siitä pyydettyistä lausunnoista laadittu yhteenveto julkistettiin 24 päivänä lokakuuta 2016. Lausuntopyyntöön vastasi kaikkiaan 31 tahoja. Lausuntopalautetta on käsitelty sekä työryhmässä että HE-alatyöryhmässä.

Työryhmän tehtävänä oli työnsä toisessa vaiheessa:

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

Työryhmä selvitti työnsä ensimmäisessä vaiheessa alustavasti myös näitä kysymyksiä mutta katsoi, että tehtävän laaja-alaisuuden vuoksi lisäselvitykset olivat tarpeen. Tämän vuoksi työryhmä pyysi lisäaikaa selvitystyölle. Työryhmälle myönnettiin 9 päivänä toukokuuta 2016 kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammikuuta 2017 saakka työn viimeistelyä varten, mikä myös samalla mahdollisti työryhmän valmistelevan lakiehdotuksen saaman lausuntopalautteen asianmukaisen käsittelyn ja edisti sen ripeää jatkovalmistelua. Korjattu lakiehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajasta on yksityiskohtaisine perusteluineen tämän muistion liitteenä. Kehittämisehdotuksia ja niihin liittyviä lakiehdotuksia on valmisteltu sekä työryhmässä että kehittämisalatyöryhmässä.

Työnsä toisessa vaiheessa työryhmän tehtävänä oli resurssiensa puitteissa arvioida, selvittää ja yksilöidä joukkolainamarkkinoiden toimintaa mahdollisesti haittaava tai kehitystä estävä lainsäädäntö ja esittää ratkaisuvaihtoehtoja. Näiden arviointien ja selvitysten tulokset ja huomiot voitiin työryhmän toimeksiannon mukaan julkistaa hallituksen esityksestä erillisessä muistiossa yhdessä mahdollisten ehdotettavien jatkotoimien kanssa. Kehittämissihtotuksia ei siten ole laadittu hallituksen esityksen muotoon.

Ehdotus. Työryhmän kehittämissihtotukset koskevat kymmeneen eri lakiin tehtäviä yksittäisiä muutoksia ja ne jakautuvat kolmeen ryhmään. Kehittämissihtotukset ovat keskustelunavauksia, jotka lähetetään laajalle lausuntokierrokselle. Myönteistä lausuntopalautetta saaneet kehittämissihtotukset tullaan mahdollisuuksien mukaan liittämään joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä kevätistuntokaudella 2017 annettavaan hallituksen esitykseen.

Työryhmä ehdottaa yhtäältä siviilioikeudellisen lahjanlupauslain muuttamista, jotta sijoitusrahasto-osuuksien lahjoittaminen helpottuisi nykyisestä. Työryhmän keskeisin ehdotus liittyy maksukyvyttömyysoikeuteen ja sillä pyritään täsmentämään edellytyksiä ns. velkakonversioon eli velan muuntamiseen osakkeiksi (*Debt-to-equity swap*) saneerausmenettelyyn asetetussa osakeyhtiössä. Nykyiset sopimusperusteiset velkakonversiot edellyttävät velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta, mikä usein johtaa pitkäkestoisin ja mut-

kikkaisiin neuvotteluihin velallisenä olevan yhtiön osakkeenomistajien ja tämän velkojien välillä. Ehdotuksen herättämän suuren mielenkiinnon vuoksi työryhmä on laatinut kaksi vaihtoehtoa, joista soveltamisalaltaan laajempi koskisi yrityksen saneerauksesta annettua lakia eli käytännössä kaikkia yrityksiä ja suppeampi rahoitusmarkkinoita keskeisiltä osiltaan säänteleviä arvopaperimarkkinalakia, lakia luottolaitostoiminnasta ja vakuutusyhtiölakia, jolloin soveltamisala rajoittuisi pörssiyhtiöihin ja listattuihin joukkolainoihin.

Lisäksi työryhmä ehdottaa useita täsmennyksiä voimassa olevaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelulakiin ehdotetaan muutoksia joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi, jolloin myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätölain olettamasaäntöjen mukaisesti. Samassa yhteydessä täsmennetään sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen laissa asetettuja edellytyksiä. Suomalaisten yritysten joukkolainoja liikkeeseen laskemalla tapahtuvaan kansainväliseen varainhankintaan liittyy puolestaan tarve selvittää ulkomaisen palveluntarjoajan oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Hyvää arvopaperimarkkinatapa koskeva nimenomainen säännös taas vahvistaa tähän asti lain perusteluissa esitettyjä tavoitteita, minkä takia säännös ehdotetaan lisättäväksi paitsi sijoituspalvelulakiin myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin. Joukkorahoituslakia ja vakuutusyhtiölakia ehdotetaan täsmennettäväksi, jotta myös vakuutusyhtiöt voivat toimia joukkorahoituksen välittäjinä.

Useat työryhmän ehdotukset liittyvät joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksien laajentamiseen. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa ehdotetaan vahvistettavaksi joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta taikka monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä. Laissa arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta on puolestaan tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen liikkeeseenlaskutilliin ja hallintarekisteröintiin sekä laissa arvo-osuustileistä vastaavasti liittyen liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavaan maksusuojaan.

Kilpailukyky. Työryhmän työssä on painottunut tavoite arvopaperimarkkinoiden kilpailuvyön edistämisestä. 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 muutostyötä siten, että muutuskustannukset jäävät mahdollisimman pieniksi ja saavutettavissa olevat muutoshyödyt toteutuvat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Lisäksi työryhmä on pyrkinyt osaltaan vastaamaan Euroopan komission suunnitelmaan EU:n pääomamarkkinaunionista, jossa yhtenä elementtinä ovat

jäsenvaltioiden kansalliset toimenpiteet mm. joukkolainamarkkinoiden sekä pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusmahdollisuuksien edistämiseksi. Työryhmän työ tukee näin laaja-alaisemmin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämistä ja on laajemmin sidoksissa mm. kasvun rahoituksen mahdollistamiseen ja EU:n pääomamarkkinaunionin pyrkimykseen edistää pankkijärjestelmän ulkopuolista markkinaehtoista rahoituksenvälitystä.

Sijoittajansuoja. Markkinoiden houkuttelevuuden ja kilpailukyvyn 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.

Työryhmä on kehittämis ehdotuksia valmistellessaan pitänyt syksyllä 2016 neljä kokousta. HE-alatyöryhmä on lisäksi tavannut kolme kertaa ja kehittämisalatyöryhmä viisi kertaa.

Työryhmä järjesti laatimistaan joukkolainamarkkinoiden kehittämis ehdotuksista sidosryhmille laajan kuulemistilaisuuden 25 päivänä marraskuuta 2016 ja joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lakiehdotuksensa lausuntopalautteen perusteella korjatusta luonnoksesta vastaavan tilaisuuden 16 päivänä joulukuuta 2016. Jälkimmäisessä kuulemistilaisuudessa käsiteltiin myös ensimmäisen kuulemistilaisuuden pohjalta täydennettyjä kehittämis ehdotuksia. Kuulemistilaisuuksiin oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia. Kuulemistilaisuuksiin osallistui puheenjohtaja Teporan, pääsihteeri Kallion ja jäsen Harjun lisäksi yhteensä 29 ja 20 henkilöä, joista osa oli työryhmän jäseniä ja pysyviä asiantuntijoita. Kuulemistilaisuuksista on laadittu yhteenvedot ja niissä esitetyt kommentit on otettu työryhmän ehdotusten valmistelussa huolellisesti huomioon.

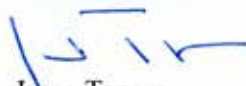
Työryhmän kehittämis ehdotukset koskevat oikeudellisesti monimutkaista asiakokonaisuutta, joka ei perustu harmonisoituun EU-sääntelyyn vaan kansallisen lainsäädännön kehittämiseen ja siihen liittyvään harkintaan. Työryhmän kehittämis ehdotukset ovat asettamispäätöksen mukaisesti horisontaalisia ja niillä on yhtymäkohtia useiden ministeriöiden vastuualueisiin. Osa työryhmän kehittämis ehdotuksista saattaa siten edellyttää uudelleenarviointia, laaja-alaista ministeriöiden välistä yhteistyötä ja huolellista viimeistelyä ennen varsinaisen hallituksen esityksen antamista. Jatkovalmistelussa on lisäksi tarkennettava kehittämis ehdotusten perusteluja ja mahdollisesti tarvittavia siirtymäsäännöksiä. Työryhmä kuitenkin ehdottaa, että etenkin lausuntokierroksella myönteistä lausuntopalautetta saavat kehittämis ehdotukset tulisi – kansallisten joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi ja kilpailukyvyn turvaamiseksi – 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.

Työryhmän muistioon liittyy jäsenten Pulkkinen, Lehtonen ja Lounasmeri eriävät mielipiteet.

Saatuaan työnsä toisen vaiheen valmiiksi työryhmä luovuttaa muistionsa kunnioittavasti valtiovarainministeriölle.

Helsingissä 2 päivänä tammikuuta 2017


Jarno Tepora


Ilkka Harju


Pekka Pulkkinen


Jouni Herkama


Mirjami Kajander-Saarikoski


Heikki Lehtonen


Sari Lounasmeri


Timo Rikkinen


Helena Viita


Urpo Hautala


Sami Miettinen


Aki Kallio


Mikko Heinonen

JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMINEN

SISÄLLYS

PERUSTELUT.....	17
1 Lainsäädännön muutostarpeet.....	18
1.1 Siviili-, yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeus.....	19
1.2 Rahoitusmarkkinoiden sääntely.....	46
1.3 Muu sääntely	60
LAKIEHDOTUKSET 4—13.....	63
Laki lahjanlupauslain 4 §:n muuttamisesta.....	63
Laki yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n muuttamisesta	64
Laki arvopaperimarkkinalain 8 luvun muuttamisesta	65
Laki luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun muuttamisesta	66
Laki vakuutusyhtiölain muuttamisesta.....	67
Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta	68
Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta	70
Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta.....	72
Laki arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:n muuttamisesta	73
Laki joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta	74
RINNAKKAISTEKSTIT	75
LAGFÖRSLAG 4—13.....	91
Lag om ändring av 4 § i lagen om gåvoutfästelser	91
Lag om ändring av 44 § i lagen om företagssanering	91
Lag om ändring av 8 kap. i värdepappersmarknadslagen.....	92
Lag om ändring av 15 kap. i kreditinstitutslagen.....	93
Lag om ändring av försäkringsbolagslagen	94
Lag om ändring av lagen om investeringstjänster.....	95
Lag om ändring av lagen om handel med finansiella instrument	97
Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet.....	99
Lag om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton.....	100
Lag om ändring av 1 § i lagen om gräsrötsfinansiering	101
PARALLELLTEXT	103
LIITE 1 JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMISTARVE	119
LIITE 2 YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT JA LAKIEHDOTUKSET 1—3	145
YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT.....	145
LAKIEHDOTUKSET 1—3.....	197
Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta	197
Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta.....	205
Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain muuttamisesta.....	206
LAGFÖRSLAG 1—3.....	211
Lag om ombud för innehavare av obligationslån.....	211
Lag om ändring av lagen om Finansinspektionen.....	220
Lag om ändring av lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift	221

PERUSTELUT

1 Lainsäädännön muutostarpeet

1.1 Siviili-, yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeus

Lahjanlupauslaki

Rahasto-osuuksien lahjoittaminen

Osakeyhtiölaki

Laki yrityksen saneerauksesta

Osakeyhtiölain suhde maksukyvyttömyysoikeuteen

Scheme of Arrangement

Lausuntopalaute osakeyhtiölain arviomuistiosta

Debt-to-equity swap

Lausuntopalaute osakeyhtiölain arviomuistiosta

Arvopaperimarkkinalaki

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Laki luottolaitostoinnasta

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Vakuutusyhtiölaki

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

1.2 Joukkolainamarkkinoiden sääntely ja joukkolainanhaltijoiden edustajan asema

Sijoituspalvelulaki

Poikkeukset sijoituspalvelulain soveltamisalasta

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä perustamatta

Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa

Komissiokaupan sääntely

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä

Hyvä arvopaperimarkkinatapa pörssissä ja monenkeskisessä kaupankäynnissä

Kaupankäynnin lopettaminen ja arvopaperin poistaminen pörssilistalta

Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen

Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoinnasta

Liikkeeseenlaskutili

Hallintarekisteröinti

Laki arvo-osuustileistä

Maksusuoja

Joukkorahoituslaki

Soveltamisala

Vakuutusyhtiölaki

Liitännäistoiminnan harjoittaminen

1.3 Muu sääntely

Norminpurku

1 Lainsäädännön muutostarpeet

Tämä jakso perustuu pääosin (63 %, 12/19 aloitetta) elinkeinoelämästä - Finanssialan keskusliitto ry (jäljempänä *FK*) ja sen jäsenyritykset (6) sekä asianajotoimistot (6) – ja osin valtiovarainministeriön (jäljempänä *VM*) rahoitusmarkkinaosastolta (7, jäljempänä *RMO*) tulleisiin aloitteisiin. Osa aloitteista, kuten lahjanlupauslaki (LahjaL, 625/1947) ja komissiokaupan sääntely, on ollut esillä jo melko kauan. Aloitteet on koottu tähän jaksoon, jossa näkökulma joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi on funktionaalinen ja laaja-alainen. Tämä tarkastelutapa on rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tavanomaisesta näkökulmasta poikkeava, eikä siten perustu toimijakohtaiseen institutionaaliseen sääntelyyn kiinteästi liittyvään vertikaaliseen näkökulmaan. Funktionaalinen näkökulma on horisontaalinen, välineneutraali ja perustuu palvelujen tarjoamisen korostuneeseen asemaan tarkastelussa. Lähimpänä esikuvana työryhmän ehdotuksille voidaan pitää kilpailukykyksymyksiin keskittynyttä Arvopaperimarkkinat 2000 -työryhmää, jonka muistiossa tehdyt ehdotukset pääosin myöhemmin toteutettiin.¹

Kahdesta oikeusministeriön (jäljempänä *OM*) vastuualueeseen kuuluvaan lainsäädäntöön liittyvästä aloitteesta (*Scheme of Arrangement* ja komissiokaupan sääntely) ei ole laadittu säännösehdotusta. Sen sijaan velkakonversiosta (*Debt-to-equity swap*) on laadittu vaihtoehtoiset säännösehdotukset sekä OM:n vastuualueeseen kuuluvaan yleiseen lainsäädäntöön että soveltamisalaltaan rajatummalla ehdotukset VM:n ja sosiaali- ja terveysministeriön (jäljempänä *STM*) vastuualueeseen kuuluvaan lainsäädäntöön. Aloitteiden funktionaalisella käsittelyllä pyritään osaltaan vastaamaan Euroopan komission suunnitelmaan EU:n pääomamarkkinaunionista, jossa yhtenä elementtinä ovat jäsenvaltioiden kansalliset toimenpiteet mm. joukkolainamarkkinoiden ja pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksien edistämiseksi. Samalla on pyritty selvittämään edellytykset toteuttaa pääministeri Juha Sipilän hallituksen ohjelman² mukaisia tavoitteita mm. norminpurusta, säädösten sujuvoittamisesta, yritysrahoituksen edellytysten parantamisesta, kilpailukykyistä ja EU-sääntelyn vähimmäisvaatimukset ylittävän kansallisen sääntelyn välttämisestä.

Kehittämis ehdotukset koskevat kymmeneen eri lakiin tehtäviä yksittäisiä muutoksia ja ne jakautuvat kolmeen ryhmään. Kehittämis ehdotukset ovat keskustelunavauksia, joista myönteistä lausuntopalautetta saaneet tulisi liittää joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta laista annettavaan hallituksen esitykseen. Yhtäältä ehdotetaan siviilioikeudellisen lahjanlupauslain muuttamista, jotta sijoitusrahasto-osuuksien lahjoittaminen helpottuisi. Keskeisin ehdotus liittyy puolestaan maksukyvyttömysoikeuteen ja sillä pyritään täsmentämään edellytyksiä ns. velkakonversioon eli velan muuntamiseen osakkeiksi saneerausmenettelyyn asetetussa osakeyhtiössä. Nykyiset sopimusperusteiset velkakonversiot edellyttävät velallisyhtiön osakkeenomistajien suostumusta, mikä usein johtaa pitkäkestoisiin ja mutkikkaisiin neuvotteluihin. Ehdotuksen herättämän suuren mielenkiinnon vuoksi työryhmä on laatinut kaksi vaihtoehtoa, joista soveltamisalaltaan laajempi koskisi lakia yrityksen saneerauksesta (YSL, 47/1993) ja suppeampi rahoitusmarkkinoita säänteleviä arvopaperimarkkinalakia (AML, 746/2012), lakia luottolaitostoiminnasta (LLL, 610/2014) ja vakuutusyhtiölakia (VYL, 521/2008).

Toisaalta ehdotetaan useita täsmennyksiä rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelulakiin (SipaL, 747/2012) ehdotetaan muutoksia joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi, joilla myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain (487/2015) olettamassäänäntöjen aiheuttamassa tilanteessa sekä täsmennetään sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen edellytyksiä. Suomalaisten yritysten joukkolainoja

¹ Arvopaperimarkkinat 2000. VM:n työryhmämuistioita 3/1998, 6.2.1998.

² Ratkaisujen Suomi. Neuvottelutulos strategisesta hallitusohjelmasta, 27.5.2015.

liikkeeseen laskemalla tapahtuvaan kansainväliseen varainhankintaan liittyy puolestaan tarve selvittää oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Hyvää arvopaperimarkkinatapa koskeva nimenomainen säännös taas vahvistaa tähän asti lain perusteluissa esitettyjä tavoitteita ja ehdotetaan lisättäväksi paitsi sijoituspalvelulakiin myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin (RahKL, 748/2012). Joukkorahoituslakia (734/2016) ja VYL:a ehdotetaan täsmennettäväksi, jotta myös vakuutusyhtiöt voivat toimia joukkorahoituksen välittäjinä.

Useat ehdotukset liittyvät joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksien laajentamiseen. RahKL:ssa ehdotetaan vahvistettavaksi joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta taikka monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä. Laissa arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (AOJSL, 749/2012) on puolestaan tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen liikkeeseenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin sekä laissa arvo-osuustileistä (AOTL, 827/1991) vastaavasti liittyen liikkeeseenlaskijalle ja joukkolainanhaltijoiden edustajalle annettavaan maksusuojaan.

1.1 Siviili-, yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeus

Lahjanlupauslaki

Rahasto-osuuksien lahjoittaminen

Velkakirjalait säädettiin muissa Pohjoismaissa 1930-luvulla, mutta Suomessa vasta sotien jälkeen (VKL, 622/1947), jolloin eräitä säännöksiä perusteltiin ajankohtaisuudella ja kiireellisyydellä.³ VKL:n yhteydessä tuli voimaan myös LahjaL, joka sekin oli säädetty Ruotsissa jo vuonna 1936.⁴ Muissa pohjoismaissa ei VKL:n säätämisen yhteydessä ole annettu erityistä LahjaL:n kaltaista säädöstä.⁵ LahjaL koskee lahjanlupauksen velvoiteoikeudellisia vaikutuksia ja lahjan täyttämistä siten, että lahjoitus tulee myös kolmansia osapuolia sitovaksi sekä lahjanlupauksen perumista. LahjaL valmisteltiin yhteistyössä Ruotsin kanssa.⁶ Sitten pohjoismainen yhteistyö on vähentynyt ja kyseiset lait Suomessa ja Ruotsissa ovat sisällöltään jossakin määrin eriytyneet toisistaan, joskin erot johtuvat pääosin siitä, että lakeihin liittyvä rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntö on rakenteeltaan ja sisällöltään erilaista. Seuraavassa tarkastellaan LahjaL 3 ja 4 §:ää, joita vastaavia säännöksiä on Ruotsissa muutettu vuonna 2004 ja vuonna 2016.⁷⁸

LahjaL 4.1 § lisättiin lakiin eduskuntakäsittelyn aikana.⁹ LahjaL 3.2 § ja 4.1 § muutettiin arvo-osuusjärjestelmän perustamisen yhteydessä (831/1991), koska hallinnan siirtoon perustuvia lahjoituksen täyttämistä koskevia säännöksiä ei voitu soveltaa arvo-osuuksiin.¹⁰ LahjaL 3.2 § vastaa ruotsalaista säännöstä, sillä kummassakin säädetään ns. arvo-osuuslahjasta. Sen sijaan LahjaL 4.1 § poikkeaa vastaavasta ruotsalaisesta säännöksestä, koska siinä mainitaan pankkien ohella arvopaperinvälitysliikkeet (nykyiset sijoituspalveluyritykset) sekä arvo-osuusrekisterit (nykyiset tilinhoitajat). Ruotsin laissa puolestaan mainitaan pankkien ohella

³ HE n:o 92 1945 vp velkakirjalainsäädännöksi s. 1.

⁴ Lag (1936:83) angående vissa utfästelser om gäva.

⁵ Y.J. Hakulinen: Velkakirjalaki siihen liittyvine lakeineen. Toinen täydennetty painos (1965) s. 199.

⁶ HE 92/1945 vp s. 3.

⁷ Lag (2004:299) om inlåningsverksamhet.

⁸ Lag (2004:420) om ändring i lagen (1936:83) angående vissa utfästelser om gäva.

⁹ Urpo Kangas: Uskottu mies holhousoikeuden järjestelmässä (1987) s. 158; Hakulinen (1965) s. 224.

¹⁰ HE 104/1990 vp laiksi arvo-osuusjärjestelmästä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi s. 73.

luottomarkkinayhteisöt (*kreditmarknadsföretag*), joihin kuuluvat asunto-, yritys- ja kuntarahoituslaitokset (*bostadsinstitut, finansbolag, företags- och kommunfinansierande institut*). Kummankaan maan lain 4 §:ssä ei sen sijaan mainita sijoitusrahastoja hallinnoivia rahastoyhtiöitä (Ruotsissa *fondbolag*), vaikka Ruotsin lakia muutoin sovelletaan laajemmin rahoitusmarkkinoilla toimiviin osapuoliin.¹¹ Terminologisesti LahjaL 4.1 §:n rahoitusmarkkinasananasto on lisäksi vanhentunut.

On esitetty, että

- lahjoituksen täyttämistä koskevassa LahjaL 3 §:ssä tulisi säätää, että rahasto-osuuden lahjoitusta pidetään täytettynä, kun rahasto-osuus on merkitty vastaanottajan nimiin rahasto-osuusrekisteriin, ja
- LahjaL 4 §:n soveltamisalaa tulisi vastaavasti laajentaa rahasto-osuuksien ns. notariaattilahjoitukseen siten, että tällainen lahjoitus olisi samoin edellytyksin kuin lainkohdassa nyt mainitut notariaattilahjoitukset täytetty, kun rahasto-osuusrekisteriin on siirretty toisen nimiin merkittäviksi rahasto-osuuksia.¹²

Koska Suomen sijoitusrahastomarkkinoiden noin sadan miljardin euron volyymista noin 38 % on korkorahastoja (Suomen Pankin tilastoissa käytetty ilmaisu on ”sijoituksia velkapapereihin”),¹³ kysymys LahjaL:n mahdollisesta muutostarpeesta ei ole taloudellisesti merkityksellinen, vaan päinvastoin hyvinkin relevantti. Käytännössä ainoa tapa piensijoittajalle osallistua joukkolainamarkkinoille on sijoitusrahaston kautta, mikä on myös riskinhajautuksen näkökulmasta järkevää. Huomionarvoista on myös Suomen Pankin tuoreessa tiedotteessa ”Matalat korot ohjaavat rahastosijoituksia yhä enemmän yrityksiin” esitetty näkemys:

*”Pienentyneet korkotuotot ovat vähentäneet julkisyhteisöihin kohdistuvien ja kasvattaneet yrityksiin kohdistuvien rahastosijoitusten suhteellista suosiota Suomessa. Kun vielä vuonna 2008 suomalaisten sijoitusrahastojen saamisista noin 20 % kohdistui julkisyhteisöihin (lähinnä valtionlainoihin), oli näiden osuus supistunut syyskuun 2016 loppuun mennessä alle kahdeksaan prosenttiin. Samanaikaisesti rahastoihin on virrannut merkittävästi uutta pääomaa, ja rahastojen yrityksiin tekemien sijoitusten osuus on kasvanut 25 prosentista noin 40 prosenttiin. Kehitys on näkynyt rahastojen sijoitussalkuissa osakkeiden painon kasvuna ja velkapapereiden painon supistumisena. Velkapapereissa yrityslainojen osuus on viime vuosina kuitenkin tasaisesti kasvanut.”*¹⁴

Suomen Pankin tilastojen mukaan sijoitusrahastojen sijoituksia oli yritysten velkapapereissa 31.10.2016 kaikkiaan 11 866 miljoonaa euroa, josta kolmannes (33,59 %) eli 3986 miljoonaa

¹¹ Vrt. Kangas (1987) s. 156, jonka mukaan kiinnitysluottopankki, hypoteekkiyhdistys ja vakuutuslaitos eivät ole LahjaL 4.1 §:n aikaisemmassa sanamuodossa tarkoitettuja rahalaitoksia. Ongelma voidaan korjata säätämällä LahjaL 4.1 §:ssä pankin asemesta luottolaitoksesta, joita ovat talletuspankit ja luottoyhteisöt, kuten hypoteekkiyhdistys.

¹² Matti Rudanko: Julkaisematon lausunto Suomen Sijoitusrahastoyhdistykselle 2.9.2008. FK uudisti ehdotuksen 13.12.2012 osana kommentteja, jotka annettiin valmisteltaessa HE:tä 94/2013 vp vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.

¹³ Suomen Pankin neljännesvuosiraportti 31.10.2016, jonka mukaan sijoitusrahastosijoitukset velkapapereihin olivat 37 796 miljoonaa euroa ja sijoitusrahastosijoitukset yhteensä 99 538 miljoonaa euroa. Suomen Pankin 31.10.2016 tiedotteessa toisaalta sanotaan, että ”Syyskuun 2016 lopussa Suomen sijoitusrahastopääomakannan arvo oli 104 mrd. euroa”.

¹⁴ Suomen Pankin tiedote 31.10.2016.

euroa oli sijoitettu suomalaisten yritysten velkapapereihin. LahjaL 3 ja 4 §:ää on siksi tarpeen tarkastella erityisesti yritysten joukkolainamarkkinoiden kehittämisen näkökulmasta. Pörssiyhtiöiden ja listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoiden ohella sijoitusrahastot voivat sijoittaa listaamattomiin joukkolainoihin, mikä osaltaan parantaa pk-sektorin rahoituksen edellytyksiä.

Notariaattilahjoituksella¹⁵ tarkoitetaan LahjaL 4.1 §:ssä lahjoitusta, jossa toisen nimiin on talletettu pankkiin rahaa, arvopapereita tai muuta irtainta omaisuutta, arvopaperinvälitysliikkeen arvopapereita taikka arvo-osuusrekisteriin siirretty toisen arvo-osuustilille kirjattavaksi arvo-osuuksia siten, että siirtäjä ei ole pidättänyt itselleen oikeutta määrätä siitä, mitä on talletettu tai siirretty.¹⁶ Tällainen lahjoitus on täytetty, kun pankki tai arvopaperinvälitysliike on vastaanottanut lahjoitetun omaisuuden lahjansaajan lukuun tai kun lahjoitetut arvo-osuudet on kirjattu lahjansaajan arvo-osuustilille, vaikka talletuksesta tai siirrosta annettu todistus olisi jäänyt lahjanantajan haltuun. Samat säännöt koskevat sellaista lahjoitusta, jossa lahjanantaja on siirtänyt lahjansaajan nimiin varoja tililtä tai talletuksesta, joka hänellä on pankissa, arvopaperinvälitysliikkeessä tai arvo-osuusrekisterissä.

On esitetty, että vastaavasti pankin tai rahastoyhtiön tulisi voida lahjansaajan puolesta vastaanottaa myös rahasto-osuuksia koskeva notariaattilahjoitus siten, että lahjoitus olisi täytetty kolmansia osapuolia sitovasti eli suhteessa lahjoittajan velkoihin ja varallisuus oikeudellisiin seuraajiin. Täyttämisaikutuksen tulisi olla edunvalvontaoikeudellinen, jolloin vajaavaltaiselle lahjansaajalle ei tarvitsisi hakea edunvalvojaa lahjoituksen vastaanottamiseksi.¹⁷ Erillinen uskotun miehen määräys ei ole tarpeen silloin, kun vajaavaltaiselle henkilölle lahjoitetaan omaisuutta pankin välityksin notariaattilahjoituksena.¹⁸

Arvopaperilahjasta säädetään LahjaL 3.1 §:ssä, jonka mukaan silloin, kun lahjoitetaan osakekirja tai juokseva velkakirja taikka muu asiakirja, jonka esittäminen on velkomisen tahi muun oikeuden käyttämisen edellytyksenä (arvopaperi), pidetään lahjoitus täytettynä, kun lahjansaaja on saanut asiakirjan haltuunsa. Asiakirjan luovutus on vaatimus, josta ei voida tinkiä.¹⁹ Arvo-osuuden lahjoitusta pidetään LahjaL 3.2 §:n mukaan täytettynä, kun lahjoitettu arvo-osuus on kirjattu vastaanottajan arvo-osuustilille.

LahjaL:n perusteella rahasto-osuuksia ei pääsääntöisesti voida lahjoittaa notariaattilahjoituksina. Rahasto-osuudet eivät yleensä täytä notariaattilahjoituksen kriteerejä, sillä ne ovat vain harvoin arvo-osuusmuotoisia (arvo-osuuslahja) eikä niistä läheskään aina anneta osuustodistusta (arvopaperilahja). Esineoikeudellisten suojamuotojen toteutuminen nimittäin edellyttää

¹⁵ Urpo Kangas: Lahja (1993) s. 296: ”Pankin välityksin täytettävää lahjaa nimitetään yleisesti notariaattilahjaksi.”

¹⁶ Kangas (1993) s. 296 erottaa arvopaperilahjan ja arvo-osuuslahjan notariaattilahjasta uusina lahjatyyppeinä, joita aikaisempi lainsäädäntömme ei tuntenut.

¹⁷ Rudanko, julkaisematon lausunto.

¹⁸ Kangas (1993) s. 297. Vrt. Matti Ylöstalo: Lahjanlupauslain 4 §:n tulkintaa. DL 1963 s. 324–332, jossa selostetaan Y.J. Hakulisen ja Martti Rautialan vastakkaisia näkemyksiä holhoojan oikeuksista. Oikeuskirjallisuudessa enemmistö tutkijoista on puoltanut Hakulisen kantaa, ettei erillinen uskotun miehen määräys ole tarpeen, Kangas (1993) s. 297 ja Kangas (1987) s. 156–158. Tämä kanta on vakiintunut ja sen vuoksi asiasta ei ole tarpeen säätää erikseen. Vrt. Kangas (1987) s. 159, jossa selostetaan notariaattilahjoituksesta annettua Helsingin hovioikeuden tuomio 19.12.1984 (S 1982/1230 N:o 881/84). Markkinakäytännössä edellytetään nykyisin molempien edunvalvojen suostumusta alaikäiselle annettavasta lahjasta.

¹⁹ Kangas (1993) s. 92.

sijoitusrahaston rahasto-osuudelta nykyisin joko arvo-osuusmuotoisuutta tai osuustodistusta, sillä muutoin ei synny vilpittömän mielen edellyttämää julkista luotettavuutta. Muotovaatimus asiakirjan olemassaolosta voidaan johtaa myös VKL 24 §:stä, jota muutettiin alkuperäisen sijoitusrahastolain (VSRL, 480/1987) säätämisen yhteydessä (486/1987). Asiakirjavaatimuksesta säädetään myös nykyisin sijoitusrahastolain (SRL, 48/1999) 57 §:ssä.

Toisaalta LahjaL 4.1 §:n vanhahtava ilmaisu arvopaperien ”tallettamisesta” arvopaperinvälitysliikkeeseen ei sellaisenaan vastaa säännöksen perusteluja, joissa puhutaan notariaattilahjoituksen tekemisestä arvopaperinvälitysliikkeeseen.²⁰ Nyttemmin (224/2004) myös rahastoyhtiöille on sallittu omaisuudenhoito ja säilyttäminen (SRL 5.2 §),²¹ mikä puoltaa paitsi tasaverstaisten kilpailunedellytysten vahvistamista myös LahjaL 4.1 §:n ilmaisujen ajantasaistamista ja mukauttamista rahoitusmarkkinoiden sääntelyn terminologiaan. Vastaavaa päivitystä on tehty uudistettaessa holhoustoimesta annetun lain (HolhL, 442/1999) 34.1 §:n 13-kohdan luetteloa, joka sisältää useita viittauksia rahoitusmarkkinoiden sääntelyn usein uudistuviin lakeihin ja käsitteisiin.²² Tästä huolimatta erikoissijoitusrahastoon ja useisiin vaihtoehtorahastoihin sijoittaminen vaatii holhousviranomaisen luvan (HolhL 34.1 §:n 13 d -kohta). Kun lahjoitettavat summat ovat usein pieniä, LahjaL:n näkökulmasta lupaprosessi on raskas eikä lupaa välttämättä tule.

Käytännössä on tosin mahdollista välttää LahjaL 4.1 §:stä aiheutuva ongelma siten, että rahasto-osuuden lahjoitus toteutetaan rahalahjana, jolla sitten edellytetään hankittavaksi rahasto-osuuksia. Tämä menettely ei kuitenkaan helposti sovellu jatkuvaluonteiseen sopimusperusteiseen rahastosäästämiseen, jossa vanhemmat tai isovanhemmat lahjoittavat rahasto-osuuksia lapsille ja lapsenlapsille, koska tällöin rahallisesti vähäarvoisia osuustodistuksia joudutaan antamaan säännöllisesti. Lisäksi lahjoitus ei välttämättä johda lahjoittajan tahdon mukaiseen lopputulokseen, sillä kun raha on lahjoitettu lapsen tilille, päättää jatkotoimista huoltaja. Lapsella ei välttämättä myöskään ole omaa pankkitiliä. Huoltajan kautta kierrätettäessä on siten riski siitä, että lahjan katsotaankin olevan huoltajan antama. Ottaen huomioon nykyiset rahanpesun ja terrorismin rahoituksen estämistä koskevan lain (503/2008) säännökset asiakkaan tunnistamisesta, tällainen kierrättäminen aiheuttaa ylimääräistä vaivaa. Lopputulos on siten usein se, että valitaan käytännössä helpoin keino eikä välttämättä sitä, mikä olisi ollut alkupe-
räinen tarkoitus tai lahjan saajan kannalta paras vaihtoehto. Kun lahjat usein ovat pieniä, rahasto-osuuden avulla voidaan lahjoittaa riskeiltään hajautettu sijoitus. Yksittäisen lahjoituksen kiinteät kulut ovat pienet ja pienelläkin summalla voidaan lahjoittaa sellainen sijoituskohde kuin halutaan.

LahjaL:n säännökset lahjoituksen täyttämisestä suojaavat sivullisten – lahjanantajan seuraajien ja velkojien – oikeuksia. Sivullissuoja on saanto- ja vaihdantasuojaa ja arvopaperien ollessa kyseessä myös väite- ja maksusuoja. Sivullissuoja perustuu julkisuusvaatimukseen, joka arvopaperien vaihdannassa toteutetaan arvopaperin hallinnalla ja arvo-osuusjärjestelmässä kirjaamisella. Rahasto-osuudet rinnastuvat vaihdannassa erityisesti sivullissuojaominaisuuksiltaan arvopapereihin, minkä vuoksi ei sinänsä olisi aihetta tehdä eroa rahasto-osuuksien ja muiden arvopaperien välillä lahjoituksen täyttämistä tai notariaattilahjoituksen edellytyksiä koskevassa sääntelyssä (vrt. SRL 5.2 §).

²⁰ HE 104/1990 vp s. 73.

²¹ HE 110/2003 vp laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta s. 22–23.

²² Jaakko Mikkilä – Tanja Mikkilä: Holhoustoimesta annetun lain 34 §:n sallittujen ja luvanvaraisten sijoitusrahastosijoitusten muodostama ongelma holhousviranomaisen lupaharkinnassa. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 40 vuotta (2011) s. 212–241.

Lahjoituksen kohteena rahasto-osuudet eivät sivullissuojaominaisuuksiltaan eroa arvopapereista. Varsinaista eroa ei myöskään voida tehdä rahastoyhtiön ja LahjaL 4.1 §:ssä mainittujen pankkien, arvopaperinvälitysliikkeiden ja arvo-osuusrekisterin pitäjien välillä lahjoituksen vastaanottajina, koska niillä kaikilla on arvopaperimarkkinoilla lakisääteisiä tehtäviä ja niihin kohdistuu samantyyppinen viranomaisvalvonta. Lisäksi sivullissuojan edellyttämä julkisuus toteutuu kirjaamisella rahasto-osuusrekisteriin samalla tavoin kuin arvo-osuuksien kirjaamisella arvo-osuusrekisteriin. Rahasto-osuusrekisterin julkisuusvaikutuksen vuoksi rahasto-osuuksien saanto-, vaihdanta- ja maksusuoja on voitu järjestää saman rakenteen mukaisesti kuin arvo-osuuksien vastaavat suojamuodot arvo-osuusjärjestelmää sääntelevässä AOTL:ssa, joka perustuu arvo-osuusrekisterin julkisuusvaikutukseen (SRL 57.1 §). Rahastoyhtiön ylläpitämällä rahasto-osuusrekisterillä ei kuitenkaan ole samanlaista julkista luotettavuutta kuin arvo-osuusjärjestelmällä.

VM:n 2.11.2016 julkistamassa SRL:n kokonaisuudistusta koskevassa arviomuistiossa on mainittu yhtenä aiheena selvittää rahasto-osuusrekisterin julkista luotettavuutta. Rahasto-osuusrekisteri ei nykyisin ole rinnastettavissa arvo-osuusjärjestelmään, mutta toisaalta se ei ole mikä tahansa yksittäisen yrityksen pitämä lista, vaan luvanvaraisen ja valvonnassa olevan yrityksen pitämä lakisääteinen luettelo. Jos finanssitekniikan avulla tietojen luotettava ja kilpailu- ja sääntelyneutraali kirjaaminen sekä vakausriskin torjumista koskevat ja viranomaisjulkisuuden vaatimukset täyttävä raportointi voidaan arvion perusteella perustellusti toteuttaa myös hajautetun tietojärjestelmän avulla, arviomuistion mukaan sääntelyn tulisi se mahdollistaa.

LahjaL 3.1 § koskee arvopaperimuotoista osuustodistusta ja LahjaL 3.2 § puolestaan arvo-osuusmuotoista rahasto-osuutta. Koska molemmat tilanteet on asianmukaisesti säännelty, tarvetta muuttaa LahjaL 3 §:ää ei ole. Jos LahjaL 3.2 § muutettaisiin kattamaan myös rahasto-osuusrekisterit, poikettaisiin lisäksi aiheettomasti AOTL 30 §:ssä säädetystä tilinhoitajan tuottamuksesta riippumattomasta vahingonkorvausvastuusta. Tällainen poikkeama merkitsisi vääristymää tasapuolisissa kilpailunedellytyksissä ja ilmeistä rahoitusmarkkinoiden vakausriskiä ottaen huomioon sijoitusrahastomarkkinoiden merkittävä euromääräinen volyyymi. Tämän vuoksi rahasto-osuusrekisterin rinnastaminen arvo-osuusjärjestelmän kaltaiseksi julkisesti luotettavaksi kirjaamisjärjestelmäksi edellyttää ainakin sitä, että selvitetään mahdollisuudet muuttaa rahastoyhtiön vahingonkorvausvastuu tuottamuksesta riippumattomaksi. Tämä selvitystyö voi tarvittaessa jatkua SRL:n kokonaisuudistuksen yhteydessä.²³ LahjaL:n muutoksen valmistelun siirtämistä SRL:n kokonaisuudistuksen yhteyteen hankaloittaa kuitenkin se, että SRL on erittäin yksityiskohtainen säädös (noin 300 pykälää), joten norminpurku on työlästä samalla kun työryhmälle asetettu aikataulu on kireä.

Toisaalta rahasto-osuusrekisteriin voidaan nykyisin SRL 57.4 §:n mukaisesti muun ohessa merkitä rahastoyhtiölle ilmoitettua sellaista rahasto-osuutta, josta ei ole annettu osuustodistusta, rasittava pantti- tai muu vastaava oikeus. Säännös vastaa vakiintunutta käsitystä, jonka mukaan osakekirjattoman osakkeen panttaus tulee kolmansiä sitovaksi yhtiölle tehtävällä panttausilmoituksella.²⁴ Osakeyhtiölaissa (OYL, 624/2006) vaaditun osakeluettelomerkinnän kaltaisen rahasto-osuusrekisterimerkinnän edellyttäminen on perusteltua, koska panttaus vaikuttaa muun ohessa siihen, kenelle osakkeeseen liittyvät suoritukset on tehtävä ja osakekirja annettava. SRL 57.4 §:n esikuvana on OYL 3 luvun 15 §, jossa säädetään osake- ja osakasluettelosta. Säännöstä ei sovelleta rahasto-osuudenhoitajan nimiin merkittyihin rahasto-osuuksiin, joista ei SRL 57 e.3 §:n mukaan anneta osuustodistusta, koska rahasto-osuudenhoitajalla on

²³ VM on 21.12.2016 asettanut sijoitusrahastolainsäädännön uudistamistyöryhmän, jonka määräaika päättyy 31.1.2018.

²⁴ HE 113/2011 vp s. 51.

SRL 57 e.1 §:n mukaan oikeus käyttää vain hallinnoimiinsa rahasto-osuuksiin liittyviä taloudellisia oikeuksia.²⁵

Sijoitusrahaston rahasto-osuudet ovat AML:n soveltamisalaan kuuluvia arvopapereita. Rahasto-osuudesta on SRL 54.1 §:n mukaan rahastoyhtiön rahasto-osuudenomistajan pyynnöstä annettava osuustodistus, joka voi koskea useita rahasto-osuuksia tai niiden murto-osia (SRL 54.2 §). Osuustodistus voidaan asettaa vain nimetyille rahasto-osuusrekisteriin merkityille henkilöille, yhteisölle tai säätiölle. Osuustodistuksen luovutukseen ja panttaukseen sovelletaan VKL 13, 14 ja 22 §:n säännöksiä juoksevista velkakirjoista sekä saanto- ja vaihdantasuojasta (SRL 57.1 §). Säännöksiä sovellettaessa se, jolla on osuustodistus hallussaan ja joka rahastoyhtiön osuustodistukseen tekemän merkinnän mukaan on rahasto-osuudenomistajana merkitty rahasto-osuusrekisteriin, on rinnastettava siihen, jolla VKL 13.2 §:n mukaan edellytetään olevan velkakirjan osoittama oikeus.

Osuustodistukseen liitetystä osinkolipusta säädetään VKL 24 ja 25 §:ssä (SRL 57.2 §). Jollei osuustodistukseen liity osinkolippuja tai jollei osuustodistusta ole luovutettu, voidaan sijoitusrahaston sääntöihin ottaa määräys, että se, joka on rahasto-osuusrekisteriin merkitty rahasto-osuudenomistajaksi, on oikeutettu nostamaan rahasto-osuudelle tulevan tuoton. Tuoton maksua rahasto-osuusrekisteriin merkitylle henkilölle, yhteisölle tai säätiölle on pidettävä rahastoyhtiön maksusuojan kannalta pätevänä, vaikkei tällä olisikaan ollut siihen oikeutta, jollei rahastoyhtiö tiennyt taikka sen olisi pitänyt tietää asiasta (SRL 57.3 §).

Päätelmiä. Johtopäätöksinä voidaan esittää kolme eri vaihtoehtoa. Sijoitusrahaston rahasto-osuuteen sovelletaan samoja siviilioikeudellisia säännöksiä kuin arvopapereihin ja arvo-osuuksiin. Sääntely LahjaL:ssa vastaa pääpiirteissään Ruotsin lakia. Epäselvyys LahjaL 3 ja 4 §:n soveltumisesta notariaattilahjoituksena annettuun rahasto-osuuteen johtuu siitä, ettei rahastoyhtiöiden noudattama markkinakäytäntö vastaa arvopapereihin ja arvo-osuuksiin liittyviltä siviilioikeudellisilta suojamuodoilta edellytettäviä vaatimuksia. Sivullissuojaa ei myönnetä rahasto-osuusrekisterille, joka ei nauti julkista luotettavuutta ja jonka pitämistä ei ole sanktioitu AOTL 30 §:ssä säädetyn kaltaisella tilinhoitajan tuottamuksesta riippumattomalla vahingonkorvausvastuulla. Näistä syistä LahjaL 3 §:ää ei ole tarpeen muuttaa, ellei rahasto-osuusrekisterille säädetä julkista luotettavuutta.

Toinen vaihtoehto on ulottaa julkinen luotettavuus rahasto-osuusrekisteriin. Yhdessä tuottamuksesta riippumattoman vahingonkorvausvastuun laajentamisen kanssa tämä tarkoittaisi käytännössä kuitenkin SRL:n laaja-alaista uudistamista ja arvo-osuusjärjestelmälle rinnakkaisen järjestelmän luomista, mikä vaikuttaa epätarkoituksenmukaiselta. Arvo-osuusjärjestelmää kevyemmin vaatimuksin julkista luotettavuutta nauttiva rahasto-osuusrekisteri taas olisi kirjaamisjärjestelmänä sijoitusrahastomarkkinoiden yli sadan miljardin euron koko huomioon ottaen ilmeinen riski rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta. Jos asunto-osakkeet siirretään sähköiseen rekisteriin, asiaa voi olla tarpeen arvioida uudelleen, mikäli julkisen luotettavuuden perustavat edellytykset siinä yhteydessä toteutetaan arvo-osuusjärjestelmää kevyemmin.²⁶

SRL:n kokonaisuudistusta koskevassa, VM:n 2.11.2016 julkistamassa arviomuistiossa on mainittu yhtenä aiheena selvittää rahasto-osuusrekisterin julkista luotettavuutta. Näin ollen kahden ensimmäisen vaihtoehdon arviointia on mahdollista jatkaa sijoitusrahastolainsäädännön uudistamistyöryhmässä.

²⁵ HE 113/2011 vp s. 83.

²⁶ Asunto-osakkeiden siirtämistä sähköiseen rekisteriin selvitetään parhaillaan maa- ja metsätalousministeriön johtamassa hankkeessa.

Kolmas vaihtoehto olisi tulkita SRL 57.4 §:n säännöstä panttauksesta *ex analogia*. Tämä mahdollisuus on epävarma mutta teoriassa mahdollinen, jos ei luoda julkista luotettavuutta koskevaa järjestelmää rahasto-osuusrekisteriin. Oikeuskirjallisuudessa tällaista rakennelmaa on pyritty käyttämään hyväksi ylipäänsä, jotta saataisiin aikaan turvattu tilanne ja sivullissitovuus. Jotta analoginen soveltaminen realisoituisi, LahjaL 4.1 §:ssä on tarpeen (laaditun lakiehdotuksen mukaisesti) nimenomaisesti mainita rahasto-osuudesta annettavasta osuustodistuksesta. LahjaL:n soveltaminen on itsessään erityissäänneltyä, minkä vuoksi SRL 57.4 §:n analoginen soveltaminen vaatisi vahvat perusteet. Toisaalta LahjaL:ssa ei ole otettu huomioon uusia rahoitusmuotoja, mikä taas edellyttäisi joustavuutta analogisen tulkinnan käytössä.

Selvyyden vuoksi saattaa siten olla aiheellista vain täydentää LahjaL 4.1 §:ää maininnalla rahasto-osuudesta annettavasta osuustodistuksesta. Ehdotus on maltillinen mutta mahdollistaa kuitenkin jatkotoimet kahdessa muussa vaihtoehdossa, jos sellaisiin päädytään. Lisäksi LahjaL 4.1 §:n rahoitusmarkkinasananasto on terminologialtaan vanhentunut eikä ota huomioon SRL 5.2 §:ssä rahastoyhtiölle vuodesta 2004 sallittua omaisuudenhoitoa ja säilytystä, eikä siksi vastaa vaatimusta tasapuolisista kilpailunedellytyksistä. Vastaavaa sanastollista päivytystä on siviilioikeudellisessa sääntelyssä tehty viime vuosina mm. HolhL:iin. Ehdotus ei siten välttämättä ratkaise ongelmaa siitä, että osuustodistuksia ei anneta eikä rahasto-osuuksia liitetä arvo-osuusjärjestelmään. Lisäksi rahasto-osuudet ovat arvopapereita eikä niistä siksi periaatteessa tarvitsisi erikseen säätää.

Mahdollisen jatkovalmistelun kannalta OM:n kanta on ratkaiseva ja valmistelu edellyttää muutoinkin OM:n myötävaikutusta.²⁷

Osakeyhtiölaki

OYL:n uudistamistarpeista on julkaistu OM:n arviomuistio,²⁸ jossa on tarkasteltu myös eräitä joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen liittyviä kysymyksiä (s. 10–11). Arviomuistiota koskeva lausuntoyhteenveto on julkaistu 7.11.2016.²⁹

”Perinteisen pankkirahoituksen sijaan yritykset aiempaa enemmän hajauttavat rahoituslähteitään käyttäen enemmän erilaisia rahoitusinstrumentteja, erityisesti joukkovelkakirjalainarahoitusta. Jo vuoden 2012 aikana eurooppalaisten yritysten joukkovelkakirjalainojen emissiovolyymi ylitti ensimmäisen kerran pankkilainamarkkinoilta hankitun rahoituksen määrän. Vuonna 2014 maailman ”investment grade” -yritysjoukkolainojen vuosittainen emissiovolyymi kasvoi edelleen noin 7 prosenttia 2.8 triljoonan dollariin. Suomalainen kehitys on seurannut kansainvälistä markkinaa, suomalaisten yritysten joukkovelkakirjalainarahoituksen määrä ylitti ensimmäisen kerran 10 miljardin euron tason vuonna 2013 ja on sen jälkeenkin pysynyt vilkkaana.”³⁰

Pankki- ja rahoituskriisin ja jatkuvan laskusuhdanteen aikana on ilmennyt tarve kehittää kaikkien osakeyhtiömuotoisten yritysten velkarahoituksen uudelleenjärjestelykeinoja sen suuntaisesti, että järjestelyn yhteydessä velkarahoitusta voitaisiin nykyistä joustavammin ja nopeammin konvertoida oman pääoman ehtoiseksi rahoitukseksi. Tämä tarkoittaa mm. sitä, että uudelleenjärjestelyn yhteydessä velkoja konvertoidaan osakesijoituksiksi siten, että vanhojen

²⁷ OM on pitänyt LahjaL:n ja joukkolainamarkkinoiden välistä yhteyttä etäisenä.

²⁸ OM:n mietintöjä ja lausuntoja 20/2016, 18.5.2016.

²⁹ OM:n mietintöjä ja lausuntoja 48/2016, 7.11.2016.

³⁰ Matti Engelberg, ”Scheme of Arrangement” -menettely Suomen osakeyhtiölakiin?, DL N:o 4/2015 ja siinä mainitut lähteet.

osakkaiden omistusosuus samalla vähenee. Luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten osalta tällaisia keinoja on luotu niitä koskevan erityislainsäädännön muutoksilla.³¹

Rahoitusalan ulkopuolisten yhtiöiden osalta ei ole ilmennyt vastaavaa yleiseen etuun perustuvaa tarvetta uudelleenjärjestelykeinojen kehittämiseen. Toisaalta näiden muidenkin yhtiöiden sijoittajien, velkojien ja muiden sidosryhmien kannalta on tarpeen kehittää yleistä osakeyhtiö- ja yrityssaneerauslainsäädäntöä siten, että kohdeyhtiön oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen uudelleenjärjestelyyn on käytettävissä myös kansainvälisesti tunnetut, yleisesti käytetyt keinot. Tällaisen sääntelyn tarve on arvioitava erikseen ennen mahdollisen lainsäädäntö-hankkeen käynnistämistä.”

Joukkovelkakirjasijoittajia käytännössä syrjivä YSL haittaa joukkolainoja liikkeeseen laske-malla tapahtuvaa yritysten varainhankintaa, koska velkakonversion (*Debt-to-equity swap*) ja velkojien keskinäisten järjestelyjen (*Scheme of Arrangement*) sääntely on puutteellista. Vuosi-tain saneeraushakemuksen jättää käräjäoikeudelle 350–500 yritystä. Kaikille yrityksille ei onnistuta edes vahvistamaan saneerausohjelmaa, ja vahvistetuistakin ohjelmista läpi viedään vain puolet.³² Viime aikoina ovat yleistyneet ns. velkojavetoiset yritysjärjestelyt, joissa velal-lisyhtiön liiketoiminta, omistus, rahoitus ja vakuudet järjestellään sopimusperusteisesti uudel-leen. Tämä edellyttää luonnollisesti velallisyhtiön myötävaikutusta.³³ Sopimusperusteinen velkakonversio on noussut esille useiden pörssiyhtiöiden kohdalla ja erityisesti Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n tapauksessa³⁴ ja velkojien keskinäiset järjestelyt puolestaan tilanteis-sa, joissa aggressiiviset ulkomaiset pankki- ja yritysvelkojat kiristävät muilta velkojilta etuja itselleen muiden velkojien kustannuksella.³⁵ Asetelman ongelmallisuus liittyy siihen, että glo-baalisti ja usein Lontoosta käsin toimivien ulkomaisten pankkien näkökulmasta niiden si-toumukset suomalaisissa yrityksissä ovat monesti marginaalisia eikä niillä ole sellaisia pitkä-jänteiseen ”*relationship banking*” -yhteistyösuhteeseen kannustavia velvoitteita Suomen elin-keinoelämään kuin pohjoismaisilla pankeilla.

Kysymys on taloudellisesti merkityksellinen, sillä ulkomaisten sijoittajien osuuden joukkolai-nojen merkinnöistä arvioidaan olevan jopa noin 70 %. Suuri kysyntä johtaa toisinaan huomata-vaan ylimerkintään (esim. Citycon Oyj:n takaaman ja Citycon Treasury B.V.:n 30.8.2016 liikkeeseen laskeman 350 miljoonan euron joukkolainan emissiossa merkintöjä tehtiin yli

³¹ Ks. esim. lait 1194–1211/2014 niihin liittyvät kansainväliset sopimukset ja HE 175/2014 vp.

³² Salla Suominen: Yrityssaneeraus voi olla uuden alku. Blogikirjoitus 7.1.2015. Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy. Saatavilla www.castrén.fi.

³³ Seppo Villa: Velkojan saatavan muuntaminen SVOP-rahastosijoitukseksi. Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 9/6 2012 s. 471–472.

³⁴ Viime vuosina on ollut useita muitakin pörssiyhtiöiden maksukyvyttömyystilanteita, kuten Com-ponenta Oyj 2015, Tecnotree Oyj 2015, Trainer’s House Oyj 2014, Tiimari Oyj 2013, Takoma Oyj 2013, Elcoteq Oyj 2011, Evia Oyj 2009 ja Stromsdal Oyj 2008. Tätä vanhempia pörssiyhtiöiden kon-kursseja ovat olleet Reach U-Holding Oyj 2002, Apollo Oy 1998, Alcom Oy 1998, Nobiscum Oy 1992 ja Mancon Oy 1990. Alkuperäisen arvopaperimarkkinalain (VAML, 495/1989) voimaantulon (1.8.1989) jälkeen on siten tapahtunut toistakymmentä pörssiyhtiön konkurssia tai saneerausmenettelyä.

³⁵ Tässä muistiossa ei käsitellä tilannetta, jossa velallisyrittäksellä on mahdollisuus jatkaa ilman selvi-tysmiestä (*debtor-in-possession*).

kuusinkertaisesti 2200 miljoonaa euroa, jolloin merkintöjä jouduttiin leikkaamaan).³⁶ Ylimerkintä vastasi yhtiön oman arvion mukaan useiden muiden suunnilleen samaan aikaan toteutettujen yritysten joukkolainaesimerkkien ylimerkintää ja johtui yleisestä markkinatilanteesta sekä Euroopan keskuspankin (EKP) yrityslainojen osto-ohjelmasta (*corporate sector purchase programme*, CSPP).³⁷

OYL:n arviomuistiossa on esitetty kannatettava ajatus kehittää osakeyhtiömuotoisten yritysten velkarahoituksen uudelleenjärjestelykeinoja sen suuntaisesti, että velkojen uudelleenjärjestelyn yhteydessä etenkin joukkolainamuotoista velkarahoitusta voitaisiin nykyistä joustavammin ja nopeammin muuttaa oman pääoman ehtoiseksi rahoitukseksi. Luottolaitoksille ja sijoituspalveluyrityksille tällaisia keinoja on jo luotu niitä koskevalla erityislainsäädännöllä. Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyön yhteydessä erityisesti ammattimaiset sijoittajat ovat nostaneet esille muutosajatuksia ja -toiveita liittyen kansallisen maksukyvyttömyyslainsäädännön toimivuuteen yritysjärjestelytilanteissa. Näitä kysymyksiä tarkastellaan jäljempänä jaksossa ”*Debt-to-equity swap*”. Arviomuistiossa todetaan OYL:n ohella toiseksi vaihtoehdoksi YSL:n muuttaminen (s. 15).

”Mahdollinen tarve muuttaa kohdeyhtiön joukkolainanhaltijoiden ja osakkaiden välisiä suhteita (velkojen muuntaminen osakkeiksi ja osakepääomaksi) yrityssaneerauslakia tai osakeyhtiölakia muuttamalla on syytä selvittää erikseen.”

Työryhmän tekemä analyysi on osa OYL:n arviomuistiossa tarkoitettua lisäselvitystä. OYL:n arviomuistiossa on sivuttu myös mahdollista tarvetta säätää Suomessa vakuudettomia velkoja koskevasta sitovasta velkajärjestelystä tai tuomioistuimen vahvistamasta velkojen uudelleenjärjestelystä (velkoja koskevasta maksusysteemistä), jolla lähinnä viitataan Englannin yhtiöoikeuden *Scheme of Arrangement* -menettelyyn (s. 33).³⁸ Näitä kysymyksiä tarkastellaan jäljempänä jaksossa ”*Scheme of Arrangement*”. Myös tässä yhteydessä arviomuistiossa todetaan OYL:n ohella toiseksi vaihtoehdoksi YSL:n muuttaminen (s. 33).

³⁶ ”Citycon Group successfully places EUR 350 million Eurobond.” Pörssitiedote 30.8.2016. Joukkolaina on listattu Irlannissa. Citycon Oyj:n varatoimitusjohtaja Eero Sihvonen kertoi haastattelutietona 14.11.2016 seuraavaa: ”Citycon Oyj on listannut euromääräiset joukkolainansa Irlantiin vuodesta 2013 alkaen. Vuonna 2012 kotimainen joukkolaina, joka erääntyy toukokuussa 2017, toteutettiin vielä ennen luottoluokitusta Suomen lain alla ja listattiin Suomeen. Listauspaikkaa vuonna 2013 pohdittaessa oli alun perin lainopillisten neuvoantajiemme mukaan kolme vaihtoehtoa, Luxemburg, Lontoo tai Irlanti, joista kaikki kävisivät yhtä hyvin sijoittajille. Tuolloin Luxemburgin pörssillä oli ruuhkaa, joten siellä listaus olisi merkinnyt liikkeeselaskun viivästymistä ja Lontoo taas oli silloin kahta muuta vaihtoehtoa kalliimpi. Tämän johdosta vaihtoehdoksi jäi Irlanti. Tämän jälkeen Citycon Oyj:n on ollut nopeampaa ja edullisempaa jatkaa Irlannin pörssin käyttöä listaamiseen.” Työryhmä on selvittänyt yritys-kyselyllä (Scandinavian Financial Research) mm. niitä syitä, jotka ohjaavat suomalaisia yrityksiä listaamaan joukkolainansa Irlantiin. Selvitys on työryhmän muistion liitteenä 1.

³⁷ EKP:n neuvosto päätti 10.3.2016 perustaa laajennettuun omaisuuserien osto-ohjelmaan sisällytettävän uuden ohjelman, jossa ostetaan yrityssektorin velkapapereita. Ostot alkoivat 8.6.2016. Ohjelman toteutuksesta vastaa eurojärjestelmän puolesta kuusi kansallista keskuspankkia Suomen Pankki mukaan lukien. EKP koordinoi toteutusta. Toisaalta korkotaso euroalueella on matalalla ja koska oman pääoman hankinta on aina yritykselle kalliimpaa kuin vieraan pääoman, yritysten kiinnostus joukkolainan liikkeeselaskulla tapahtuvaan varainhankintaan on suurta.

³⁸ ”*Scheme of Arrangement*” -järjestelyllä ei ole vakiintunutta suomenkielistä ilmaisua. Tekstissä on käytetty asianajaja Pekka Jaatisen ehdottamia suomenkielisiä ilmaisuja. Asianajaja Matti Engelberg on puolestaan ehdottanut ilmaisua ”yritysjärjestelymenettely”.

“**Scheme of Arrangement -menettely osakeyhtiölakiin.** Finanssialan Keskusliitto on esittänyt oikeusministeriölle harkittavaksi, että osakeyhtiölakiin lisättäisiin Iso-Britannian yhtiölainsäädäntöä vastaavasti ns. ”Scheme of Arrangement” -menettelyä koskevat säännökset, joita voitaisiin hyödyntää monilla eri tavoin muun muassa yritysten rahoituksen uudelleenjärjestelyyn. Tietävästi Englannissa tietyt tuomioistuimet käsittelevät näitä kysymyksiä, saavat ratkaisun aikaan hyvin lyhyessä ajassa ja voivat ottaa myös liiketoimintakysymyksiin.

Mainitut Iso-Britannian yhtiölain (”Companies Act”) säännökset sisältävät myös sellaista maksukyvyttömyyssäätelyä, jonka voidaan Suomessa arvioida kuuluvan pääosin yrityssaneerauslainsäädännön piiriin. Mahdollinen osakeyhtiölain ja yrityssaneerustuksen muutostarve arvioidaan erikseen. Myös tuomioistuinten erilainen toimivalta, tuomioistuinikäytäntö ja resurssit on otettava huomioon, kun arvioidaan tällaisen menettelyn toimivuutta Suomessa.”

Päätelmiä. OYL:n arviomuistiosta annetuista lausunnoista 7.11.2016 julkaistun lausuntoyhteenvetoon perusteella voidaan arvioida edellytyksiä ja tarvetta uudenlaisten yritysjärjestelysäännösten jatkovalmistelulle. Sääntelylle luontevin lainpaikka ei ole rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä. Konkreettisia säännösehdotuksia OYL:iin ei myöskään ole tarkoituksenmukaista valmistella ennen kuin on tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisesta lainsäädännöstä vastaava OM sen hyödylliseksi. Asiaa arvioitaessa on otettava huomioon myös Euroopan komission 22.11.2016 julkistettu direktiiviehdotus yritystoiminnan uudelleenjärjestelystä (*business restructuring and second chance*).³⁹ Direktiiviehdotus koskee pääasiasa velkojen ennaltaehkäisevää uudelleenjärjestelyä (4–18 artiklat), uuden mahdollisuuden antamista ylivelkaisille (konkurssin tehneille) yrittäjille poistamalla näiden henkilökohtainen velkavastuu (19–23 artiklat) sekä toimenpiteitä maksukyvyttömyysmenettelyjen tehostamiseksi (24–28 artiklat). Direktiiviehdotuksesta seuraisi OM:n arvion mukaan muutoksia erityisesti YSL:iin. OM:n neuvottelutavoitteisiin kuuluu, että kansallisen yrityssaneeraus- ja yhtiöoikeuden rajapinnan arviointiin ja kehittämiseen tulisi jättää riittävästi liikkumavaraa.

Joukkolainamarkkinoiden kehittämisen kannalta on keskeistä arvioida, tulisiko direktiiviehdotus eräiltä osin panna täytäntöön etuajassa. Tällöin kysymykseen tulisi lähinnä 12 artiklan 1 kohdan⁴⁰ täytäntöönpano AML:iin, jota käsitellään jäljempänä. Mahdollisen jatkovalmistelun kannalta OM:n kanta on ratkaiseva ja valmistelu edellyttää muutoinkin OM:n myötävaikutusta.

Laki yrityksen saneerauksesta

Osakeyhtiölain suhde maksukyvyttömyysoikeuteen

OYL sisältää sekä yhtiön osakkeenomistajia että velkojia suojaavia säännöksiä, mikä liittyy yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden osittain ongelmalliseen keskinäiseen suhteeseen. Yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden välinen suhde on suuresta merkityksestään huolimatta jäänyt laajasti tulkinnanvaraiseksi ja avoimeksi Suomen oikeusjärestyksessä. Yhtäältä kaikki osakeyhtiön varojen käyttöä koskeva sääntely voidaan katsoa velkojiensuojan sääntelyksi. Asialla on lisäksi huomattavia vaikutuksia joukkolainamarkkinoiden toimintaan liikkeeseenlaskijan

³⁹ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta ja toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta (KOM(2016) 723 lopullinen).

⁴⁰ Article 12. Equity holders. 1. Member States shall ensure that, where there is a likelihood of insolvency, shareholders and other equity holders with interests in a debtor may not unreasonably prevent the adoption or implementation of a restructuring plan which would restore the viability of the business.

yriytssaneeraustilanteissa, missä sijoitusten etuoikeusasema (senioriteetti) ja maksunsaantijärjestys poikkeavat normaalista (velkojat ennen osakkeenomistajia) järjestyksestä. Velkakonversion mahdollistamisella, vapaaehtoisen velkajärjestelyn institutionalisoimisella (*Scheme of Arrangement*) sekä yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden keskinäisen suhteen, ristiriitojen ja päällekkäisyyksien selvittämisellä ja purkamisella voi olla merkittäviä käytännön vaikutuksia joukkolainamarkkinoihin.

OYL:n velkojien suojausäännösten tavoitteet voivat merkittävältä osin olla päällekkäisiä maksukyvyttömyysoikeudellisen sääntelyn tavoitteiden kanssa. Esim. Englannissa yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden välinen suhde on tiiviimpi kuin Suomessa ja yhtiöoikeudellisen velkojien suojausääntelyn katsotaan olevan osa maksukyvyttömyysoikeutta (tai päinvastoin), mikä ilmenee mm. Englannin oikeuden *fraudulent trading* ja *wrongful trading* -säännöksistä sekä maksukyvyn korostuneesta asemasta varojenjaossa suhteessa tasetettiin. Englannin yhtiöoikeudessa painotetaan sidosryhmien (*stakeholders*) intressejä, kun OYL:n lähtökohta on osakkeenomistajien (*shareholders*) etu. Myös Suomessa tulisi arvioida nykyistä tarkemmin yhtiöoikeudellisen velkojien suojausääntelyn ja maksukyvyttömyysoikeuden suhdetta sekä näiden tosiasiallista toimivuutta kokonaisuutena.

Tietävästi yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden välistä suhdetta ei ole paljonkaan tutkittu kotimaisessa tai pohjoismaisessa oikeuskirjallisuudessa,⁴¹ lukuun ottamatta kysymyksiä johdon vastuusta uhkaavassa maksukyvyttömyystilanteessa, jossa on korostettu johdon tehtävää huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. Tällöin johdon kannalta relevantteja velvoitteita ovat mm.:

- yhtiökokouksen koollekutsuminen,
- yhtiön hallinnosta sekä toiminnan, kirjanpidon ja varainhoidon valvonnan asianmukaisesta järjestämisestä huolehtiminen,
- yhtiökokouspäätösten täytäntöönpanon valvonta,
- päätökset toimialan puitteissa epätavallisista ja laajakantoisista asioista,
- tilinpäätöksen laatiminen,
- tilinpäätösasiakirjojen rekisteröinti,
- osakkeista maksettavan maksun perimisestä huolehtiminen,
- osakkeiden maksuun liittyvän kuittausoikeuden sallimisesta päättäminen,
- osinkona jaettavan määrän ehdottaminen,
- omien osakkeiden hankintaa koskevasta valtuutuksesta päättäminen,
- osakepääoman menettämisen ilmoittaminen rekisteröitäväksi,
- yhtiön hakemisesta konkurssiin päättäminen,
- mahdollisista yhtiöjärjestyksen mukaisista velvoitteista ja päätöksenteon esteettömyydestä huolehtiminen sekä

⁴¹ Tässä muistiossa viitataan Immosen, Lautjärven, Lehtimäen, Mutasen, Mähösen, Ossan, Tähtisen ja Villan kirjoituksiin. Englanninkielinen oikeuskirjallisuus aiheesta on runsasta, ks. esim. Thomas Jackson, Elizabeth Warren, Felix Steffek ja Sarah Paterson.

- lainvastaisten päätösten täytäntöönpanosta pidättäytyminen.

Huolellisuus korostuu riskin kasvaessa. Epäonnistunutkaan liiketoimintapäätös ei aiheuta vahingonkorvausvastuuta, kun päätös on perustunut ns. liiketoimintapäätösperiaatteeseen eli asianmukaiseen harkintaan ja selvityksiin (*business judgment rule*). Huolellisuusvelvollisuus korreloi liiketoimen sisällön kanssa (ns. ratiotesti), joskin rajanveto siitä, milloin liiketoimintapäätösperiaate ei enää riitä perusteluksi, on liukuvan asteikon vuoksi vaikeaa. Osakeyhtiön hallitukselta edellytetään valistuneisuutta, sillä hallituksella on vastuu yhtiön taseen sisällöstä. Hallituksen on myös kyettävä esittämään hyväksyttävä liiketaloudellinen peruste varojen käytölle (OYL 13 luvun 1.3 §). Vastuu velkojaa kohtaan voi kuitenkin syntyä ainakin seuraavissa tilanteissa:⁴²

- toiminta toimialan ulkopuolella,
- varojen jako,
- oman pääoman menettäminen,
- varojen lainaaminen/konserniavustukset,
- vakuudenanto,
- päätösten ja velvollisuuksien delegointi,
- kirjanpidon ja tilinpäätöksen laatiminen sekä
- esteellisinä syntyneet päätökset.

OYL:ssa sovelletaan ns. norminsuojatarkoitusta, mutta laista ei selkeästi ilmene, mikä taho voi vedota kuhunkin säännökseen. Tyypillisimmin velkojiensuojaa koskeviin säännöksiin vetoaa yhtiön konkurssipesä. Korkeimman oikeuden (jäljempänä KKO) tuomiossa 2012:65⁴³ konkurssipesän ei katsottu voivan vedota yksittäisen velkojan suojaksi säädettyyn säännökseen. Toisaalta konkurssipesä saattaa yhtiön edustajana voida vedota osakkeenomistajien suojaksi säädettyihin säännöksiin, vaikka konkurssipesä tosiasiallisesti edustaakin velkojakollektiivin etuja eikä käytännössä juuri lainkaan osakkeenomistajien intressejä. Toisin kuin eräissä muissa jäsenvaltioissa, Suomessa osakkeenomistajat eivät muodosta konkurssissa omaa äänestysryhmäänsä.

KKO:n tuomion 2003:120 mukaan saneerausohjelman on oltava tasapainoinen tarkasteltaessa tavallisten velkojien asemaa suhteessa omistajien asemaan ja riskinjakoon näiden kesken. Tuomiossa painotettiin, että ”vaikka [YSL:iin] sisältyvä seikkaperäinen sääntely saneerausohjelman sisällöstä painottuu velkajärjestelyihin, tämä ei merkitse, että yrityksen saneeraus voisi

⁴² Yhtiön johdon yhtiöoikeudellinen velvollisuus ottaa huomioon päätöksenteossaan myös velkojien edut kasvaa rahoituskriisin syvetessä. Oikeuskäytännössä yrityksen maksuvaikeuksien tasolla ja johdon vahingonkorvausvastuulla on selkeä yhteys – esimerkiksi KKO 2000:106, KKO 1990:177 ja KKO 1991:55. Ks. Juha-Pekka Mutanen – Mika J. Lehtimäki: Velallisyriyten sopimusperusteiset uudelleenjärjestelyt. DL 2010 s. 370.

⁴³ KKO 2012:65: Osakeyhtiön hallituksen jäsen ja yhtiön ainoa osakkeenomistaja A ei ollut ryhtynyt vanhan osakeyhtiölain 13 luvun 2 §:ssä säädettyihin toimiin yhtiön asettamiseksi selvitystilaan, vaikka yhtiön oma pääoma oli menetetty. Yhtiön konkurssipesä vaati A:ta korvaamaan vahingon, joka yhtiölle oli aiheutunut sen varallisuusarvon heikentymisestä yhtiön jatkettua tappiollista liiketoimintaa. Koska A:n laiminlyönti rikkoi sellaista velvollisuutta, joka oli säädetty yhtiön velkojien mutta ei yhtiön itsensä suojaksi, vahingonkorvausvaatimus hylättiin.

rajoittua velkajärjestelyihin ja tapahtua yksin velkojien kustannuksella. Saneerausohjelman yhteydessä tulevat harkittaviksi myös yrityksen omistussuhteita koskevat järjestelyt, kuten se, säilyttävätkö entiset omistajat asemansa ja millä ehdoin”.⁴⁴ Tuomiossa katsottiin, että saneerausohjelman vahvistamiselle oli este YSL 44.3 §:n nojalla.⁴⁵ Ongelmaksi siis muodostui se, että saneerausmenettelyssä yrityksen omistussuhteisiin ei voida omistajan suostumuksesta puuttua, jolloin usein toimintakykyinenkin yritys ajautuu konkurssiin. Tämä puolestaan on kansantalouden edun ja talouspoliittisten tavoitteiden (kasvu, työllisyys, yrittäjyys, yritystoiminnan jatkuvuus) näkökulmasta ilmeisen epätarkoituksenmukaista. Konkurssissa työpaikkoja ja muita yritystoiminnan edellytyksiä menetetään enemmän kuin saneerausmenettelyssä. Konkurssi myös katkaisee yritystoiminnan jatkuvuuden, millä on kielteinen vaikutus kasvuun ja yrittäjyyteen.

OYL:n velkojien suoja sääntely tulee oikeuskäytännössä sovellettavaksi rinnakkain maksukyvyttömyyssääntelyn kanssa, sillä se sisältää paitsi tosiasiallista myös muodollista päällekkäisyyttä. OYL:n maksukykytestin mukainen maksukyvyn käsite on lähellä mutta ei ilmeisesti täysin identtinen maksukyvyttömyyslainsäädännössä käytettyjen käsitteiden kanssa. Sama koskee maksukykytestin rikkomisesta aiheutuvan varojen palautusvelvollisuuden suhdetta varojen takaisinsaantiin. Käsitteistön sisällön harmonisointia tulisikin harkita, ottaen kuitenkin huomioon sääntelyn osittain erilaiset tavoitteet.

Päätelmiä. OYL:n arviomuistiosta annetuista lausunnoista 7.11.2016 julkaistun lausuntoyhteenvetodon perusteella voidaan arvioida edellytyksiä ja tarvetta uudenlaisten yritysjärjestelysäännösten jatkovalmistelulle. Sääntelylle luontevin lainpaikka ei ole rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä. Konkreettisia säännösehdotuksia ei siksi välttämättä ole tarkoituksenmukaista valmistella ennen kuin on tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisesta lainsäädännöstä vastaava OM sen hyödylliseksi. Mahdollisen jatkovalmistelun kannalta OM:n kanta on ratkaiseva ja valmistelu edellyttää muutoinkin OM:n myötävaikutusta. Asiaa arvioitaessa on otettava huomioon myös Euroopan komission 22.11.2016 julkistettu direktiiviehdotus yritystoiminnan uudelleenjärjestelystä.

Toisaalta maksukyvyttömyysoikeuden alueella on verrattain paljon uudehkoa lainsäädäntöä, jota voi olla aihetta peilata rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoittajan vastuun asianmukainen sääntely on entistä enemmän kansainvälisen kiinnostuksen kohteena ja poikkeamat kansainvälisestä käytännöstä voivat herättää kansainvälisissä sijoittajissa kummastusta. Kysymys ei ole taloudellisesti merkityksetön, koska Suomi on avoin markkinatalous ja ulkomaisia sijoittajia kiinnostava sijoituskohde. Lisäksi rahoitusmarkkinoiden sääntely on monissa tapauksissa eriytynyt yleisestä maksukyvyttömyysoikeudesta tai nimenomaisesti suljettu pois sen soveltamisalasta. Matala korkotaso Euroopassa on lisännyt kiinnostusta joukkolainamarkkinoita kohtaan. Suomessakin arvioidaan valtaosan yritysten joukkolainaemissioista suuntautuvan ulkomaisille sijoittajille, kuten myös valtion velanoton. Epätavallista tosin on, että kevyttä rahapolitiikkaa toteuttava EKP on nykyisin Suomen valtion velkakirjojen suurin sijoittaja.

⁴⁴ KKO:n ratkaisut kommentein II 2003 (toim. Pekka Timonen) s. 505.

⁴⁵ Selvittäjän esittämän vertailulaskelman mukaan ehdotetulla saneerausohjelmalla kertyi tavallisten velkojen velkojille suurempi suoritus kuin mitä olisi tullut velallisyhtiön konkurssissa. KKO:n tuomiossa ilmenevillä perusteilla katsottiin, että tavallisten velkojen pääoman alentamiselle rakentuva ohjelmaehdotus oli selvästi epätasapainoinen tarkasteltaessa tavallisten velkojien asemaa suhteessa velallisyhtiön omistajien asemaan ja asianmukaiseen riskinjakoon näiden tahojen kesken. Ohjelman vahvistamiselle oli este YSL 44.3 §:n nojalla. Ks. Tuomas Hupli: Lievimmän keinon periaate ja saneerausohjelman vahvistaminen. KKO:n ratkaisut kommentein II 2003 s. 500–501.

Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa haittaa omaa pääomaa vahvasti suosiva YSL, joka kohtelee sijoitettua pääomaa juuri päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeus- asema (senioriteetti) sekä riski ja tuottovaade tehokkailla pääomamarkkinoilla edellyttäisivät. Moraalikatoa aiheutuu siitä, että osakkeenomistajat voivat uhata debentuurinhaltijaa yritys- saneerauksella, jossa debenttuuri muuttuu arvottomaksi, mutta osakepääoma jää ennalleen. Asiaa on hyvin vaikea selittää kansainvälisille velkojille ja se voi myös tulla jopa yllätyksenä ulkomaisille sijoittajille, eikä siten edistä pääomien virtaamista Suomeen saati yritysten mah- dollisuuksia monipuoliseen varainhankintaan pääomamarkkinoilta. YSL ei ole sittemminkään kehittynyt samassa tahdissa pääomamarkkinoiden muutoksen kanssa. Suomalaisten liikkee- seenlaskijoiden ja yritysten käytettävissä tulisi olla markkinaehtoiset, toimivat, monipuoliset ja likvidit rahoitusmarkkinat. Suomalaisten yritysten kasvumahdollisuuksien kannalta olisi va- litettavaa, jos Suomelle syntyy sellainen maine, että täällä erityisesti vakuudettoman velkojan on syytä varautua heikompiin oikeussuojoihin kuin relevanteilla kilpailevilla markkinoil- la. Saneerausohjelmassa olisi näistä syistä tarpeen voida määrätä ilman omistajan myötävaiku- tusta velkojen muuttamisesta omaksi pääomaksi sekä liiketoiminnan tai sen osan myymisestä. Erityisen merkityksellistä tämä mahdollisuus on pörssiyhtiöiden ja listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoiden joukkolainoihin sijoittaneille. Velkakonversion mahdollisuuden puut- tuminen ilman pääomistajan suostumusta on tunnistettu kaikkein keskeisimmäksi esteeksi joukkolainamarkkinoiden kehittymiselle.

Scheme of Arrangement

OYL:n arviomuistiossa käsitelty Englannin yhtiöoikeuden *Scheme of Arrangement* -menettely kuuluu niissä maissa, joissa sitä käytetään, sekä yhtiö- että maksukyvyttömyys-oikeuden pii- riin. Luontevaa onkin puhua ennakoivasta maksukyvyttömyysmenettelystä tai yritysjärjeste- lymenettelystä. Yleinen maksukyvyttömyys-oikeus on luonteeltaan kokonaisvaltaista, yhtiön kaikkien velkojen asemaan puuttuvaa menettelyä. Eräissä jäsenvaltioissa, kuten Alankomais- sa, Espanjassa ja Ranskassa, on vastauksena monimuotoisen rahoituksen haasteisiin viime ai- koina kehitetty ennakoivia, varsinaisen maksukyvyttömyysmenettelyn ulkopuolelle jääviä yri- tysjärjestelymenettelyjä. Espanjassa kyseessä on tuomioistuimen sanktioima kollektiivinen uudelleenrahoitussopimus (*homologación*) ja Alankomaissa on vireillä maksukyvyttömyysoi- keuden ulkopuolinen uudelleenjärjestelymalli (*dwangakkoord*).⁴⁶ Erillisten, maksukyvyttö- myys-oikeuden ulkopuolelle jäävien ennakoivien ja joustavien yritysjärjestelymenettelyjen si- sälläytymisellä lainsäädäntöön on näissä jäsenvaltioissa arvioitu voitavan edistää sekä yritysten velkojen että osakkeenomistajien etua. Yksittäisen velan itsenäinen uudelleenjärjestely sen enemmistövelkojen tavoitteiden mukaisesti on prosessina koko yhtiön velkoja koskevaan raskaaseen maksukyvyttömyysmenettelyyn verrattuna huomattavasti yksinkertaisempi ja pro- sessieconomisempi menettely. Sääntelylle on siten myös kansantaloudellisesti merkittävä in- tressi. Toisaalta myöskään muissa Pohjoismaissa ei toistaiseksi ole vastattu tähän kansainvä- listen markkinoiden haasteeseen.

Myös Euroopan komissio on kiinnittänyt huomiota tarpeeseen kehittää monimuotoisten rahoit-usrakenteiden vastapainoksi yksinkertaisia järjestelymekanismeja. Euroopan komission suosi- tuksessa todetaan: ”Jotta voitaisiin edistää tehokkuutta ja vähentää viiveitä ja kustannuksia,

⁴⁶ Engelberg DL 2015 s. 809. Jaksossa on hyödynnetty englantilaisen tuomarin Sir Richard Snowdenin esitelmässä Helsingissä 19.9.2016 ilmi tulleita tietoja. Keskuskauppakamari, Yhtiöoikeusyhdistys ja In- solvenssioikeudellinen yhdistys ry järjestivät kyseisen englanninkielisen seminaarin (*Schemes of Ar- rangement – a Round Table Seminar*), jonka tarkoitus oli aloittaa selvitys uuden yritysjärjestelymenet- telyn sisällyttämisestä Suomen oikeuteen ja punnita menettelyn etuja ja haittoja. Tekstiä on jatkoval- mistelussa tarkoitus täydentää tarkemmilla vertailutiedoilla Espanjasta ja Alankomaista. Yksi mahdolli- suus on selvittää menettelyn käyttökelpoisuutta julkisten ostotarjousten yhteydessä.

kansallisiin ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteisiin olisi sisällyttävä joustavat menettelyt, joissa tuomioistuimuodollisuudet rajoitetaan ainoastaan niihin, jotka ovat tarpeen ja oikeasuhtaiset velkojen ja muiden sellaisten asianosaisten etujen suojaamiseksi, joihin tilanne todennäköisesti vaikuttaa.”⁴⁷

Euroopan komissio aloitti 23.3.2016 julkisen kuulemisen tehokkaan maksukyvyttömyyssäännösten kehittämisestä EU:lle, jonka tarkoituksena oli kerätä tietoa jäsenvaltioiden maksukyvyttömyyslainsäädännön lähentämistä koskevaan direktiiviehdotukseen yritystoiminnan uudelleenjärjestelyistä sisällytettävistä asioista ja muista mahdollisesti täydentävistä toimista. Konsultaatio päättyi 14.6.2016. Euroopan komissio on EU:n pääomamarkkinaunionia koskevan tuoreen tiedonannon⁴⁸ perusteella antanut konsultaatioon perustuvan direktiiviehdotuksen 22.11.2016.⁴⁹ Ehdotuksen oikeusperusta on sisämarkkinoita koskevan, Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (jäljempänä *SEUT*) 114 artiklan ohella tutkintojen vastavuoroista tunnustamista koskeva *SEUT* 53 artikla. Perinteisesti maksukyvyttömyyslainsäädäntö on kuullut yksityisoikeudellisen yhteistyön alaan. Yksityisoikeudellisen yhteistyön oikeusperusta on *SEUT* 81 artikla, jonka mukaan EU kehittää oikeudellista yhteistyötä yksityisoikeudellisissa asioissa, joilla on rajat ylittäviä vaikutuksia. Olemassa oleva EU:n maksukyvyttömyyslainsäädäntö on annettu tämän oikeusperustan nojalla. Toisaalta Euroopan komissio on käyttänyt *SEUT* 114 artiklaa oikeusperustana mm. luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten elvytys- ja kriisinratkaisukehystä koskevassa direktiivissä (2014/59/EU).⁵⁰ Direktiiviehdotuksen suhde YSL:iin on epäselvä, koska YSL:n soveltamisalan ulkopuolelle jäävät Suomessa mm. luottolaitokset (YSL 2.2 §) sekä kriisihallintoon asetetut luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset (YSL 2.3 §).

Englannin yhtiöoikeuden *Scheme of Arrangement* -menettely on vanha oikeudellinen institutio, jonka väljä laintasoinen sanamuoto (*arrangement or compromise*) on jo vuodelta 1870. Myös merkittäviä oikeustapauksia on jo 1800-luvulta. Menettelystä säädetään nykyisin vuoden 2006 osakeyhtiölaissa (*Companies Act, Part 26*) ja se voi koskea yhtiön velkoihin tai osakeoikeuksiin taikka yksittäiseen velka- tai osakeluokkaan liittyviä kysymyksiä. Menettely edellyttää tuekseen lukumääräisesti yli 50 % ja sijoitusten arvolla mitattuna yli 75 % menettelyn kohteena olevista velkojista tai osakkeenomistajista. Lisäksi edellytetään ulkopuolista tuomioistuinkontrollia varmentamaan, ettei menettelyyn liity esim. vähemmistön oikeuksien loukkausta. Sijoittajien on oltava keskenään riittävän yhdenmukaisessa asemassa (*not so dissimilar that they cannot consult together*). Menettelyn keskeinen etu on mahdollisuus toteuttaa yritysjärjestelyjä pienemmällä kuin 90 %:n määräänemmistöllä, joka vaaditaan lunastusmenettelyyn (*squeeze-out*). Samalla voidaan pyrkiä turvaamaan sijoittajien taloudellisia etuja sekä säilyttämään arvoa ja työntekijöiden työpaikkoja. Menettelyn toteuttaminen edellyttää tuomioistuinkäsittelyssä tuomarien aktiivista roolia. Tuomioistuimissa on kymmenen kauppaoikeu-

⁴⁷ Euroopan komission suositus, annettu 12.3.2014, uudesta lähestymistavasta liiketoiminnan epäonnistumiseen ja yritysten maksukyvyttömyyteen (C(2014) 1500 final), 17. johdantokappale.

⁴⁸ Capital Markets Union – Accelerating Reform. 14.9.2016. (COM(2016) 601 final. (Pääomamarkkinaunionin viimeistely)).

⁴⁹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.

⁵⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/59/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten elvytys- ja kriisinratkaisukehyksestä sekä neuvoston direktiivin 82/891/ETY, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 2001/24/EY, 2002/47/EY, 2004/25/EY, 2005/56/EY, 2007/36/EY, 2011/35/EU, 2012/30/EU ja 2013/36/EU ja asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

dellisiin kysymyksiin ja rahoitusmarkkinoihin erikoistunutta tuomaria (*financial list*), jotka korkein tuomari (*Lord Chief Justice of England and Wales*) on nimittänyt. Menettelyn ulottuminen osakeoikeuksiin mahdollistaa merkittävän määrän muita keinoja yritysjärjestelymenettelyn toteuttamiseen, kuten mm. julkiset ostotarjoukset, mikä on Englannissa viime vuosina ollut keskeisin muoto muiden kuin vihamielisten julkisten ostotarjousten toteuttamisessa.⁵¹ Kysymys ei ole maksukyvyttömyysmenettelystä eikä menettely kuulu EU:n maksukyvyttömyysasetuksen soveltamisalaan.⁵² Sen sijaan menettelyyn sovelletaan EU-asetusta tuomioiden vastavuoroisesta tunnustamisesta.⁵³

OYL:n arviomuistiossa todetaan, että FK:n mukaan menettelyä voitaisiin hyödyntää Suomessa esim. vakavaraisten vakuutusyhtiöiden tiettyjen vakuutuskantojen alasajoon. Menettelyn tunnustaminen Suomen laissa olisi siten hyödyllinen myös VYL:n ja muun vakuutuslainsäädännön näkökulmasta. Lisäksi yksinkertaistettu ostotarjousmenettely saattaisi olla pörssiyhtiölle monissa tapauksissa hyvä mahdollisuus listalta poistumiselle ja yrityksen toiminnan jatkumiselle toisella rakenteella varsinkin, kun otetaan huomioon, että suuri osa suomalaisista pörssiyhtiöistä ja ylipäätään yrityksistä (99,8 %) täyttää EU-sääntelyssä asetetut SME-määritelmän enimmäiskriteerit (liikevaihto 50 miljoonaa euroa, tase 43 miljoonaa euroa ja työntekijöitä 249), joista kahden kriteerin on täyttyvä. Nykyisin käytännössä pörssiyhtiölle ainoa tie pörssistä poistumiselle on edetä julkisen ostotarjouksen kautta, minkä jälkeen seuraavat vähemmistöomistajien lunastusmenettely ja lunastusmenettelyyn säännönmukaisesti liittyvä välimiesmenettely, jolloin useita vuosia kestävä epävarmuuksia sisältävä prosessi saat-
taa käytännössä – sekä yrityksen omistajien että velkojien vahingoksi – estää mahdollisia yritys-
järjestelyjä. Vähemmistöosakkeiden lunastamista koskevaa OYL 18 lukua ei kuitenkaan ole lainkaan tarkasteltu OYL:n arviomuistiossa. Julkisesta ostotarjouksesta säädetään puolestaan AML 11 luvussa.

Yritysten tarpeet kulloinkin harkittavan yritysjärjestelymenettelyn sisällölle ja muodolle vaihtelevat merkittävästi. Tällöin Englannin yhtiöoikeuden kaltainen laaja karakterisointi eri menettelymahdollisuuksista vaikuttaa tarkoituksenmukaiselta ottaen huomioon erityisesti, että menettelyt edellyttävät aina laajan enemmistön kannatusta ja tuomioistuimen varmistusta. Eri-
tyisesti suurten pörssiyhtiöiden rahoituksen lähteet ovat diversifioituneet merkittävästi viime vuosina. Näiden yritysten ja niiden keskeisten rahoittajien kannalta on tärkeää pystyä tarvittaessa järjestämään tietyn, yksittäisen rahoitusjärjestelyn ehtoja silloin, kun selkeä enemmistö kannattaa suunniteltua järjestelyä.

Tällaisen järjestelymahdollisuuden olemassaolo estäisi tehokkaasti esim. markkinoilla aggressiivisesti esiintyvien opportunististen toimijoiden mahdollisia yksittäiseen velkaan liittyvien ehtojen hyväksikäyttötilanteita, mutta vastaavasti niiden puuttuminen puolestaan kannustaa kyseisten osapuolten toimintaa niillä markkinoilla, joissa oikeussuojamekanismit ovat vähemmän kehittyneet.

Osalla OYL:n säännöksistä, kuten oman pääoman menettämisen rekisteröintivelvollisuudella ja sen rikkomisesta aiheutuvalla vastuulla, pyritään tosiasiallisesti rajoittamaan yhtiön toimin-

⁵¹ Elokuussa 2016 toteutettu 79 miljardin Englannin punnan arvoinen ostotarjous, jossa ABInBev hankki enemmistön toisesta olutteollisuuden suuryrityksestä SABMilleristä. Yhtiöiden globaali markkinaosuus oluen tuotannosta on 30 %.

⁵² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 2015/848, annettu 20 päivänä toukokuuta 2015, maksukyvyttömyysmenettelystä.

⁵³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1215/2012, annettu 12 päivänä joulukuuta 2012, tuomioistuimen toimivallasta sekä tuomioiden tunnustamisesta ja täytäntöönpanosta siviili- ja kauppaoikeuden alalla.⁵³

nan harjoittamista ylivelkaisuena (vakavaraisuuden romahdettua). Osakepääoman määrän sääntelyllä (sekä osakepääoman vähimmäismäärän sääntelyllä että varojenjaon tasetestillä) voidaan katsoa pyrittävän ensisijaisesti turvaamaan yhtiön vakavaraisuutta.

Maksukyvyttömyysoikeus, erityisesti YSL, vaikuttaa myös OYL:n systematiikkaan merkittävästi, koska YSL:ssa velkojan etuoikeusasema saattaa usein tosiasiallisesti muodostua heikommaksi kuin osakkeenomistajan, vaikka pääsäännön tulisi olla päinvastainen, kun OYL perustuu nimenomaan ajatukseen osakkeenomistajan aseman viimesijaisuudesta maksukyvyttömyystilanteessa (OYL 20 luvun 15.1 §:n ns. residuaalisäännös). Osakkeenomistajan asettaminen velkojien edelle saattaa mm. pahentaa rajoitetun vastuun aiheuttamaa moraalikato-ongelmaa (*moral hazard*).

Radikaaleimpana ratkaisuna on esitetty harkittavaksi velkojiensuojasääntelyn rakentamista yksinomaan maksukyvyttömyyssääntelyn varaan, jolloin OYL:iin jäisivät pelkästään osakkeenomistajien suojaa ja keskinäisiä suhteita sekä yhtiön organisaatiota koskevat säännökset. Tällainen ratkaisu selkeyttäisi myös ongelmaa norminsuojatarkoituksesta, kun velkojiensuoja ilmenisi tyhjentävästi maksukyvyttömyyssääntelystä. Yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden suhteen selvittäminen saattaa toisaalta vaatia erillisselvitystä ja jopa kokonaisuudistusta.⁵⁴

Englannin yhtiöoikeudessa *Scheme of Arrangement* -järjestelmä toimii hyvin monissa yhtiöoikeuden kysymyksissä. Suomen ja Englannin tuomioistuinlaitosten suurista kulttuurieroista kuitenkin johtuu, että järjestelmän olisi Suomeen sovellettuna prosessina luonteeltaan perustellusti kuuluttava erityistuomioistuimen toimialaan ja siksi luontevaa keskittää yhteen erikoistuomioistuimeen, lähinnä markkinaoikeuden toimialaa laajentaen. Markkinaoikeudessa toimii tuomarien ohella asiantuntijajäseniä. Yhden valitusportaan rakenteella voitaisiin saada aikaan ammattitaitoinen ja prosessiekonominen menettely. Epäilyjä siitä, etteivät suomalaiset tuomioistuimet osaisi tai uskaltaisi käsitellä tarpeen mukaan myös liiketoimintaan liittyviä kysymyksiä, voidaan kuitenkin pitää liioiteltuina, sillä käsitelläänhän tällaisia kysymyksiä jo nyt, kun ratkaistaan yrityssaneerausprosessissa yrityksen elinkelpoisuutta.

Päätelmiä. OYL:n arviomuistiosta annetuista lausunnoista 7.11.2016 julkaistun lausuntoyhteenvetodon perusteella voidaan tarkemmin arvioida edellytyksiä ja tarvetta uudenlaisten yritysjärjestelysäännösten jatkovalmistelulle.⁵⁵ YSL:n mahdollisia muutostarpeita ei tiettävästi arvioida konkurssilain (120/2004) uudistamistyön yhteydessä, jossa OM:n asettaman työryhmän määräaika päättyy 31.3.2017. Työryhmän toimeksianto on kaksiosainen. Ensimmäinen osa toimeksiantoa koskee EU:n maksukyvyttömyysasetuksen⁵⁶ täytäntöönpanoa ja toinen vaihe konkurssilain uudistamistarpeita. Maksukyvyttömyyssääntelyn kehittämisen jatkotyössä olisi tarkoituksenmukaista tarkastella myös yhtiöoikeuden kehitystä sekä yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden rajapintaa. Sääntelylle luontevin lainpaikka ei ole rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä. Konkreettisia säännösehdotuksia ei siksi ole tarkoituksenmukaista valmistella ennen kuin on tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisesta lainsäädännöstä vastaava OM sen hyödylliseksi. Asiaa arvioitaessa on otettava huomioon myös Euroopan ko-

⁵⁴ Yhtiöoikeusyhdistyksen OYL:n arviomuistiosta OM:lle 18.8.2016 antama lausunto.

⁵⁵ OM:stä on samassa yhteydessä ilmoitettu, että hankkeen jatkovalmistelusta päätetään myöhemmin. Valmisteluresurssitilanteen johdosta jatkovalmistelu aloitettaneen vasta keväällä 2017. Asiasta tiedotetaan aikanaan erikseen. Työryhmä on tämän vuoksi ja kun tiedossa ei ole ollut, että OM selvittäisi asiaa ennen työryhmän määräajan päättymistä, katsonut tarkoituksenmukaiseksi ja hyödylliseksi jatkaa OYL:n arviomuistiossa aloitettua analyysia *Scheme of Arrangement* -järjestelystä ja *Debt-to-equity swap* -velkakonversiosta.

⁵⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/848, annettu 20 päivänä toukokuuta 2015, maksukyvyttömyysmenettelyistä.

mission 22.11.2016 julkistettu direktiiviehdotus yritystoiminnan uudelleenjärjestelyistä. Mahdollisen jatkovalmistelun kannalta OM:n kanta on ratkaiseva ja valmistelu edellyttää muutoinkin OM:n myötävaikutusta.

Lausuntopalautte

Osakeyhtiön pääomien uudelleenjärjestelyä koskeva *Scheme of Arrangement* -menettely, jota voitaisiin hyödyntää mm. yritysten rahoituksen uudelleenjärjestelyssä, on herättänyt varsin suurta mielenkiintoa OYL:n arviomuistion lausuntopalautteessa. Enemmistö asiasta lausuneista (10/15) kannatti menettelyn ottamista Suomen lainsäädäntöön, mutta katsoi asian vaativan vielä lisäselvitystä (Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry, FK, Keskuskauppakamari, jäljempänä KKK, STM, työ- ja elinkeinoministeriö, jäljempänä TEM, Veroasiantuntijat, Suomen yhtiöoikeusyhdistys ry, jäljempänä Yhtiöoikeusyhdistys, PwC sekä professorit Seppo Villa ja Veikko Vahtera).

STM:n käsityksen mukaan asiaa voidaan selvittää jatkovalmistelussa mutta ei ole perusteltua, että järjestelmää käytettäisiin vakuutusyhtiöoikeudellisen turvaavuuksiperiaatteen vastaisesti vakuutuskantojen uudelleenjärjestelyyn. Vakavaraisuutensa menettäneiden vakuutusyhtiöiden menettelystä on säädetty Solvenssi II -direktiivissä (2009/138/EY)⁵⁷ sekä VYL:ssä. Ensisijainen tapa vastata vakuutusyhtiön vakavaraisuuteen liittyviin menettelyihin olisi STM:n mukaan kehittää vakuutusyhtiölainsäädäntöä.

Varauksellisesti suhtautuvan Pääomasijoitusyhdistyksen mukaan järjestely vaikuttaisi merkittäväällä tavalla omistajien ja velkojen asemaan yrityksessä. Menettely on aiheuttanut Englannissa monia vaikeita oikeuskysymyksiä, joihin olisi tarpeen perehtyä tarkemmin järjestelyn etujen ja haittojen arvioimiseksi.

Useat lausunnonantajat epäilivät, olisiko OYL oikea paikka asian sääntelylle, sillä menettelyn katsottiin olevan pääasiassa maksukyvyttömyysoikeudellinen, ja varsinkin yhteisömuotoneutraaliteetin ja maksukyvyttömyysoikeudellisen sääntelyn yhdenmukaisuuden vuoksi kannatettiin asian tarkastelua maksukyvyttömyyslainsäädännön (YSL) muutostarpeiden yhteydessä (EK, FK, professorit Jukka Mähönen, Janne Ruohonen ja Veikko Vahtera). Lisäksi KKK, VM ja TEM esittivät, että lisäselvityksen yhteydessä arvioitaisiin myös menettelyyn liittyvät maksukyvyttömyyslainsäädännön osat ja niiden uudistamistarve.

Lausunnoissa todettiin, että menettely edellyttäisi pätevää valvovaa viranomaista toimiakseen, eikä ole selvää, onko tuomioistuinlaitoksella osaamista ja resursseja valvoa tällaisia järjestelyjä eikä myöskään, onko olemassa jokin muu taho, joka voisi valvoa menettelyjä (KKK, Yhtiöoikeusyhdistys ja professori Matti J. Sillanpää). Vaikka asiat keskitettäisiin yhteen tuomioistuimeen, kestäisi vuosia, jollei vuosikymmeniä, ennen kuin käytäntö pääsisi Englannin tasolle. Menettelyn toimivuus edellyttäisi merkittäviä muutoksia oikeudenkäyntimenettelyä koskeviin säännöksiin (menettelyn huomattava yksinkertaistaminen ja valitusmahdollisuuksien kielttäminen).

Asianajajaliitto suhtautui kaikkein kriittisimmin ja katsoi menettelyn sisällyttämisen OYL:iin tarpeettomaksi. Asia vaatisi huomattavasti lisäselvityksiä ja näiden perusteella tulisi tarkemmin arvioitavaksi, onko menettely ylipäättään soveltuva Suomen oikeusjärjestykseen.

Debt-to-equity swap

⁵⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY, annettu 25 päivänä marraskuuta 2009, vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta (Solvenssi II).

Pääomalainan ja joukkolainan asema yrityksen saneerausmenettelyssä on aiheuttanut keskustelua jo kauan. Pääomalainaa pidetään viimesijaisena velkana saneerausmenettelyssä (YSL 46.3 §). KKO:n tuomiossa 1996:91⁵⁸ on katsottu, että saneerausohjelman mukaisesti vakautettu velka (nykyisin pääomalaina) ei myöhemmin seuraavassa konkurssissa palaudu täysimääräisesti valvottavaksi saatavaksi (YSL 65.3 § ja 66 §), vaan se maksetaan velkojen maksunsaantijärjestyksestä annetun lain (1578/1992) 6.1 §:n 4-kohdan mukaisesti muita velkoja huonommalla etuoikeudella. Tuomio johtaa velkajärjestelykeinojen rajallisuuteen, sillä velkojen intressissä ei välttämättä enää entisessä määrin ole velkajärjestelykeinona saneerausvelan muuttaminen pääomalainaksi, vaikka tällainen muuttaminen on käytännön saneerausmenettelyssä helpottanut yrityksen ja sen velkojen välisten vaatimusten (ja odotusten) yhtensovittamista pääomalainan joustavuuden takia. Velkojat saavat maksun, jos maksun edellytykset ovat olemassa.⁵⁹ Tämän vuoksi on keskusteltu tarpeesta muuttaa YSL:a siten, että saneerausvelan muuttaminen pääomalainaksi kirjattaisiin YSL 44 §:ään velkajärjestelykeinoksi. Tällöin saneerausohjelman raukeamista koskeva YSL 65.3 § ja konkurssin vaikutusta saneerausohjelmaan koskeva YSL 66 § koskisivat myös tätä velkajärjestelykeinoa.

YSL 44 §:n mukaisia velkajärjestelykeinoja on KKO:n tuomion 1996:91 valossa pidetty muutoinkin liian suppeina. Saneerauskäytännössä saneerausvelan muuttaminen pääomalainaksi, osakepääomaksi tai vaihtovelkakirjalainaksi taikka korvaaminen optioilla on jouduttu toteuttamaan ”uhkaamalla” muutoin leikata vastaava velka kokonaan. Tiedossa on myös tilanteita, joissa joukkolainanhaltijat on pakotettu ”vapaaehtoiseen” velkajärjestelyyn saneerausmenettelyllä ”uhkaamalla”. Ongelmaksi siis muodostuu se, että saneerausmenettelyssä yrityksen omistussuhteisiin ei voida omistajan suostumuksetta puuttua, jolloin usein toimintakykyinenkin yritys ajautuu konkurssiin. Vaikka YSL mahdollistaa sen, että saneerausohjelman vahvistamisen edellytykseksi asetetaan velkakonversion toteuttaminen, tämä edellyttää velallisyhtiön osakkeenomistajien myötävaikutusta. Jollei YSL:a muuteta, on joukkolainanhaltijan asemansa turvaamiseksi usein edullisempaa hakea yhtiö konkurssiin. Tämä puolestaan ei ole kansantalouden edun eikä talouspoliittisten tavoitteiden (kasvu, työllisyys, yrittäjyys, yritystoiminnan jatkuvuus) mukaista. Konkurssissa työpaikkoja ja muita yritystoiminnan edellytyksiä menetetään enemmän kuin saneerausmenettelyssä. Konkurssi myös katkaisee yritystoiminnan jatkuvuuden, millä on kielteinen vaikutus kasvuun ja yrittäjyyteen. Lisäksi se, että osakepääomaa ei leikata, on omiaan pitkittämään saneerausmenettelyyn hakeutumista. Velallisella ei juuri ole menetettävää asian pitkittämisen vuoksi. Tämä on vastoin YSL:n tarkoitusta ja Euroopan komission pyrkimystä menettelyn aikaistamiseksi. Riittävän aikaisin ajoitetut menettelyt voivat vähentää velkojen leikkaamisen (ja siten myös velan osakkeiksi muuntamisen tarvetta). Maksunsaantijärjestyksen sääntelyyn YSL:ssa on kiinnitetty laajasti kriittistä huomiota yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa etenkin, kun OYL:n velkojien suojasäännökset⁶⁰⁶¹⁶²⁶³ ovat luonteeltaan pakottavia ja YSL:n maksunsaantijärjestys poikkeaa niistä voimakkaasti.

⁵⁸ KKO 1996:91: Velkojan saatava oli osakeyhtiön yrityssaneerauksen yhteydessä saneerausohjelman osana muutettu ns. vakautetuksi lainaksi. Saneerausohjelman raukeamisen yhtiön konkurssin johdosta ei katsottu vaikuttaneen saatavan vakauttamisen pysyvyyteen eikä siten vakautuksesta johtuvaan velkojan maksunsaantijärjestykseen.

⁵⁹ Jyrki Tähtinen: Oikeustapauskomentti (KKO 1996:91). DL 1997 s. 164–172.

⁶⁰ Jukka Mähönen – Seppo Villa: Osakeyhtiö I. Yleiset opit (2015, 3. painos) s. 193.

⁶¹ Jukka Mähönen – Seppo Villa: Osakeyhtiö I. Yleiset opit (2006) s. 237: ”Velkojan kontrollin ja informaation tarvetta ja reagointimahdollisuuksien lisäämistä tukee yrityssaneerauksen uhka. Yrityssaneerauksessa velkojen ja osakkeenomistajien välistä maksunsaantijärjestystä koskevat opit eivät toimi, koska järjestelyssä vain velkojen saamiin puututaan osakkeenomistajien sijoitusten säilyessä en-

Toisaalta YSL 44 § koskee nimenomaisesti *velkajärjestelyn* keinoja, kun saneerauskeinovalikoimaa koskeva YSL 42 § sisältää 7-kohtaisen luettelon, jossa nimenomaisesti myös mahdollistetaan omistuksen liudentaminen tietyissä tilanteissa. Järjestely kuitenkin vaatii saneerauksessa olevan yhtiön suostumuksen, mikä voi tietyissä tilanteissa olla ongelmallista. Jos yhtiö päättää olla hyödyntämättä omistuksen liudentamista, tähän ei liity erityisiä sanktioita, vaan lopputuloksena voi olla ainoastaan yhtiön konkurssi. YSL ei siis mahdollista velkakonversiota osakepääomaan (*Debt-to-equity swap*) tai muuhun omaan pääomaan rinnastettavaan erään ilman velallisen suostumusta. On myös mahdollista, ettei YSL 42 §:ää välttämättä osata soveltaa oikein, vaan saneerauskäytäntö on alun alkaen ajautunut väärään suuntaan eikä vastaa YSL:n tarkoitusta. Toisaalta soveltamiskäytäntöä ei liene pidettävä virheellisenä, jos se perustuu käytännön tilanteissa tarkoituksenmukaisuusharkintaan. Esim. YSL 54.1 §:n 5-kohdan mukaan saneerausohjelmaa ei saa vahvistaa ilman kaikkien velkojaryhmien enemmistöjen suostumusta, jos vastaan äänestänyttä, muista kuin vakuusvelkojista koostuvaa velkojaryhmää huonommassa etuoikeusasemassa olevien saatavien velkojille ei saneerausohjelman mukaan tule suoritusta. Jos siis pääomaehtoisten, subordinoitujen tai hybridivelkojen, joukkovelkakirjana tai ei, velkojille annetaan oikeus muuntaa saataviaan osakkeiksi, on saneerausohjelman vahvistamiselle saatava kaikkien velkojaryhmien suostumus. Tällaisesta ei yleensä ole varmuutta, joten varovainen selvittäjä mieluummin leikkaa kaikki takasijaiset velat saadakseen saneerausohjelman vahvistetuksi kuin mahdollistaa velkakonversion takasijaisille veloille. Tämä on luonnollisesti rahoitusteorian vastaista, kun osakkeenomistajat säilyttävät samanlaisesti omistuksensa. On ilmeistä, ettei tätä soveltamiskäytäntöä pystytä muuttamaan ilman YSL:n muuttamista.

Osakkeenomistajan suojattua asemaa saneerausmenettelyssä on toisaalta pidetty jopa systeemivirheenä.⁶⁴ Käytännön muotoutuminen joukkolainanhaltijoita syrjiväksi voi liittyä YSL 53.1 §:n mainintaan osakkeenomistajan edun loukkauksesta saneerausohjelman vahvistamisen esteenä tai pääomalainaa koskevan oikeuskäytännön laajentuneeseen tulkintaan taikka siihen, että selvittäjä ajaa korostuneesti saneerausmenettelyssä olevan yhtiön (ja sen osakkeenomistajien) etua. Lisäksi YSL voi olla sanamuodoiltaan osittain vaikeaselkoinen ja vaikeasti hahmotettava, mikä perustelisi arviointia lain täsmentämistarpeesta esim. konkurssilain uudistamis-

nallaan. Konkurssissa tilanne on toinen. Konkurssissa maksunsaantijärjestys velkojen ja osakkeenomistajien välillä toteutuu järjestelmän mukaisesti."

⁶² Kari Lautjärvi: Välipääomarahoitusinstrumentit (2015) s. 174: "Maksukyvyttömyystilanteessa oikeudellisesti tarkoin säännelty oman ja vieraan pääoman ehtojen sijoittajien maksunsaantijärjestys konkretisoituu. Maksunsaantijärjestyksen voimaantuminen on tärkeää myös, jotta eri velkojen yhdenvertainen kohtelu esimerkiksi velallisyhtiön konkurssissa saadaan varmistettua. Konkurssissa velkojen ja osakkeenomistajien välinen maksunsaantijärjestys toteutuu, mutta yrityssaneerauksessa maksunsaantijärjestyksen toteutuminen jää vajavaiseksi, koska vain velkojen sijoituksiin puututaan ja osakkeenomistajien sijoitukset jäävät koskemattomiksi."

⁶³ Jukka Mähönen – Seppo Villa: Osakeyhtiö I. Yleiset opit (2015, 3. painos) s. 225, jonka mukaan "yrityssaneeraus kohtelee velkoja maksunsaantijärjestyksen oppien vastaisesti, koska yrityssaneerauksessa yleensä vain velkojen saatavia leikataan ja osakkeenomistajien sijoitukset jäävät koskematta". Ks. myös Raimo Immonen – Jaakko Ossa – Seppo Villa: Osakeyhtiön pääoman hallinta (2, uudistettu painos, 2014) s. 56–58 ja Raimo Immonen – Seppo Villa: Osakeyhtiön varojen käyttö (2015) s. 151–162.

⁶⁴ Seppo Villa: Velkojan saatavan muuntaminen SVOP-rahastosijoitukseksi. Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 9/6 2012 s. 471: "Eräänlaisena yritysriskin kohdentumista ja maksunsaantijärjestystä koskevana systeemivirheenä on pidettävä sitä, että [YSL] 44 §:ssä luetelluissa velkajärjestelyjen keinoissa ei ole mainittu osakkeenomistajan riskin realisoidumisesta mitään, vaan säädetyt keinot kohdistuvat velkojen saatavien järjestelemiseen."

työn tai Euroopan komission 22.11.2016 julkistetun direktiiviehdotuksen yritystoiminnan uudelleenjärjestelyistä neuvottelu- ja täytäntöönpanoprosessin yhteydessä.

KKO:n tuomiossa 2003:73⁶⁵ on puolestaan katsottu, että pääomalainaehtoisen vaihtovelkakirjalainan pääoman leikkaaminen kokonaan oikeuttaa poistamaan saneerausmenettelyssä myös vaihto-oikeuden osakkeiksi. Kun YSL samanaikaisesti yhtäältä estää saneerausohjelmalla loukkaamasta velallisyhtiön nykyomistajien osakeomistusta sekä toisaalta estää antamasta saneerausvelkaa vastaan uusia osakkeita tai osakkeiksi vaihdettavia muita rahoitusvälineitä vastoin velallisen tahtoa, on katsottu ”perinteisen” maksunsaantijärjestyksen muodostuneen YSL:n mukaisessa menettelyssä varsin poikkeavaksi. Nykymuotoisessa saneerausmenettelyssä leikataan vakuudetonta velkaa osittain (vertailusuoja konkurssiin), kun pääomalainat ja niihin mahdollisesti liittyvä konversio-oikeus osakepääomaan leikataan kokonaan eikä osakepääomaa leikata lainkaan. On ajateltavissa, että velan muuttaminen pääomalainaksi YSL:n tunnustamana velkajärjestelykeinona olisi epäsuotavaa ainakin siksi, että pääomalainan palautuminen velaksi jälkikonkurssissa olisi yllättävää ja myös OYL:n systematiikan vastaista. Toisaalta leikattu velka (esim. 50 % saneerausvelasta) on kokonaan taseen ulkopuolella ja voi palautua jälkikonkurssissa, mikä voi olla yhtä lailla yllättävää.

KKO:n tuomiot merkitsevät sitä, että sijoittajanvastuuta koskevasta kansainvälisestä käytännöstä poiketen velkojan asema on saneerausmenettelyssä huonompi kuin osakkeenomistajan ja maksunsaantijärjestys nurinkurinen. Rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta tilanne on epätydyttävä.⁶⁶ Sijoitettua pääomaa kohdellaan päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeusasema (senioriteetti) sekä riski ja tuottovaade tehokkailla pääomamarkkinoilla edellyttäisivät, mikä ei edistä pääomien virtaamista Suomeen eikä yritysten mahdollisuuksia monipuoliseen varainhankintaan pääomamarkkinoilta. YSL valmisteltiin aikanaan nopeassa aikataulussa keskellä 1990-luvun alun pankkikriisiä ja yhteiskunnassa vallinneessa pankkikielteisessä ilmapiirissä. Kansainvälisen finanssikriisin seurauksena pankkisääntely on viime vuosina kiristynyt eikä velkojen aseman heikentäminen saneerausmenettelyssä ole enää tasapuolista saati luotonannon ja yritysrahoituksen kannalta tarkoituksenmukaista. Matalat korot lisäävät yritysten edellytyksiä velkarahoitukseen, joten kysymys on myös kansantaloudellisesti ja investointien rahoituksen kannalta relevantti.

Asetelmaa on luonnehdittu petolliseksi ja jopa ns. myrkkypilleriksi etenkin ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta, joille velkojan heikko asema saneerausmenettelyssä voi tulla pahimmassa skenaariossa yllätyksenä. Ulkomaiset sijoittajat saattavat hinnoitella suomalaiset joukkolainat ikään kuin tällaista riskiä ei olisi, mikä ei anna läpinäkyvää kuvaa Suomen lainsäädännöstä. Yhtiön hakemusta sen asettamisesta saneerausmenettelyyn ilman suurimpien velkojen tukea on pidetty vihamielisenä tekona. Saneerausvelan asemaa on selvitetty OM:ssä ja tuolloin tietyvästi katsottu, että YSL:n muuttaminen olisi vastoin OYL:n periaatteita. Ilmeisesti tällä tarkoitetaan OYL 1 luvun yleisissä periaatteissa korostunutta yhtiön etua, mikä käytännössä samastetaan osakkeenomistajien etuun (OYL 1 luvun 8 §), jolloin ohitetaan velkojen ja muiden sidosryhmien (*stakeholders*) edut. YSL:n ja OYL:n elinkeino- ja oikeuspoliittiset tavoitteet perustuvat siten molemmat osakkeenomistajien etuun. Lisäksi on esitetty, että saneerausvelan aseman parantaminen tapahtuisi muiden velkojen kustannuksella. Velkojen oikeussuojaa rajoittaa myös se, että OYL 1 luvussa tarkoitettujen periaatteiden rikkominen on rajattu johtohenkilön vahingonkorvausvastuun ulkopuolelle (OYL 22 luvun 1.3 §). Yhtiön (osak-

⁶⁵ KKO 2003:73: Kun pääomalainan ehtoisen vaihtovelkakirjalainan maksuvelvollisuus oli saneerausohjelmassa poistettu, velkojan oikeutta vaihtaa laina velallisyhtiön osakkeiksi ei voitu ohjelmassa määrätä jäämään voimaan.

⁶⁶ Juha-Pekka Mutanen – Mika J. Lehtimäki: Velallisyriyten sopimusperusteiset uudelleenjärjestelyt. DL 2010 s. 370–387.

keenomistajien) etu ei kuitenkaan mahdollista yhtiön johdon toimintaa velkojien etua vastaan, koska se ei olisi myöskään yhtiön edun mukaista. Velkojan asemaa voidaan vahvistaa sopimusperusteisesti, mikä kuitenkin edellyttää vahvaa uskoa saneerausohjelman onnistumiseen.⁶⁷ Tässäkin on ongelmana, että ulkomaiset sijoittajat eivät voi luotettavasti arvioida vapaaehtoisia järjestelyjä ja etenkin niiden lopputulosta. Muilta osin YSL on menestynyt kansainvälisissä vertailuissa hyvin ja jopa erinomaisesti (esim. Maailmanpankin (*International Bank of Reconstruction and Development*, IBRD) Doing Business -vuosiraportit ja Euroopan komission 22.11.2016 julkistetun direktiiviehdotuksen yritystoiminnan uudelleenjärjestelystä).

Lausuntopalaute

Velkakonversio on herättänyt vain laimeaa mielenkiintoa OYL:n arviomuistion lausuntopalauteessa, mikä voi johtua aiheen kevyehköstä esitystavasta arviomuistiossa. Vain viisi lausunnonantajaa kommentoi aihetta. Huomiota herättää mm. lakimies- ja sijoittajayhteisöjen lausuntojen lähes täydellinen puuttuminen, institutionaalisia sijoittajia laaja-alaisesti edustavaa FK:ta sekä Eläkesäätiöyhdistystä lukuun ottamatta. FK totesi omaa pääomaa vahvasti suosivan YSL:n olevan Suomen joukkolainamarkkinoiden keskeisin heikkous. Saneerausohjelmassa pitäisi voida määrätä ilman omistajan myötävaikutusta velkojen muuttamisesta omaksi pääomaksi sekä liiketoiminnan tai sen osan myymisestä. Koska muutos merkitsisi osakkeenomistajien oikeuksiin kajoamista, olisi myös OYL:n muuttaminen tarpeen. Myös VM kiinnitti huomiota siihen, että velkojan etuoikeusasema saattaa saneerausmenettelyssä muodostua heikommaksi kuin osakkeenomistajan, vaikka pääsäännön pitäisi olla päinvastainen (vrt. OYL 20 luvun 15 § ns. residuaalisäännös osakkeenomistajan aseman viimesijaisuudesta). Osakkeenomistajan asettaminen velkojien edelle voi pahentaa rajoitetun vastuun aiheuttamaa moraali-kato-ongelmaa.

Yhtiöoikeusyhdistys tuki ajatusta kehittää osakeyhtiömuotoisten yritysten velkarahoituksen uudelleenjärjestelykeinoja sen suuntaisesti, että velkojen uudelleenjärjestelyn yhteydessä etenkin joukkolainamuotoista velkarahoitusta voitaisiin nykyistä joustavammin ja nopeammin muuttaa oman pääoman ehtoiseksi rahoitukseksi. Luottolaitoksille ja sijoituspalveluyrityksille tällaisia keinoja on jo luotu niitä koskevalla erityislainsäädännöllä. FK:n tavoin Yhtiöoikeusyhdistys tarkasteli velkakonversiota suhteessa *Scheme of Arrangement* -malliin ja arvioi, että jos menettelyn tuominen Suomeen osoittautuu käytännössä hankalaksi, vaihtoehtoisesti voitaisiin harkita yritysjärjestelymallien kehittämistä joustavampaan suuntaan nykysääntelyn pohjalta. Esim. jakautumissääntelyä voitaisiin joustavoittaa siten, että se mahdollistaisi varojen ja velkojen siirtämisen paitsi sisaryhtiölle kuten nykyisin, mutta myös esim. tytäryhtiöön, jolloin nykyisin apporttina toteutettavien liiketoimintasiirtojen ja yhtiöittämisten sääntely selkeytyisi. Olennaista olisi toteuttaa sääntelyn joustavoittaminen siten, että menettelyt olisi mahdollista toteuttaa myös verotuksessa veroneutraaliksi hyväksyttävällä tavalla. Esim. jakautuminen olisi jo nykyisin mahdollista toteuttaa toimivaan tytäryhtiöön, mutta tällaista ei ole sallittu verotuksessa, vaikka lopputulos ei juuri eroa vero-oikeudellisesta liiketoimintasiirrosta. Olisi myös mahdollista sisällyttää yritysjärjestelyihin vaihtoehtoisia menettelytapoja. Esim. yritysjärjestelyjen velkojiensuojamenettelyä ei tarvitsisi läpikäydä, jos yhtiö erikseen hankkii velkojiltaan suostumuksen varojen ja velkojen siirtämiseen, kuten nykyisin on pakkokin toimia liiketoimintasiirrosta ja yhtiöittämisessä.

⁶⁷ Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n saneerausohjelmaehdotuksen yhteydessä saavutettiin valtion kanssa sovinto, joka osaltaan merkittäväällä tavalla mahdollisti saneerausohjelmaehdotuksen edistämistä. Tässä osana on saneerausohjelmassa ilmoitetuin ehdoin suunnatun osakeannin avulla sittemmin toteutettu velkakonversio. Kaikki velkojat eivät kuitenkaan suostuneet sopimusperusteiseen velkakonversiioon.

Toisaalta esitettiin, että yrittäjävetoisille yrityksille velka-omistajuudeksi -ajatus ei ole mielekäs vaihtoehto (Suomen Yrittäjät).

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lakiehdotuksen lausuntopalauteessa otettiin kantaa myös velkakonversioon (EK, FK, OP-ryhmä ja Suomen Yrittäjät), vaikka asiasta ei kysytty eikä edes mainittu lausunnolla olleessa tekstissä. Lausunnoissa tuotiin esille lainsäädännön soveltuminen paremmin pienille yhtiömuotoisille yrityksille (Suomen Yrittäjät) ja velkakonversion puuttumisen heikentävä vaikutus maamme joukkolainamarkkinoiden kiinnostavuuteen ulkomaisten sijoittajien silmissä (FK ja OP-ryhmä). Lisäksi pidettiin järkevänä lisätä YSL:iin mahdollisuus tietyin edellytyksin ja kyseisten velkojen suostumuksella muuttaa velkapääomaa muiksi pääomainstrumenteiksi ilman osakkeenomistajan suostumusta, jos taloudellisen tilanteen tervehtyttäminen tätä vaatii (EK).

Päätelmiä. Oikeusjärjestyksen yhtenäisyyden (koherenssi) kannalta sijoittajanvastuun kansainvälisestä käytännöstä poikkeava sääntely on ongelmallista ja voi heikentää ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta sijoittaa suomalaisiin yrityksiin. Toisaalta yritysten pääomarakenteeseen ja maksunsaantijärjestykseen puuttuminen voi edellyttää laajaa selvitystyötä. Lyhyellä tähtäimellä ratkaisuksi saattaisi siksi riittää velkakonversiosta säättäminen laissa siten, että se olisi mahdollista ilman osakkeenomistajien suostumusta. Jollei näin menetellä, velkojille syntyy kannustin hakea yrityksiä enenevästi konkurssiin, koska silloin velkojan asema on parempi kuin saneerausmenettelyssä. Elinkelpoisten yritysten konkurssin välttäminen taas on Euroopan komission 22.11.2016 julkistetun, yritystoiminnan uudelleen järjestelyä koskevan direktiiviehdotuksen keskeinen tavoite, osana EU:n pääomamarkkinaunionia. Direktiiviehdotuksessa ei kuitenkaan oteta kantaa sijoittajien etuoikeusasemaan eikä velkojen maksunsaantijärjestykseen (*creditor ranking*), minkä on arvioitu aiheuttavan epäselvyyttä rajat ylittävissä tilanteissa erityisesti sovellettavan lain ja lainvalintasääntöjen näkökulmasta.

OYL:n arviomuistiosta annetuista lausunnoista 7.11.2016 julkaistun lausuntoyhteenvedon perusteella voidaan tarkemmin arvioida edellytyksiä ja tarvetta uudenlaisten yritysjärjestelysäännösten jatkovalmistelulle. Sääntelylle luontevin ja optimaalisin lainpaikka ei välttämättä ole rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä. Alustavasti OM:stä on indikoitu, että asiaa arvioidaan Euroopan komission 22.11.2016 julkistetun direktiiviehdotuksen yritystoiminnan uudelleenjärjestelyistä neuvottelu- ja täytäntöönpanoprosessin yhteydessä. Vaikka direktiiviehdotus on osa EU:n pääomamarkkinaunionia, sitä koskevat neuvottelut voivat kestää pitkäänkin. Tämä tarkoittaisi käytännössä sitä, että asian ratkaisu siirtyisi kansallisella tasolla 2020-luvulle, mitä ei voida pitää tarkoituksenmukaisena Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen houkuttelevuuden ja uskottavuuden kannalta.

Kansainvälisten joukkolainasijoittajien näkökulma

Institutionaalisten sijoittajien tavoitteet joukkolainasijoittamisessa voidaan ryhmitellä seuraavasti. Ensinnäkin, turvaavampien joukkolainojen avulla pyritään tavallisesti varmistamaan sijoitetun pääoman säilyminen, jolloin valinnat halutaan tehdä riskiä karttaen. Sijoittaja odottaa saavansa sijoittamansa pääoman eräpäivänä takaisin, mutta vastaavasti joukkolainan tuotto-odotus on jo etukäteen rajattu kohtuullisen matalaksi (sovitun koron tasolle). Siksi yhdelläkin suuremmalla arvonalentumistapauksella on merkittävä vaikutus joukkolainasalkun pääoman säilymiseen. Kyseessä on merkittävä ero verrattuna osakesijoittamiseen, jossa joukkolainoja korkeampi tuotto-odotus perustuu korkeamman riskin ottamiseen. Osakeriski tarkoittaa, että osakesijoittajan asema kohdeyhtiön maksukyvyttömyystilanteessa on heikompi kuin joukkolainasijoittajalla. Osakesijoittaja ei ensisijaisesti tavoittelekaan pääoman säilyttämistä, vaan korkeampaa tuottoa. Osakesijoittamisessa osan kohdeyhtiöistä odotetaan joka tapauksessa ajautuvan maksukyvyttömiksi, joskin osan arvon odotetaan vastaavasti moninkertaistuvan.

Osakesijoittamisessa tuottoa ei olekaan rajattu sovitun koron määrään, vaan tuottomahdollisuus on periaatteessa rajaton.

Toiseksi, joukkolainasijoittaja tavoittelee joukkolainamarkkinoilla yleensä hinnoiteltavissa olevia riskityyppejä, joita ovat lähinnä korkoriski ja luottoriski. Hinnoiteltavissa olevalla riskityypillä on sen riskitasoa vastaava tuotto-odotus. Sen sijaan oikeudellinen riski ei ole vastavasti helposti hinnoiteltavissa, jolloin se on tavanomaisen institutionaalisen sijoittajan kannalta ei-toivottava riskityyppi. Suomen kaltaiselle reuna-alueen markkinalle on tyypillistä, että sijoittajat vetäytyvät niiltä, jos globaaleilla markkinoilla esiintyy epävarmuutta. Huomionarvoista on, että suurella osalla suomalaisista pörssiyhtiöistä ei ole kansainvälistä luottoluokitusta (*rating*), jolloin ne sijoittajien näkökulmasta määritetään alhaisemman luottoluokituksen korkeariskisiksi sijoituskohteiksi (*high yield*). Kun vaikeasti hinnoiteltavaan riskiin (esim. oikeudellinen riski) suhtaudutaan epäluuloisesti, emissio edellyttäisi merkittävän lisätuoton tarjoamista sijoittajan houkuttelemiseksi (ts. suomalainen liikkeeseenlaskija joutuisi maksamaan korkeampaa korkoa ottamalleen joukkolainavelalle). Lisäksi liikkeeseenlaskija voi oikeudellisen riskin vuoksi pudota kokonaan tavanomaisen institutionaalisen sijoittajan sallitun sijoitusuniversumin ulkopuolelle. Mahdollisen sijoittajakunnan supistuessa jäljelle jäävät esim. sellaiset erikoistuneet vipurahastot (*hedge funds*), joilla on halu ottaa oikeudellista riskiä.

Joitakin suomalaisyritysten *high yield* -joukkolainamissioita on jäänyt toteutumatta pääsääntöisesti siksi, että on esiintynyt varovaisuutta ja jopa pelkoa liikkeeseenlaskijan takaisinmaksuvyvystä. Kun vaihtoehtoina on sijoittaa vakiintuneeseen länsimaiseen *high yield* -regiimiin (esim. New York) tai suomalaiseen *high yield* -regiimiin, myös kotimaisten institutionaalisten sijoittajien valinta kallistuu vakiintuneeseen länsimaiseen regiimiin ja enenevässä määrin ulkomaisiin liikkeeseenlaskijoihin. Kansainväliset institutionaaliset sijoittajat ovat vielä varovaisempia ja sijoittavat pääsääntöisesti tuntemillaan markkinoilla ja tuntemissaan konventioissa. Myös liikkeeseenlaskijat toimivat mieluummin siellä, missä sijoittajat kokevat asemansa selkeäksi, koska sillä on vaikutusta hinnoitteluun. Joukkolainasijoittajat inhoavat oikeudellista epävarmuutta, ja vielä sitäkin enemmän oikeudellisia yllätyksiä. Jos suomalainen yritys, joka on laskenut liikkeeseen joukkolainan ulkomailla, asetetaan saneerausmenettelyyn, liikkeeseenlaskupaikalla ei kuitenkaan ole merkitystä, vaan yritykseen sovelletaan YSL:n mukaista sääntelyä yrityssaneerauksesta.

Velkakonversion sääntelyn kaksi etenemisvaihtoehtoa

Asian saaman laajan huomion, huomattavan taloudellisen merkityksen ja suuren ajankohtaisuuden vuoksi sekä ulkomaisten sijoittajien Suomen joukkolainamarkkinoita kohtaan tunteman luottamuksen säilyttämiseksi ja markkinoiden maineriskin vaarantumisen välttämiseksi on laadittu konkreettinen säännösehdotus, vaikka vielä ei ole tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisesta lainsäädännöstä vastaava OM sen hyödylliseksi. Mahdollisen jatkovalmistelun kannalta OM:n kanta on ratkaiseva ja valmistelu edellyttää muutoinkin OM:n myötävaikutusta. Työryhmä on saanut velkakonversiosta paitsi neljä lausuntoa myös elinkeinoelämän etujärjestöjen (EK, FK ja Työeläkevakuuttajat TELA ry) yhteisen aloitteen. Laajahko yhtiöoikeudellinen oikeuskirjallisuus sekä pörssiyhtiöiden ja muiden merkittävien yritysten saneerausmenettelyissä selvittäjinä toimineiden kokeneiden asianajajien konsultointi kuitenkin antavat riittävän näytön työryhmän analysoiman ongelman olemassaolosta ja puoltavat siten kysymyksenasettelun saattamista julkiseen keskusteluun siitä huolimatta, ettei työryhmä saattanut kaikista kehittämisehdotuksista yksimielisyyttä.

Velkajärjestelyn keinoja koskevaan YSL 44 §:ään ehdotetaan lisättäväksi uusi 5 momentti, jonka mukaisesti saneerausohjelmassa voidaan yhtenä vaihtoehtona määrätä, että muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunne-

tuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saisi tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistussuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlaskettu omistus voisi muuntamisen seurauksena laimentua alle yhteen kymmenesosaan velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä, voisi tilanne muodostua osakkeenomistajien kannalta kohtuuttomaksi, koska OYL:n mukaiset vähemmistönsuojasäännökset eivät enää suojaisi heitä. Samalla toteutuisi OYL:n mukainen lunastusmenettely (*squeeze-out*). Mikäli saneerausohjelmaan otetaan määräys uuden YSL 44.5 §:n mukaisesta velkojen muuntamisesta osakkeiksi, OYL 5 luvun säännökset yhtiökokouksesta ja OYL 9 luvun säännökset osakeannista eivät lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia OYL 9 luvun 14 ja 15 §:ää tulisi sovellettavaksi, vaan velkojen muuntaminen velallisyhtiön osakkeiksi voisi tapahtua ilman velallisyhtiön ja velallisyhtiön osakkeenomistajien toimenpiteitä tai myötävaikutusta.⁶⁸ Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on tällöin haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

YSL 44 §:n yksityiskohtaisissa perusteluissa⁶⁹ on mainittu suunnatun osakeannin käyttäminen yhtenä esimerkkinä YSL 44.2 §:n 2-kohdassa tarkoitetusta sijaissuorituksesta. YSL:n perustelut tukevat sitä, että velkakonversio on YSL 44.2 §:n 2-kohdan mukainen sijaissuoritus. Jotta velkakonversio peruuntuisi YSL 64 §:n ja 65 §:n tarkoittamissa tilanteissa, minkä seurauksena velkakonversion perusteella omistajaksi tulleet velkojat palautuisivat entiselle etuoikeussijalleen, asiasta tulisi selkeästi mainita lain esitöissä, jossa velkakonversion toteuttaminen oikeutettaisiin saneerausohjelmassa OYL 9 luvun säännösten sijasta.

Tämän lisäksi YSL 55 §:n yksityiskohtaisten perustelujen mukaan ohjelmaehdotuksessa voidaan määrätä, että yhtiökokouksen päätös esim. saneerausohjelmaan liittyvästä osakepääoman korotuksesta tai suunnatusta osakeannista voi olla edellytyksenä saneerausohjelman vahvistamiselle. Uusi säännös on kuitenkin tarpeen, koska osakepääoman korotus ja osakeanti edellyttävät aina velallisyhtiön yhtiökokouksen päätöstä siten kuin OYL:ssa on säädetty, eikä YSL sen vakiintuneen tulkinnan mukaan nykymuodossaan mahdollista velallisyhtiön ja sen osakkeenomistajien pakottamista osakeannin toteuttamiseen. Vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden velkojat ja niitä edustavat tahot ovat nähneet tämän asian merkittävänä epäkohtana, koska velallisyhtiön joutuessa saneerausmenettelyn kohteeksi vakuudettomien velkojen pääoman määrää on mahdollista alentaa ilman, että velkojat saavat tästä mitään vastiketta. Yleisenä lähtökohtana pitäisi kuitenkin olla, että velallisyhtiön joutuessa mihin tahansa maksukyvyttömyysmenettelyyn velkojien saatavien tulisi olla etusijaisia suhteessa oman pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin.

Joukkolainoihin sovelletaan lähtökohtaisesti samoja sääntöjä kuin muihinkin velallisen velvoitteisiin. Vakuudettomat joukkolainat ovat velallisen muiden vakuudettomien velvoitteiden kanssa samalla etusijalla. Ns. viimesijaiset joukkolainat (debentuurit) ovat pakottavassa etusi-

⁶⁸ Toisaalta voi olla riittävää, että OYL 9 lukua ei kokonaan suljeta pois velkakonversiossa, vaan että säädetään siitä, kuinka OYL 9 luvun säännöksistä poikettaisiin, esim. seuraavasti: OYL 9 luvun 2 §:stä poiketen osakeannista poiketaan saneerausohjelmassa, OYL 9 luvun 3 §:stä poiketen osakkeenomistajilla ei ole etuoikeutta ja OYL 9 luvun 14 §:stä poiketen kaupparekisteri-ilmoitukseen tulee selvittäjän vakuutus. Vaatimalla velkakonversiossakin merkintää osakkeiden saamiseksi vältetään tilanteelta, jossa osakkeenomistajiksi tulee henkilöitä tai yhteisöjä, joilla ei ole arvo-osuustiliä tai jotka eivät sääntöjensä mukaan saa omistaa osakkeita sekä muilta mahdollisilta vastaavilta ongelmilta.

⁶⁹ HE 182/1992 vp yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi.

jajärjestyksessä viimeisinä mutta kuitenkin edellä pääomalainoja. Velallisyriityksen ja joukkolainavelkojen suhde poikkeaa velallisen suhteesta pankkivelkoihin. Yhtäältä velallisyriityksellä ei ole välttämättä tietoa kyseisten joukkolainavelkojen identiteetistä. Toisaalta velallisyriityksellä ei usein ole selvää käsitystä näiden velkojen tavoitteista eli siitä, ovatko ne esim. vakaata tuottoa hakevia sijoittajia vai onko niillä muunlaisia tavoitteita.

Uudemmassa lainsäädännössä pakollista velkakonversiota koskeva periaate on omaksuttu esim. luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annetussa laissa (1194/2014), jonka 8 luvun 3.6 §:n mukaisesti velkojalla, jonka velan nimellisarvoa on alennettu kyseisessä lainkohdassa säädetyllä perusteella, on oikeus saada velan arvonalentumista vastaava määrä rahoitusvälineitä, jotka ovat maksunsaantijärjestyksessä huonommalla sijalla kuin alennettu velka. Päätöksen velkojen muuntamisesta omiin varoihin luettaviksi rahoitusvälineiksi tekee Rahoitusvakausvirasto. Mainitun lainkohdan perusteluissa todetaan lisäksi, että päätös siitä, alennetaanko ainoastaan velan nimellisarvoa vai annetaanko sen vastikkeeksi laitoksen omiin varoihin luettavia maksuvälineitä, vaikuttaa niin merkittävästi velkojan varallisuusasemaan, että asiasta on tarpeen säätää laissa. Vaikka luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annettua lakia sovelletaan vain tiettyihin erityistyyppisiin velallisiin, voidaan mainitun säännöksen kuitenkin katsoa ilmentävän yleistä periaatetta velkojan asemasta maksukyvyyttömyys- tai vaikutuksiltaan vastaavassa menettelyssä.

YSL 44 §:n muuttaminen ehdotetulla tavalla on OM:n mielestä periaatteellinen ja laajempi kuin vain joukkolainamarkkinoita koskeva kysymys, jossa on otettava huomioon EUsäätelyn kehitys. Joukkolainamarkkinoiden näkökulman korostamisella sivuutetaan muiden velkojen oikeutetut intressit. OM:n mielestä ehdotus velkakonversion sääntelystä on ennenaikainen ja asia tulee valmistella OM:ssä.

Toisaalta YSL:n nurinkurista etusijajärjestyksestä ja sijoittajanvastuun toteutumisen epätavallista sääntelyä on käsitelty oikeuskirjallisuudessa laajasti. Koska kysymys on rahoitusmarkkinoiden kannalta tärkeä ja ajankohtainen, on vaihtoehtoisesti valmisteltu YSL 44.5 §:n kanssa samansisältöiset muutosehdotukset AML:n, LLL:n ja VYL:n muuttamiseksi (Plan B).⁷⁰ Näillä muutosehdotuksilla rajataan velkakonversio pörssiyhtiöihin sekä säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoihin, eikä siten puututa pk-yrityksiin saati YSL:n systematiikkaan. Suomalaiset yritykset ovat erityisen riippuvaisia kansainvälisten sijoittajien rahoituksesta, minkä vuoksi on perusteltua vah-

⁷⁰ AML:n, LLL:n ja VYL:n muutosehdotukset perustuvat kuulemistilaisuudessa 25.11.2016 keskusteltuun vaihtoehtoon (Plan B), jossa YSL:iin ehdotettu muutos korvattaisiin rahoitusmarkkinasäädösten muuttamisella. Tällöin velkakonversion sääntely koskisi vain pörssiyhtiötä tai liikkeeseenlaskijaa, jonka joukkolaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Keskeisin olisi AML:n muutos, mutta LLL ja VYL voivat AML:n ohella myös tulla muutettaviksi, jos säännöksen katsotaan soveltuvan kyseisten lakien systematiikkaan. Tästä ei kuitenkaan ole täyttä varmuutta, koska kysymys on luottolaitosten ja vakuutusyhtiöiden asemasta sijoittajina eikä luottolaitosten ja vakuutusyhtiöiden toiminnan sääntelystä. Tämä näkökulma ei välttämättä ole kyseisten lakien soveltamisalan kannalta ongelmattonta, eikä LLL:n ja VYL:n muuttaminen ole myöskään kansainvälisten sijoittajien yhtä olennaista kuin AML:n muuttaminen. Plan B on siten soveltamisalaltaan huomattavasti suppeampi kuin YSL:n soveltamisala ja koskisi vain hyvin vähäistä osaa (alle promillea) suomalaisista yrityksistä, mutta olisi silti rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen kannalta merkittävä. YSL:n muutos koskisi puolestaan huomattavasti suurempaa joukkoa yrityksiä (yksityinen elinkeinonharjoittaja, avoin yhtiö, kommandiittiyhtiö, osakeyhtiö, osuuskunta, asunto-osakeyhtiö tai taloudellista toimintaa harjoittava yhdistys tai säätiö, YSL 1 luvun 2.1 §). Elinkeinonharjoittajalla tarkoitetaan YSL:ssä myös ammatin taikka maatilatalouden tai kalastuksen harjoittajaa.

vistaa sijoittajien asemaa ja edistää yritysrahoituksen edellytyksiä. Sijoittajien aseman sääntely kuuluu AML:iin eikä sijoittajan asemaa saneerausmenettelyssä vahvistavalle säännökselle ole AML:n systematiikan näkökulmasta estettä. On toisaalta mahdollista, että Plan B:llä olisi ulkoisvaikutuksia (*spill-over effects*) ja että se ohjaisi osapuolten käyttäytymistä myös listaamattomissa yhtiöissä.

Toisaalta Plan B vastaa perheyritysten ja muiden omistaja-yrittäjien huoliin. Kokemusperäisesti on havaittu, että instituutionaliset isot velkojat eivät halua ryhtyä pienten listaamattomien yhtiöiden omistajiksi. Omistajuus edellyttää vastuunottoa mm. hallituksen ja johdon valinnoissa, minkä lisäksi omistuksella on listaamattomissa yhtiöissä huono tai ei lainkaan likviditeettiä. Velkojen omistus voidaan myös toteuttaa äänivallattomilla etuosakkeilla. Osakkeet voivat olla lunastusehtoisia ja/tai olla muunnettavissa normaaliosakkeiksi, jos yhtiö myydään. Saneerausohjelmista tulee myös usein ylimitoitettuja yhtiöiden todelliseen kantokykyyn nähden eikä liiketoiminnan palauttaminen kannattavaksi onnistu riittävässä määrin tai riittävän nopeasti. Velan muuntaminen osakkeiksi tai pääomalainaksi tuo joustoa, joka yhtäältä estää yhtiötä joutumasta liian helposti uudestaan maksukyvyttömyysmenettelyn kohteeksi ja toisaalta antaa velkojille ns. *upside*-elementin (osake tai pääomalaina leikkausta pienentävänä elementtinä).

On siten todennäköistä, että listaamattoman joukkolainan sijoittajat eivät ole kiinnostuneita muuntamaan osuuksiaan joukkolainassa listaamattoman osakeyhtiön osakkeiksi, koska osakkeiden omistus on keskittyneempää kuin pörssiyrityksissä eikä osakkeella ole likviditeettiä jälkimarkkinoilla. Muutosehdotukset heijastavat Euroopan komission tuoretta direktiiviehdotusta, käsittelevät joukkolainojen ohella myös syndikoituihin lainoihin sijoittaneita, lisäävät luottamusta Suomen arvopaperimarkkinoihin ja ottavat siten oikeudenmukaisella ja käytännöllisellä sekä etenkin arvopaperimarkkinoiden kansainvälistä uskottavuutta lisäävällä tavalla huomioon vaatimuksen rahoitusmuotojen yhdenvertaisesta kohtelusta. Koska YSL tulee suomalaisen yhtiön yrityssaneeraustilanteessa sovellettavaksi siitä riippumatta, onko joukkolaina laskettu liikkeeseen ja/tai listattu Suomessa vai ei, oikeustilan selkeytymisen on arvioitu tukevan suomalaisia joukkolainamarkkinoita ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että suomalaisen liikkeeselaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valitaan nykyistä useammin Suomen laki.

Velkakonversion sääntelyn kansainvälistä vertailua

Ruotsissa laki yrityssaneerauksesta (*Lag (1996:764) om företagsrekonstruktion*) ei sisällä säännöksiä, jotka mahdollistavat velkakonversion. Ruotsissa on kuitenkin vuonna 2010 julkaistu maksukyvyttömyyslainsäädännön kokonaisuudistusta koskeva mietintö (*Ett samlat insolvensförfarande - förslag till ny lag*, SOU 2010:2). Mietinnössä on esitetty, että lakia muutettaisiin siten, että velkakonversio olisi mahdollinen ja myös, vaikka saneerausmenettelyssä olevan yhtiön osakkeenomistajat vastustavat järjestelyä. Edellytyksenä on saneerausohjelma, jossa velkoja leikataan. Mietintö ei ole toistaiseksi johtanut lainsäädäntötoimiin.

Saksan maksukyvyttömyyslakia (*Insolvenzenordnung InsO*) uudistettiin vuonna 2012 voimaan tulleella muutoksella ja sen säännös 225a(2) mahdollistaa velkakonversion saneerausohjelmassa, jos velkoja, jota järjestely koskee, on tähän suostunut. Uudistuksessa korostettiin velan muuntamisen ohella saneerausmenettelyn sujuvuutta mm. heikentämällä yksittäisten velkojen mahdollisuutta jarruttaa menettelyn läpivientiä. Saneerausmenettelyssä olevan yhtiön omistajat eivät voi estää järjestelyä. Ainoastaan siinä tapauksessa, että omistajat osoittavat, että lopputulos olisi heidän kannaltaan parempi ilman saneerausohjelmaa, järjestely voi estyä. Tämän osoittaminen on kuitenkin hankalaa, koska saneerauksen vaihtoehtona on yleensä konkurssi. Velallisyriityksellä on myös mahdollisuus hakea tuomioistuimelta kolmen kuukauden

uudelleenjärjestelyjaksoa, joka edeltää varsinaista saneerausmenettelyä ja jonka aikana velkoja ei voi hakea yritystä konkurssiin.⁷¹

Englannissa on lukuisia eri maksukyvyttömyysmenettelyjä, joista osa perustuu velallisen ja velkojen väliseen sopimukseen ja osa lakiin (mm. *Insolvency Act* ja *Companies Act*). Esim. *administration*-menettely muistuttaa yhdysvaltalaisista *Chapter 11* -menettelyä ja sitä voidaan käyttää yhdessä *Scheme of Arrangement* -menettelyn kanssa. Tässä järjestelyssä tuomioistuin hyväksyy selvittäjän laatiman saneeraussuunnitelman, joka voi sisältää erilaisia velkajärjestelyjä ja mm. velkakonversion, joka voidaan toteuttaa ilman omistajien ja kaikkien velkojen suostumusta.

Yhdysvalloissa *Chapter 11* on maksukyvyttömyysmenettely, jossa tavoitteena on velallisen saneeraus konkurssin vaihtoehtona. Menettely on velallisalioitteinen ja tapahtuu tuomioistuimen valvonnassa. Velallisen tulee esittää velkojille tuomioistuimen antamassa määräajassa saneerausohjelma, josta velkojat äänestävät. Käytännössä on tavanomaista, että saneerausohjelma laaditaan neuvottelemalla sen tarkemmasta sisällöstä velkojen kanssa. Saneerausohjelma voi sisältää monenlaisia velkajärjestelyjä, kuten mm. velkakonversion.

1.2 Rahoitusmarkkinoiden sääntely

Sijoituspalvelulaki

Poikkeukset sijoituspalvelulain soveltamisalasta

Sipal 1 luvun 2 §:n säännöstä oikeudesta harjoittaa sijoitus- ja oheispalvelun tarjoamista satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan ohessa on tarpeen täsmentää lisäämällä siihen esimerkkinä säännellystä liike- tai ammattitoiminnasta laissa asianajajista (496/1958) tarkoitettu toiminta. Muutoksen tarkoituksena on monipuolistaa sijoittajakenttää, tehostaa pienten institutionaalisten sijoittajien mahdollisuuksia osallistua joukkolainamarkkinoille ja nimenomaisesti sallia asianajajille satunnainen palveluntarjonta, kuten merkintöjen tekeminen asiamiehenä ilman sijoituspalveluyrityksen toimilupaa. Ehdotus ei tarkoita emissionjärjestämistä vaan pelkästään merkittäjien asiamiehenä toimimista. Muutos on tarpeen, sillä käytännössä liikkeeseenlaskun järjestäjien voi yhteyksien puutteiden, lyhyiden merkintäaikojen ja alhaisten merkintäalokaatioiden takia olla hankalaa markkinoida merkintöjä sellaisille muille kuin ammattimaisille asiakkaille, kuten säätiöille ja muille pienille ja keskiuurille institutionaalisille sijoittajille, joilla ei ole edellytyksiä oma-aloitteisesti seurata nopeatempoisesti järjestettäviä joukkolainojen liikkeeseenlaskuja. Satunnaisesti harjoitettava toiminta voi perustua myös jatkuviin sopimuksiin merkintäasiamiehenä toimimisesta. Muutoksen tavoitteena on sijoittajapohjan monipuolistaminen joukkolainamarkkinoilla eikä sille vaikuta olevan estettä, joka johtuisi laista asianajajista, yleisen asianajajayhdistyksen säännöistä tai hyvää asianajajatapaa koskevista ohjeista.⁷² Muutosta sovellettaessa on otettava huomioon Euroopan komission delegoitu asetus, jonka 4 artiklassa asetetaan tarkempia vaatimuksia sijoituspalvelun satunnaiselle (*incidental*) tarjoamiselle. Nämä vaatimukset liittyvät asiakassuhteen luonteeseen ja niiden on täyttyvä kumulatiivisesti.⁷³ Ottaen huomioon mer-

⁷¹ Ashurst: German insolvency law reform comes into force on 1 March 2012, March 2012; Clifford Chance: Reform Act of Insolvency Law, February 2012; White & Case Insight/Financial Restructuring & Insolvency: The new German laws governing the restructuring of companies, March 2012.

⁷² Asiaa on käsitelty aikaisemmin AIFML:n nojalla annettujen VM:n asetusten esittelymuistiossa 25.3.2014.

⁷³ Commission delegated regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating condi-

kitsijöiden asiamiehenä toimimisen vähäinen merkitys asianajotoimiston tulonmuodostuksessa ja Suomen joukkolainamarkkinoilla tapahtuvien liikkeeseenlaskujen harvalukuisuus, komission delegoidun asetuksen edellytysten täyttäminen ei vaikuta olevan vaikeaa. Kysymyksessä on paitsi toiminta merkintäasiamiehenä (ei siis merkintäpaikkana) myös palvelu liikkeeseenlaskijalle, jonka joukkolainan liikkeeseenlaskussa asianajaja on ollut osaltaan avustamassa.

Asiaintila on pitkään (vuodesta 1996) ollut esillä sijoituspalvelua koskeneiden kolmen lain perusteluissa, joista se nyt on selvyiden vuoksi tarkoituksenmukaista nostaa lain tasolle, sillä perustelut ovat jo osittain sangen vanhat ja jäävät siksi helposti tuntemattomiksi. Säännös on muuttamattomana sisältynyt jo kahteen aikaisempaan sijoituspalveludirektiiviin (ISD, 93/22/ETY⁷⁴ ja MIFID I, 2004/39/EY)⁷⁵ ja on nykyisin samansisältöisenä MIFID II:n (2014/65/EU)⁷⁶ 2 artiklan 1 c -kohdassa.⁷⁷

tions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. Article 4 Provision of investment service in an incidental manner

(Article 2(1) of Directive 2014/65/EU). “For the purpose of the exemption in point (c) of Article 2(1) of Directive 2014/65/EU, an investment service shall be deemed to be provided in an incidental manner in the course of a professional activity where the following conditions are satisfied: (a) a close and factual connection exists between the professional activity and the provision of the investment service to the same client, such that the investment service can be regarded as accessory to the main professional activity; (b) the provision of investment services to the clients of the main professional activity does not aim to provide a systematic source of income to the person providing the professional activity; and (c) the person providing the professional activity does not market or otherwise promote his ability to provide investment services, except where these are disclosed to clients as being accessory to the main professional activity”. Kyseisellä komission delegoidulla asetuksella ei toistaiseksi ole säädösnumeroa.

⁷⁴ Neuvoston direktiivi 93/22/ETY, annettu 10 päivänä toukokuuta 1993, sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla.

⁷⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, 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.

⁷⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu)

⁷⁷ ”Momentin 2 kohdan mukaan lakia ei sovellettaisi toimintaan, jota harjoitetaan satunnaisesti muun liike- tai ammattitoiminnan ohessa noudattaen pääasiallista toimintaa koskevaa lainsäädäntöä tai muita säännöksiä. Säännös vastaa voimassa olevan lain 3 §:n 3 momenttia. Tällaista toimintaa voivat harjoittaa esimerkiksi asianajotoimistot ja tilintarkastusyhteisöt. Säännös vastaa direktiivin 2 artiklan 1 kohdan c alakohtaa.” (HE 43/2007 vp laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi s. 39) ”Lain soveltamispiirin ulkopuolelle jää siten myös sellainen sijoituspalvelun tarjoaminen, jota harjoitetaan satunnaisesti muun varsinaisen liike- tai ammattitoiminnan ohessa (englanniksi *in an incidental manner in the course of a professional activity*). Tällöin on 3 §:n 2 momentin mukaisesti edellytettävä, että tätä toimintaa sääntelevät lakisääteiset tai muut määräykset tai kyseisen ammattikunnan eettiset säännöt, joissa ei kielletä tällaiseen toimintaan liittyvän sijoituspalvelun satunnaista tarjoamista (2 art. 2 c-kohta). Tällaisia oikeushenkilöitä, joiden harjoittaman liiketoiminnan on, välttyäkseen ehdotettavan lain soveltamiselta, oltava luvanvaraista tai muutoin lakisääteistä ja jotka eivät tarvitse toimilupaa sijoituspalvelun satunnaiseen tarjoamiseen, voivat olla esimerkiksi asianajotoimistot ja tilintarkastusyhteisöt sekä kiinteistövälittäjät, arvopaperipörssit, optioyhteisöt, selvitysyhteisöt, osuuskuntien säästökassat, panttilainaamot ja vakuutusyhtiöt, joita ja joissa työskenteleviä luonnollisia henkilöitä koskee erillinen lainsäädäntö. Näillä oikeushenkilöillä ei kuitenkaan

Muutos liittyy ammattimaista ja ei-ammattimaista asiakasta koskevaan SipaL:n täsmennysehdotukseen (jäljempänä). Asia saattaa edellyttää lisäselvityksiä siitä, tulisiko merkintöjen tekeminen asiamiehenä ilman sijoituspalveluyrityksen toimilupaa nimenomaisesti asiakkaansuojan varmistamiseksi mainita suppeampana poikkeuksena SipaL:ssa. Selvää kuitenkin on, ettei merkintöjen tekeminen edellytä sellaista yhteydenpitoa tilinhoitajaan ja arvo-osuusjärjestelmään, joka merkintöjen vastaanottajalla on oltava.

Tilintarkastajan riippumattomuudesta ja esteellisyydestä säädetään 1.1.2016 voimaan tulleen uuden tilintarkastuslain (TTL, 1141/2015) 4 luvun 6 ja 7 §:ssä. On mahdollista, että nämä säännökset sallivat myös tilintarkastajalle oikeuden tarjota sijoitus- ja oheispalvelun satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan ohessa. Tosin TTL on ollut voimassa vasta vähän aikaa eikä tulkintaa asiasta vielä ole. Toisaalta tilintarkastajan tarjoamaa konsultointipalvelua on säännelty TTL:ssa tarkemmin. Myöskään muihin ammatinharjoittajiin ei ole tässä yhteydessä otettu kantaa, eikä kysymys ole noussut esille muiden ammatinharjoittajien kuin asianajajien kohdalla.

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Säätiöiden asema sijoittajina on muuttunut, sillä 1.12.2015 voimaan tulleen uuden säätiölain 1 luvun 6.1 §:n olettamasäännöksen mukaan sijoitustoiminta oletetaan kaikille säätiöille lähtökohtaisesti sallituksi toiminnaksi, jollei säätiön säännöissä ole toisin määrätty.⁷⁸ Olettamasääntöä on perusteltu sillä, että käytännössä sijoitustoiminnan sisällön yksityiskohtainen määrittely säätiölaissa on ongelmallista säätiöiden erilaisuuden ja muuttuvan toimintaympäristön, kuten pääomamarkkinoiden ja muun sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn muutosten vuoksi. Lisäksi on todettu, että sijoitustoiminnan kehitys sekä rahoitusjärjestelmän muutokset vaikuttavat säätiöiden mahdollisuuksiin toteuttaa tarkoitustaan.⁷⁹ Olettamasääntö johtaa käytännössä siihen, että kun säätiön säännöt on liitettävä säätiön perustamiskirjaan, säännöt laaditaan vähimmäisvaatimukset täyttäviksi. Tällöin lähes kaikki säätiöt tulevat suoraan lain nojalla lähtökohtaisesti oikeutetuiksi harjoittamaan sijoitustoimintaa, jolleivät ne rajaa säännöissään mahdollisuutta sijoitustoiminnan harjoittamiseen.

Varainhoidolta säätiölain 1 luvun 5.1 §:ssä edellytetty suunnitelmallisuus ei edellytä edes merkittävää varallisuutta omistavilta säätiöiltä kirjallista sijoitussuunnitelmaa. Toisaalta vastuulliseen varainhoitoon erityisesti rahoitusmarkkinoilla toimivissa osapuolissa kohdistuneen sääntelyn mittavat uudistukset viime vuosina sekä toimintaympäristön jatkuva muutos edellyttävät etenkin pienten säätiöiden sijoittajansuojan vahvistamista. Säätiöiden sijoitusvarallisuus on noin 20 miljardia euroa ja se on erittäin keskittynyttä.⁸⁰ Kun säätiörekisteriin oli merkitty 2836 säätiötä, joista säätiöiden omistajaroolia selvittäneen tutkimuksen otos oli 889 säätiötä,

ole oikeutta tarjota sijoituspalvelua säännöllisesti ja tavanomaisesti, vaikka se tapahtuisi muun liiketoiminnan ohessa. Toisaalta se, että nämä oikeushenkilöt markkinoivat muita palvelujaan ja tarjoavat niitä kiinteästä toimipaikasta, ei estä niitä tarjoamasta sijoituspalvelua muun liiketoimintansa ohessa. Rajauksen tarkoitus on varmistaa mainittujen oikeushenkilöiden oikeus tarjota sijoituspalvelua ilman toimilupaa silloin, kun se ei muodosta merkittävää osaa niiden liiketoiminnasta tai liiketoiminnan tuloksesta.” (HE 7/1996 vp laiksi sijoituspalveluyrityksistä ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi, vanhan sijoituspalveluyrityksistä annetun lain (579/1996) 1 luvun 1 §:n yksityiskohtaiset perustelut, kolmas kappale)

⁷⁸ ”Säätiö voi varallisuutensa hoitamiseksi ja toimintamuotojensa rahoittamiseksi harjoittaa sijoitustoimintaa, jollei sitä rajoiteta säännöissä.”

⁷⁹ HE 166/2014 vp säätiölaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi s. 74–76.

⁸⁰ Eeva Ahdekivi: Säätiöt omistajina (2014) s. 13–18.

kymmenen suurimman säätiön taseiden yhteenlaskettu loppusumma oli peräti 40 % ja 50 suurimman säätiön 72 % kaikkien säätiöiden taseiden yhteenlasketusta loppusummasta.

Ongelmallista on, että säätiölain 1 luvun 6.1 §:n lakisääteisen olettamasaännön perusteella voi syntyä myös oletama siitä, että sijoitustoiminta on säätiöiden pääasiallista toimintaa. Pääasiallisen toiminnan on lähtökohtaisesti oltava ammattimaista. Ammattimaisuus ei kuitenkaan tarkoita tässä yhteydessä samaa kuin ammattimainen asiakas MIFID I:ssä, mikä voi olla harhaanjohtavaa. Säätiöiden lakisääteisen aseman muuttuminen kuitenkin merkitsee sitä, että osan säätiöistä voidaan olettaa muuttuvan MIFID I:ssä tarkoitetuiksi ammattimaisiksi asiakkaiksi, jolleivät ne osoita, että ne ovat säännöissään poikenneet säätiölain olettamasaännöksestä. Säätiöt voivat menettää siten huomattavan osan lakisääteistä sijoittajansuojaansa, jos niillä ei enää ole ei-ammattimaisen asiakkaan automaattisia oikeuksia tiedonsaantiin palveluntarjoajalta.⁸¹ Sijoitustoimintaa koskeva lakisääteinen olettamasaäntö edellyttää säätiöiltä ammattimaisuuden ohella huomattavaa huolellisuutta sijoitustoiminnassa, mikä nostanee säätiöiden aktiivisuutta rahoitusmarkkinoilla, mutta toisaalta saattaa vähentää kiinnostusta osallistua säätiöiden hallintoelimiin. Tämä liittyy osaltaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sääntelyyn vaikutusvalta-yhteisöistä, jolloin säätiön hallituksen jäsenten sidonnaisuuksista seuraa, että arvopaperikauppaa käyvälle säätiölle syntyy ilmoitusvelvollisuuksia.⁸² Etenkin pienten säätiöiden kannalta on kuitenkin tarkoituksenmukaista, että sijoitustoiminnan harjoittamisesta olisi säätiötä perustettaessa päätettävä erikseen, jolloin oikeus ja velvollisuus sen harjoittamiseen ei seuraisi suoraan laista eikä huolellisuusvelvollisuutta mitattaisi ammattimaisuutta koskevan olettaman perusteella. Pienenä on pidettävä ainakin säätiötä, jolla voi olla 50 000 euron perustamispääoma, mutta joka säännöksen edellyttämällä tavalla on rajoittanut sijoitustoimintaansa säännöissään määräyksillä sijoitustoimintaa koskevista reunaehdoista ja jonka sijoitustoiminta ei ole merkittävää.⁸³ Säätiöiden mediaanikoko on taseen loppusummalla mitattuna noin 1,3 miljoonaa euroa. Suurin osa säätiöistä on siten kooltaan verrattain pieniä.⁸⁴ Hypoteesina voidaan pitää, että jollei säätiö taseensa loppusumman perusteella kuulu 50 suurimman säätiön joukkoon, sen sijoitustoimintaa ei ole pidettävä merkittävänä.

Muutos liittyy poikkeuksia SipaL:n soveltamisalasta koskevaan täsmennysehdotukseen (edellä).

Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä perustamatta

SipaL 4 luvun 2 §:ssä säädetään siitä, millä edellytyksillä ulkomaisella ETA-sijoituspalveluyrityksellä on oikeus tarjota sijoitus- ja oheispalvelua rajan yli Suomeen eli

⁸¹ ”Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan asiakasta, jolla on riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien asianmukaiseen arviointiin.” (HE 43/2007 vp s. 68)

⁸² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (MAR).

⁸³ ”Momentin 5 kohdassa tarkoitettuja yhteisösijoittajia olisivat muut kuin 1 kohdassa tarkoitettujen toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavat tai säännellyt yhteisösijoittajat. Näitä olisivat muun muassa osakeyhtiöt, jotka pääasiallisena toimintanaan harjoittavat rahoitusvälineisiin sijoittamista ja jotka eivät ole 1 kohdassa tarkoitettuja yhteisöjä.” (HE 43/2007 vp s. 69)

⁸⁴ Ahdekivi mts. 16.

toimia Suomessa perustamatta tänne sivuliikettä.⁸⁵ Toiminnan aloittaminen edellyttää MIFID I:ssä tarkoitetun ilmoituksen tekemistä ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen kotivaltion valvontaviranomaiselle. Toiminta Suomessa voidaan pykälän pääsäännön mukaan aloittaa, kun Finanssivalvonta on saanut ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen kotivaltion valvontaviranomaiselta notifiointi-ilmoituksen MIFID I:n liitteen I mukaisista tarjottavista sijoitus- ja oheispalveluista. Vastaavalla tavalla suomalainen sijoituspalveluyritys voi tarjota sijoituspalvelua toisessa ETA-valtiossa.

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa lakiehdotuksessa tarkoitetun edustajan toiminta ei ole MIFID I:n liitteen I perusteella sen paremmin sijoitus- kuin oheispalveluakaan. Edustajana toimiminen voidaan korkeintaan ymmärtää sijoituspalvelun oheispalveluksi. Näin sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen pitäisi notifioida tällainen oheispalvelu Suomeen, mutta tällä hetkellä pelkkä edustajana toimiminen ei edellytä toimilupaa eikä pelkkä oheispalvelujen notifiointi ole mahdollista. Siksi pelkkä joukkolainanhaltijoiden edustaja, joka tarjoaa palveluja rajan yli, voi toimia yleisten sisämarkkinaperiaatteiden mukaisesti ja tarjota palveluja rajan yli viranomaisia vaivaamatta. Se, että Suomessa ryhdytään vaatimaan joukkolainanhaltijoiden edustajan rekisteröitymistä, ei vaikuta suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden oikeuteen käyttää ulkomaista edustajaa varsinkaan ulkomaisissa liikkeeseenlaskuissa. Näin ollen mm. ulkomaiset ETA-sijoituspalveluyritykset voivat tarjota Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaan liittyvää palvelua ilman rekisteröitymisvelvollisuutta, vaikka edustajana toimiminen säädetään Suomessa rekisteröitymisvelvollisuuden piiriin kuuluvaksi toiminnaksi. MIFID I:ssä ja SipaL:ssa ei kummassakaan kuitenkaan määritellä sitä, milloin kysymyksessä on notifiointi-ilmoitusmenettelyä edellyttävä rajat ylittävä toiminta. Asia tulisi ratkaista tapauskohtaisesti mm. ottamalla huomioon EU:n perussopimuksen määräykset ja niiden tulkinta. Kysymys siitä, milloin palveluja tarjotaan rajan yli, on ETA-alueella edelleen jossain määrin epäselvä.

Liikkeeseenlaskun järjestäminen ja liikkeeseenlaskun takaaminen ovat varsinaisia sijoituspalveluja SipaL 1 luvun 11 §:n mukaisesti, kun rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun takaamiseen tai järjestämiseen liittyvät palvelut ovat SipaL 2 luvun 3 §:n mukaisia oheispalveluja. Ulkomainen ETA-sijoituspalveluyritys saa tarjota näitä palveluja Suomeen rajan yli, jos ne sisältyvät sen toimilupaan ja jos tarjoamisesta on tehty notifiointi-ilmoitus kotivaltion viranomaisen kautta Finanssivalvonnalle SipaL 4 luvun 2 §:n mukaisesti.

Palvelun tarjoamisessa rajan yli Suomeen on käytännössä tarkoituksena saada aikaan sopimus suomalaisen henkilön tai yrityksen kanssa, jolloin mahdolliset toimenpiteet voivat muodostua esim. sähköpostitse toteutettavista markkinointikampanjoista. SipaL 4 luvun 2 §:n perussääntö on eräissä tapauksissa kuitenkin johtanut tulkintaan, jossa pelkkä liikkeeseenlaskijan suomalaisuus edellyttää lain soveltamista varsinkin, jos liikkeeseenlaskun järjestämispalvelua on markkinoitu suomalaiselle yritykselle toimeksiannon saamiseksi. Tulkintasääntöjä kirjoitettaessa on kuitenkin pidetty silmällä ensisijaisesti yksityissijoittajia hankkimassa palveluja internetistä (*reverse solicitation*), mikä ei välttämättä toimi optimaalisesti esim. suomalaisen pörssiyhtiön ja kansainvälisen investointipankin sopimussuhteen arvioinnissa silloin, kun investointipankki on järjestämässä pörssiyhtiön joukkolainan liikkeeseenlaskua. Investointipankit luonnollisesti markkinoivat järjestämispalvelujaan suomalaisille pörssiyhtiöille eikä tällaisessa toiminnassa välttämättä oteta huomioon notifiointitilanteita. MIFID II mahdollistaa sijoitus-

⁸⁵ Työryhmässä on keskusteltu myös tarpeesta lisätä säännökseen OECD-valtiot. Tällaisen säännöksen oikea lainpaikka olisi SipaL 5 luvussa, jossa säädetään kolmannen maan sijoituspalveluyrityksistä. Ehdotuksen tarpeellisuuden arviointi edellyttää lisäselvitystä ja tarkempia perusteluja, mutta voi tulla aikaisempaa ajankohtaisemmaksi, jos/kun Brexitistä 24.6.2016 kansanäänestyksessä päättänyt Iso-Britannia ei liity ETA-sopimukseen. Tällöin kolmansia maita koskevia rahoitusmarkkinalainsäädännön säännöksiä voi olla tarpeen laajemminkin arvioida uudelleen.

palvelujen tarjoamisen kolmannesta maasta ETA-valtioon ammattimaisille sijoittajille, jos kyseinen palveluntarjoaja on rekisteröitynyt Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiseen (jäljempänä ESMA) ja kolmannen maan lainsäädäntö vastaa EU-sääntelyä (ekvivalenssi).

Kun kansainvälinen investointipankki osallistuu Suomessa liikkeeseenlaskun järjestelyyn, se edellyttää paikalliselta oikeudelliselta neuvonantajaltaan asiantuntijalausuntoa (*legal opinion*) siitä, että järjestäminen on toteutettu pätevästi ja oikein. Sama koskee yleisesti ulkomaisia pääomamarkkinajärjestelyjä. Tätä edellyttävät paitsi luottolaitosten sisäinen tarkastus (*compliance*), jota motivoi yhteiseurooppalainen lainsäädäntö, myös Yhdysvaltojen lainsäädännön vaatimukset. Oikeudellisessa asiantuntijalausunnossa käsitellään mm. sitä, ettei liikkeeseenlaskua järjestävä luottolaitos tarvitse Suomessa ylimääräisiä viranomaislupia järjestämisen toteutukseen. Ongelmaksi on muodostunut, ettei lausunto voi olla puhdas, jos notifiointi-ilmoitusta ei ole tehty. Jos liikkeeseenlaskussa on Finanssivalvonnan ylläpitämän rekisterin mukaan useita järjestäjiä, joista joku on suomalainen, tilannetta voidaan arvioida myös siltä kannalta, onko Suomessa tapahtuva sijoituspalvelujen tarjoamisen osuus katettu tämän yhden luottolaitoksen toimiluvan perusteella ja voidaanko kansainvälisen pankin toiminta katsoa kokonaan Suomen ulkopuoliseksi.

Toisaalta silloin, kun suomalaiset yhtiöt laskevat liikkeeseen suunnatuissa arvopaperitarjouksissa (*private placement*) joukkolainoja myös Yhdysvalloissa, jossa järjestäjät ovat paikallisia, tällaisen yhdysvaltalaisen järjestäjän toiminnan katsominen Suomessa toimilupaa edellyttäväksi toiminnaksi olisi erittäin hankalaa, koska ETA-alueen ulkopuolinen notifiointi ei ole MIFID I:n valossa mahdollinen. Tämän vuoksi notifiointivelvollisuus ei koske ulkomaista ETA-sijoituspalveluyritystä, jonka osallistumista liikkeeseenlaskun järjestämiseen suomalaisille liikkeeseenlaskijoille ei ole pidettävä sijoituspalveluna tai oheispalveluna pelkästään sillä perusteella, että liikkeeseenlaskija on suomalainen.

SipaL 4 luvun 2 §:ää on näistä syistä sekä suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden ulkomaisiin joukkolainajärjestelyihin ja muihin pääomamarkkinajärjestelyihin liittyvien tulkintaepäselvyyksien poistamiseksi samoin kuin suomalaisten yritysten ulkomaisen rahoituksen saamisen helpottamiseksi tarpeen täydentää säätämällä liikkeeseenlaskupalveluja koskevista erityisistä tulkintasäännöistä. Tällöin pelkästään se, että liikkeeseenlaskija on suomalainen, ei aiheuta notifiointi-ilmoitusvelvollisuutta samalla tavalla kuin yleisesti sijoituspalveluista.

Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa

Hyvää tapaa koskevia säännöksiä on vakiintuneesti sisältynyt rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Esim. menettelytapoja asiakasliiketoiminnassa koskevan LLL 15 luvun 1 §:n mukaan luottolaitoksen on noudatettava hyvää pankkitapaa. Vielä kauemmin, jo 1930-luvulta alkaen, on VYL:ssä säädetty hyvästä vakuutustavasta.⁸⁶ Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 3.1 §:n mukaan ”Finanssivalvonta edistää lisäksi hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla”. Lisäksi saatavien perinnästä annetun lain (513/1999) 4.1 §:n mukaan perinnässä ei saa käyttää hyvän perintätavan vastaista tai muutoin velallisen kannalta sopimatonta menettelyä.

SipaL 10 luvun 2.1 §:ään on tarpeen lisätä virke, joka vastaa AML 1 luvun 2 §:n kieltoa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti ja selventää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisvelvollisuuden koskevan myös sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista ja

⁸⁶ Nykyisen sanamuodon (VYL 25 luvun 1 §) mukaan ”Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa, että vakuutusyhtiöt noudattavat vakuutustoimintaa koskevaa lainsäädäntöä ja hyvää vakuutustapaa”. Ks. laajemmin Sakari Wuolijoki: Hyvä pankki- ja vakuutustapa (2003).

markkinointia. Kuten AML 1 luvun 2 §, lisäys koskee muitakin rahoitusvälineitä kuin arvopapereita. AML:sta poiketen SipaL:n mukainen velvollisuus ulottuu myös tilanteisiin, joissa ei toimita arvopaperimarkkinoilla, mutta joissa sijoitus- ja oheispalvelua markkinoidaan. Vaikka AML:n yleissäännöstä sen perustelujen mukaan⁸⁷ sovelletaan kaikkiin markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin, hyvää arvopaperimarkkinatapa koskevan säännöksen soveltamisala ei voi olla laajempi kuin AML:n yleinen soveltamisala AML 1 luvun 1 §:ssä eikä AML 1 luvun 1 §:n soveltamisalaa voida AML 1 luvun 2 §:n perusteluilla laajentaa (*lagstiftning genom motiv*). AML:a ei myöskään sovelleta kaikkeen toimintaan arvopaperimarkkinoilla, vaan sen lisäksi on säädetty useita erityislakeja. Lisäksi kaikki sijoituspalvelun tarjoamista koskevat säännökset, joita sisältyi VAML:iin, on arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä (HE 32/2012 vp) poistettu AML:sta ja siirretty SipaL:iin. Toisaalta VAML:n perusteluissa (HE 157/1988 vp) hyvä tapa oli kytketty juuri arvopaperinvälitykseen.⁸⁸ Jotta hyvää arvopaperimarkkinatapa koskevan yleissäännöksen tavoite koko arvopaperimarkkinoita ohjaavana periaatteena toteutuisi, SipaL 10 lukua on täsmennettävä. Yleissäännöksen tavoitteiden toteuttamiseksi, lakien keskinäisten suhteiden ja soveltamisalojen selkeyttämiseksi, tehokkaiden velvollisuuksien kohdistamiseksi kaikkiin osapuoliin sekä itsesääntelyn vahvistamiseksi on siten tarpeen lisätä SipaL 10 luvun 2.1 §:ään viittaus AML:n 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 muutos koskee sijoitus- ja oheispalvelun tarjoamisessa käytettäviä menettelytapoja. Lakiteknisesti säännös vastaa vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (AIFML, 162/2014) 12 luvun 2 §:ssä säädettyä viittausta. Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa lakiehdotuksessa on vastaava säännös (6.2 §). SipaL 10 luvun 2.1 §:n lisäys hyvästä arvopaperimarkkinatavasta on tarpeen sijoittajansuojan vahvistamiseksi etenkin joukkolainamarkkinoilla, koska arvopaperimarkkinalainsäädännön pääasiallinen näkökulma on osakemarkkinoiden sääntely. Joukkolainamarkkinoilla likviditeetti ja kaupankäynnin läpinäkyvyys ovat lisäksi heikommalla kuin osakemarkkinoilla.

Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana sekä kaikkien sijoittaja-, asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaista tapaukseen sovellettavaa säännöstä ei ole. Arvopaperien kauppa, rahoitusvälineet ja markkinoilla noudatettavat menettelytavat kehittyvät jatkuvasti. Arvopaperimarkkinasääntelyllä ei ole mahdollista luoda yksityiskohtaisia säännöksiä kaikkiin tilanteisiin.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy yksityiskohtaisen säännöksen puuttuessa ensisijaisesti markkinoilla ja käytänteissä, joita noudatetaan yksittäisissä sopimussuhteissa ja oikeustoimissa. Myös eri toimialojen toimijoiden itsesääntely ohjaa hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä. Esimerkkeinä itsesääntelystä, joka ilmentää hyvää arvopaperimarkkinatapa,

⁸⁷ HE 32/2012 vp arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi s. 95.

⁸⁸ Vrt. ensimmäinen arvopaperimarkkinoita koskeva EU-säädös, joka myös painottaa sijoituspalvelujen tarjoajien (*financial intermediaries*) velvollisuutta hyvän tavan (*good conduct*) noudattamiseen: *Commission recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities* (77/534/EEC). Suositusta ei ole koskaan kumottu ja sen voidaan katsoa siksi edelleen muodostavan hyvän arvopaperimarkkinatavan EU-oikeudellisen perustan, jota MIFID I:ssä säädetty velvollisuudet, kuten huolellisuus ja rehellisyys, vahvistavat. Vastaavalla tavalla kansallinen hyvän arvopaperimarkkinatavan sääntely on siirtynyt pörssin eettisistä säännöistä osittain laintasoiaksi, mikä liittyy yleisemmin säädösten nousuun arvopaperimarkkinoiden kansallisessa sääntelyssä.

voidaan mainita NASDAQ Helsinki Oy:n (Helsingin Pörssi) säännöt ja ohjeet, Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ylläpitämät listayhtiöiden hallinnointikoodi ja suositus julkisissa osto- ja myyntitarjouksissa noudatettavista menettelytavoista sekä FK:n suositukset ja ohjeet. Sijoituspalvelun tarjoajien etujärjestön tai Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan on esim. mahdollista muodostaa vastaavia sääntöjä, suosituksia ja ohjeita. Ne eivät voi olla lain tai muun sitovan normiston vastaisia. Niissä voidaan kuitenkin perustellusta ja asianmukaisesti informoidusta syystä poiketa ESMA:n tai Finanssivalvonnan suositusluonteisista ohjeista, joilla ei ole oikeudellista sitovuutta. Eurooppalaisen ei-sitovan sääntelyn jatkuvasti kasvaessa on tarpeen täsmentää sijoituspalvelun tarjoajien tehtävää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen ohella myös sen luomisessa.

SipL 10 luvun 2.1 §:ssä ei mainita sopimattoman menettelyn kieltoa. Jos menettely kuitenkin on sopimatonta, se on yleensä myös hyvän tavan vastaista. Lisäksi laki sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (1061/1978) kieltää käyttämästä elinkeinotoiminnassa hyvän liiketavan vastaista tai muutoin toisen elinkeinonharjoittajan kannalta sopimatonta menettelyä (1 §).

Finanssivalvonta voi kieltää säännöksen vastaisesti toimivaa jatkamasta tai uudistamasta menettelyä sekä velvoittaa muuttamaan tai oikaisemaan menettelyä AML 17 luvun 2 §:n nojalla samoin kuin tehostaa kielto- tai oikaisupäätöstä 17 luvun 3 §:n mukaisella uhkasakolla.

Päätelmiä. SipL:n täydentäminen on tarpeen (i) joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi ja ottamalla paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain olettamasääntöjen aiheuttamassa tilanteessa. Suomalaisten yritysten joukkolainoja liikkeeseen laskemalla tapahtuvaan kansainväliseen varainhankintaan liittyy puolestaan (ii) tarve selvittää oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Hyvää arvopaperimarkkinatapa koskeva nimenomainen säännös (iii) vahvistaa tähän asti lain perusteissa esitettyjä tavoitteita ja on siksi lisätty myös eräisiin muihin arvopaperimarkkinainsäädäntöön sisältyviin säädöksiin.

Komissiokaupan sääntely

Pörssiosakkeiden kauppa on yleensä komissiokauppaa, jossa arvopaperinvälittäjä (komissionsaaja) ostaa tai myy arvopapereita pörssissä sijoittajan (komissionantajan) lukuun (*order-driven*). Komissiokauppa eroaa tavanomaisesta avoimesta eli välittömästä edustuksesta, jossa valtuutettu jää päämiehen nimissä ja lukuun tehdyn oikeustoimen ulkopuolelle. Komissionsaaja ja sitä vastoin tulee itse oikeutetuksi ja velvoitetuksi päättämänsä kaupan perusteella. Komissionsaaja toimii usein pelkästään omissa nimissään paljastamatta kauppakumppanilleen, kuka toimeksiannon on tehnyt. Näistä syistä oikeussuhdetta nimitetään välilliseksi edustukseksi. Kauppasopimuksen osapuolia ovat komissionsaaja ja tämän kauppakumppani, jolloin omaisuutta joko ostetaan tai myydään päämiehen lukuun. Välihenkilön kanssa sopimuksia tekevä ei välttämättä tiedä sitä, että kyseinen henkilö toimii päämiehensä välillisenä edustajana.

Toisin kuin pörssiosakkeilla käytävä kauppa, joukkolainoilla käytävä kauppa ei yleensä ole komissiokauppaa, vaan markkinamalli perustuu markkinatakaajina toimivien pankkien omaan lukuunsa antamiin osto- ja myyntitarjouksiin enimmäkseen pörssin ulkopuolella muutaman ison sijoittajakeskittymän ja markkinatakaajien välisessä toiminnassa. Joukkolainat on usein listattu pörssiin, ja niillä voidaan käydä kauppaa pörssissä, mutta se ei ole vallitseva markkinakäytäntö. Näistä syistä komissiokaupan sääntelyyn joukkolainamarkkinoilla ei ole vahvaa oikeuspoliittista intressiä.

Arvopaperimarkkinoihin liittyen on lisäksi keskusteltu komissionsaajan väliintulo-oikeudesta (*självintråde*). Suomessa on katsottu, että menettely olisi poikkeuksellista ja tuolloin välihenkilöstä tulisi omistaja. Toisaalta on tunnustettu kauppataavan merkitys. Väliintulo-oikeus on tärkeää MIFID II:n täytäntöönpanoon liittyvän kehityksen kannalta, sillä Pohjoismaista nykyisin erityisesti Tanskassa on hyvin yleisesti käytössä ns. *straxhandel*-malli,⁸⁹ jossa arvopaperinvälittäjä (luottolaitos tai sijoituspalveluyritys) erityisesti iltakaupassa (*kvällshandel*) asettuu asiakkaansa kaupan vastapuoleksi. MIFID II:n täytäntöönpanon jälkeen suurimmat Tanskassa toimivat pankit aikonevat toimia MIFID II:n mukaisina kauppajien sisäisinä toteuttajina (*systematic internaliser*). Suomessa vastaavasta kehityksestä ei ole toistaiseksi nähtävissä merkkejä.

MIFID II:n täytäntöönpanoa koskevaa ehdotusta ei ole julkistettu, joten siitä seuraavien markkinavaikutusten sisältö on toistaiseksi Suomessa epäselvä, joskin perinteisessä *order-driven* -mallissa pysyminen on mahdollista ja vaikuttaa todennäköiseltä. Rahoitusvälineiden markkinoista annetun asetuksen⁹⁰ 18 artiklassa asetetaan kauppajien sisäisille toteuttajille velvollisuus julkistaa joukkolainoja koskevat sitovat hintatarjoukset. Vaikka komissiokauppa säilynee vakiintuneena mallina pörssiosakkeiden kaupassa, isot pankit saattavat hakea myös kauppajien sisäisen toteuttajan oikeudet. Vastapuolena olemiseen (*straxhandel*-malli) voi liittyä myös varainsiirtoverotukseen liittyviä kysymyksiä. Jos Suomessa siirrytään tähän malliin pörssiosakkeiden kaupassa, siviilioikeudellisesti tultaneen seuraamaan Ruotsin uuden komissiolain (*Kommissionslag*, 2009:865) mukaisia ratkaisuja. Tällöin ilmeisesti palattaisiin siihen tilanteeseen, joka on ollut esillä kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa eli käsitykseen, jonka mukaan Ruotsin lain periaatteita voidaan soveltaa myös Suomessa.⁹¹ Pörssin kaupankäyntisäännöt ovat nimittäin kehittyneet yhteispohjoismaiseen suuntaan jo pitkään ja sääntöjen sisältö myös Suomessa on yhdenmukainen Ruotsin komissiolain periaatteiden kanssa. Lisäksi on mahdollista esittää analoginen tulkinta vuonna 2013 voimaan tulleesta laista arvopaperitileistä (750/2012). Yksittäisiä kysymyksiä, joiden sääntelyä lain tasolla – luontevimmin SipaL 10 luvussa – voitaisiin selvittää, ovat esim. komissiokaupassa tyypillinen kolmikantasuhde, komissionsaajan kuittausoikeus ja komissionantajan erottamisoikeus konkurssissa, *del credere* -vastuu sekä muuttuneiden olosuhteiden vaikutus. Komission olennainen piirre on, että komissionantajalla on taloudellinen riski, joten sääntely edistäisi sijoittajansuojaa ja tasapuolista riskinjakoa. Kysymys komissiokaupan sääntelytarpeesta ei ole taloudellisesti merkitykseltään, sillä Helsingin Pörssin osakkeiden markkina-arvo heinäkuussa 2016 oli 196,8 miljardia euroa ja osakevaihto 8,7 miljardia euroa.⁹² Hypoteesina voidaan esittää, että Ruotsin osakemarkkinoiden huomattavasti suurempi koko ja monipuolisempi sijoittajakunta osaltaan perustuvat vahvempaan sijoittajansuojaan ja parempaan kilpailukykyyn, jota komissiokaupan laintasoinen sääntely myös tukee.

Päätelmiä. Joukkolainoilla käytävä kauppa ei yleensä ole komissiokauppaa. Markkinamalli perustuu markkinatakaajina toimivien pankkien omaan lukuunsa antamiin osto- ja myyntitarjouksiin enimmäkseen pörssin ulkopuolella muutaman ison sijoittajakeskittymän ja markkinatakaajien välisessä toiminnassa. Joukkolainoilla voidaan käydä kauppaa myös pörssissä mutta se ei ole Suomessa vallitseva markkinakäytäntö. Kysymys komissiokaupan mahdollisesta sääntelytarpeesta SipaL 10 luvussa ei ole erityisen merkityksellinen joukkolainamarkkinoiden

⁸⁹ Termistä ks. esim. <http://www.aktieinfo.net/aktiehandel/>.

⁹⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (MIFIR).

⁹¹ Ilkka Harju: Komissiokaupan laintasoinen siviilioikeudellinen sääntelytarve arvopaperimarkkinoilla. *Liikejuridiikka* 3/2016 s. 60–115.

⁹² Suomen Pankin raportti 16.8.2016.

kehittämisen näkökulmasta, vaan liittyy pörssiosakkeiden kauppaan ja sitä tulisi siksi arvioida MIFID II:n kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä tai sen jälkeen.

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä

Hyvä arvopaperimarkkinatapa pörssissä ja monenkeskisessä kaupankäynnissä

Hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva säännös on (vastaavasti kuin SipaL 10 luvun 2.1 §:ään) tarpeen lisätä myös RahKL:iin. Kaikki arvopaperien kaupankäyntiä markkinapaikoilla koskevat säännökset, joita sisältyi VAML:iin, on arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä (HE 32/2012 vp) poistettu AML:sta ja siirretty RahKL:iin. Ehdotettava lisäys koskisi paitsi pörssin toimintaa myös toimintaa pörssissä (uusi RahKL 1 luvun 3.2 §) sekä vastaavasti monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toimintaa ja toimintaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (uusi RahKL 4 luvun 1.3 §). Lisäksi on odotettavissa, että MIFID II:een sisältyvä kannustava säännös pk-yritysten kauppapaikasta (*SME Growth Market*) lisää vaihtoehtoisten markkinapaikkojen suosiota.

Kaupankäynnin lopettaminen ja arvopaperin poistaminen pörssilistalta

RahKL 2 luvun 26 §:ssä säädetään oikeussuojasta pörssin päätöksiin, jotka koskevat kaupankäynnin lopettamista arvopaperilla. Sijoittajansuojaa tehostaa se, että sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja sijoittajalla, joka omistaa kaupankäynnin lopettamista koskevan päätöksen kohteena olevia arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on liikkeeseenlaskijan ohella oikeus vaatia pörssin päätöksen saattamista Finanssivalvonnan käsiteltäväksi. Vastaava oikeus on tarpeen antaa myös päätöksen kohteena olevaan joukkolainaan nimetyille joukkolainanhaltijoiden edustajalle, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt (RahKL 2 luvun 26.4 §). Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskeva sääntely on kansallista. Sijoittajien taloudelliset edut vaarantuvat väistämättä pörssin päätöksellä, koska arvopapereita ei voida myydä säännellyllä markkinalla tai muilla julkisilla arvopaperimarkkinoilla. Sijoittajilla tarkoitetaan niitä, jotka tarkasteluhetkellä omistavat kyseisiä pörssissä listattuja arvopapereita tai niihin kohdistuvia rahoitusvälineitä.

RahKL 2 luvun 29 §:ssä säädetään oikeussuojasta pörssin päätöksiin, jotka koskevat arvopaperin poistamista pörssilistalta. Sijoittajansuojaa tehostaa se, että sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja sijoittajalla, joka omistaa pörssilistalta poistettavaksi päätettyjä tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on liikkeeseenlaskijan ohella oikeus vaatia pörssin päätöksen saattamista Finanssivalvonnan käsiteltäväksi. Säännös johtuu pörssilistadirektiivin⁹³ 18 ja 19 artiklasta. Pörssilista on lista sellaisista säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otetuista arvopapereista, joihin sovelletaan pörssilistadirektiivin mukaisia erityisiä vaatimuksia listalleotosta ja listaltapoistamisesta. Pörssilistadirektiivin mukaan päätös arvopaperin ottamisesta pörssilistalle on voitava saattaa tuomioistuimen tutkittavaksi. Vaatimus toteutuu, koska Finanssivalvonnan päätöksestä voidaan valittaa Helsingin hallinto-oikeuteen ja hallintolainkäyttölain (586/1996) mukaisesti edelleen korkeimpaan hallinto-oikeuteen (KHO).

Säännöksen soveltamista pörssilistaan on koeteltu oikeuskäytännössä, joka koski nykyistä RahKL 2 luvun 29 §:ää aikaisemmin vastannutta VAML 3 luvun 11.3 §:ää. Helsingin Arvopaperipörssin hallitus päätti vuoden 1995 elokuussa poistaa Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankin (SKOP) pörssilistalta, sillä pörssin hallituksen käsityksen mukaan tavanomainen ja

⁹³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, annettu 28 päivänä toukokuuta 2001, arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta.

säännöllinen kaupankäynti SKOP:n A-osakkeella ei enää ollut mahdollista. SKOP:n ei ollut mahdollista saavuttaa osingonmaksukykyä, koska sen oma pääoma oli voimakkaasti negatiivinen. Sijoittajan ei ollut näin ollen mahdollista saada SKOP:n A-osakkeelle tuottoa tavanomaisella tavalla arvonnousun tai osinkojen muodossa. Lisäksi SKOP:n liiketoiminnan luonne oli muuttunut ratkaisevasti. Kolme SKOP:n osakkeenomistajaa valitti pörssin päätöksestä Rahoitustarkastukseen. Joulukuun lopussa 1995 Rahoitustarkastus kumosi pörssin hallituksen päätöksen sillä perusteella, että tavanomainen ja säännöllinen kaupankäynti pankin osakkeella oli edelleen mahdollista, kun SKOP:n A-osaketta oli pörssissä edelleen vaihdettu. Pörssi valitti tammikuussa 1996 Rahoitustarkastuksen päätöksestä KHO:een. KHO päätti kesäkuussa 1996 äänin 3-2, että Rahoitustarkastuksen päätöstä ei ole syytä muuttaa, kun kaikkia VAML:ssa tarkoitettuja edellytyksiä osakkeen pörssilistalta poistamisesta ei ole ollut. KHO:n vähemmistö olisi kumonnut Rahoitustarkastuksen päätöksen.⁹⁴

Vastaava oikeus saattaa asia Finanssivalvonnan käsiteltäväksi on tarpeen antaa myös päätöksen kohteena olevaan joukkolainaan nimetyille joukkolainanhaltijoiden edustajalle, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt. Ehdotus laajentaa pörssilistadirektiivin mukaista muutoksenhakuoikeutta, sillä direktiivissä ei säädetä joukkolainanhaltijoiden edustajasta. Toisaalta joukkolainanhaltijoiden edustaja voidaan rinnastaa sijoittajien etujen valvomiseksi toimivaan rekisteröityyn yhdistykseen, jolla on Suomessa ollut kyseinen muutoksenhakuoikeus lain nojalla vuoden 1994 alusta lähtien eli yli 20 vuotta. Sijoittajien taloudelliset edut vaarantuvat väistämättä pörssin päätöksellä, koska arvopapereita ei voida myydä säännellyllä markkinalla tai muilla julkisilla arvopaperimarkkinoilla. Sijoittajilla tarkoitetaan niitä, jotka tarkasteluhetkellä omistavat kyseisiä pörssissä listattuja arvopapereita tai niihin kohdistuvia rahoitusvälineitä. Lisäksi säännökseen on tarpeen tehdä kielellinen tarkistus, kun sana ”tarkoitettuja” korvataan sanalla ”kyseisiä”.

Ehdotukset eivät tarkoita pörssin päätöksen alistamista Finanssivalvonnan vahvistettavaksi aina, kun pörssi tekee päätöksen. Päätös saatetaan Finanssivalvonnan käsiteltäväksi vain silloin, kun liikkeeseenlaskija, sijoittajien etujen valvomiseksi toimiva rekisteröity yhdistys tai joukkolainanhaltijoiden edustaja sitä vaatii. Liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien edun mukaista on, että Finanssivalvonta voi muuttaa pörssin päätöstä. Finanssivalvonta voi jättää pörssin päätöksen voimaan, palauttaa sen uudelleen käsiteltäväksi tai antaa uuden päätöksen. Finanssivalvonta voi lisäksi pyytää pörssiltä selvityksen päätökseen johtaneista syistä.

Vastaava muutos on tarpeen tehdä RahKL 4 luvun 7.6 §:ään, joka koskee monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää.

Päätelmiä. RahKL:n täydentäminen on tarpeen, jotta hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva nimenomainen säännös vahvistaa tähän asti lain perusteluissa esitettyjä tavoitteita myös silloin, kun toimitaan pörssissä ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Lisäksi on tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta taikka monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä.

Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta

Liikkeeseenlaskutili

Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain (AOJSL, 749/2012) 7 luvun 4 §:ssä säädettyihin liikkeeseenlaskutilille kirjattaviin tietoihin asianomaisesta arvo-osuudesta

⁹⁴ Helsingin Arvopaperipörssin vuosikertomus 1996 s. 12; KHO 13.6.1996. Taltio n:o 1998.

on tarpeen lisätä tieto siitä, miten lainaehdotja pidetään yleisesti saatavissa, jolleivät ne ole saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajalta. Olettamasäännön perusteella arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen joukkolainojen ehdot ovat ensisijaisesti saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajalta.⁹⁵

Hallintarekisteröinti

AOJSL 8 luvun 1.3 §:ssä säädettyä hallintarekisteröinnin hoitajan tiedonantovelvollisuutta on tarpeen laajentaa siten, että hallintarekisteröinnin hoitaja veloitetaan antamaan joukkolainanhaltijoiden edustajalle kaikki kutakin joukkolainaa koskevat joukkolainanhaltijoihin liittyvät tiedot, kuten tiedot kulloisistakin sijoittajista. Ehdotus on tarpeen joukkolainanhaltijoiden edustajan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi. Laissa ei kuitenkaan edelleenkään edellytetä joukkolainojen liittämistä arvo-osuusjärjestelmään eikä tiedonantovelvollisuus siten koske joukkolainoja, joita ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään. AOJSL 6 luvun 3.2 §:n mukaan arvo-osuuksien omistajista pidetään toisaalta luettelot arvopaperikeskuksessa, jos kysymys on arvo-osuusjärjestelmään kuuluvasta osuudesta joukkovelkakirjalainaan. Arvopaperikeskuksessa on myös AOJSL 6 luvun 3.3 §:n mukaan pidettävä luetteloa näiden arvo-osuuksien lukumääristä. Lisäksi säännökseen on tarpeen tehdä vähäisiä kielellisiä tarkistuksia. Käytännössä joukkolainanhaltijan edustajan tietojen hankkimisprosessi etenee siten, että edustaja tilaa AOJSL 6 luvun 3.2 §:n mukaisen velkojaluettelon arvopaperikeskukselta ja jos velkojaluettelolla on hallintarekisteröityjä arvo-osuuksia, edustaja ottaa yhteyttä kyseisiin hallintarekisteröinnin hoitajiin ja vaatii tietoja AOJSL 8 luvun 1.3 §:n perusteella. Tällä hetkellä markkina käytäntönä on, että lainaehdoissa varataan joukkolainanhaltijoiden edustajalle oikeus saada AOJSL 6 luvun 3.2 §:n mukainen velkojaluettelo.

Päätelmiä. On tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen liikkeenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin. Ulkomaisten arvo-osuusjärjestelmien näkökulmasta joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa lakiehdotuksessa voi olla tarpeen vastaavasti säätää yhtiön velvoittamisesta ulkomaisen arvopaperikeskuksen kanssa tekemässään sopimuksessa toimittaa vastaavat tiedot.

Laki arvo-osuustileistä

Maksusuoja

AOTL 29 § koskee maksusuojaa ja sen mukaan liikkeeseenlaskijan katsotaan tehneen pätevän suorituksen, jos maksu on toimitettu arvo-osuustilin tietojen mukaiselle maksunsaajalle. Käy-

⁹⁵ Muutosehdotus on tehty AOJSL:iin, jossa on pykälä liikkeeseenlaskutilistä. Muutosehdotus koskee siten vain arvo-osuusjärjestelmään liitettyjä joukkolainoja. Arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella olevien joukkolainojen ehdoista ei ole säännösehdotusta. Jos pidetään tarpeellisena laajentaa ehdotus kosemaan arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella olevien joukkolainojen ehtoja, täsmennysehdotukselle parempi lainapaikka olisi lakiehdotusluonnos joukkolainanhaltijoiden edustajasta. Valmistelussa on lisäksi otettava huomioon, että arvopaperikeskusasetuksen (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista ja direktiivien 98/26/EY ja 2014/65/EU sekä asetuksen (EU) N:o 236/2012 muuttamisesta, CSDR) täytäntöönpanon yhteydessä on myös ollut tarkoitus muuttaa AOJSL 7 luvun 4 §:ää (nytemmin hallintarekisteristä riippumatta, HE 28/2016 vp laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi). HE:n käsittely eduskunnan talousvaliokunnassa on kesken. Muutosehdotuksia tullaan jatkovalmistelussa sovittamaan yhteen.

tännössä liikkeeseenlaskijat eivät itse ole toimittaneet maksuja, vaan maksuliikenne tapahtuu tilinhoitajan⁹⁶ tai arvopaperikeskuksen välityksellä. Liikkeeseenlaskijat toimittavat suoritukset tilinhoitajalle tai arvopaperikeskukselle, jotka toimittavat ne edelleen arvo-osuustileille kirjatujen oikeuksien haltijoille. AOTL 29.3 §:n mukaan arvo-osuuden liikkeeseenlaskijaa vastaan ei voida esittää vaatimuksia, jos tämä oli ajoissa suorittanut maksun arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle. AOTL 29.3 §:ää on tarpeen muuttaa siten, että maksut voidaan suorittaa myös joukkolainanhaltijoiden edustajan kautta. Normaalitilanteessa edustaja ei hoida joukkolainan maksuliikennettä, vaan tämä tehtävä kuuluu erilliselle maksuagentille, joka on arvopaperikeskuksen säännöissä tarkoitettu liikkeeseenlaskijan asiamies ja jolla on arvopaperikeskuksen myöntämä oikeus toimia tilinhoitajana ja oikeus tehdä kirjauksia arvo-osuusrekisteriin. Joukkolainalle tehtävät pääoman ja koron maksut ohjautuvat edustajalle käytännössä ainoastaan tilanteissa, joissa joukkolainan on eräännytetty ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi, joukkolainan maksut ohjataan erityiselle sulkutilille tai joukkolainalle annettu vakuus on realisoitu. Tässä tilanteessa edustaja perii maksut ensi vaiheessa ja suorittaa ne sitten joukkolainanhaltijoille edellä mainitun maksuagentin välityksellä. Edustaja tarvitsee vilpittömän mielen suojaa silloin, kun se (riippuen edustajalle annettujen toimivaltuuksien kattavuudesta) itsenäisesti suorittaa maksuja arvo-osuustilin haltijan puolesta (maksusuojaa). Vastaavalla tavoin liikkeeseenlaskijalle tulee antaa maksusuojaa myös siinä (poikkeuksellisessa) tilanteessa, jossa joukkolainalle tulevat suoritukset ohjautuvat ensi vaiheessa edustajalle.

Päätelmiä. On tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen maksusuojaan.

Joukkorahoituslaki

Soveltamisala

Sijoituspalveluyritys Invesdor Oy, joka toimii joukkorahoituksen välittäjänä, on toteuttanut kaksi vieraan pääoman ehtoisen siirtokelpoisen joukkolainan liikkeeseenlaskua onnistuneesti. Liikkeeseenlaskut ovat tosin toistaiseksi olleet melko pieniä (77 000 euroa ja 125 000 euroa). Invesdor Oy hyödyntää toiminnassa luottolaitoksissa olevia asiakasvaratilejä, joille *Crowd-Bond* -tuotteen tuotot siirtyvät yritykseltä ja edelleen automaattisesti (digitaalisesti) jokaisen sijoittajan omalle *E-wallet* -tilille, josta sijoittaja voi halutessaan siirtää rahat edelleen omalle pankkitililleen. Liikkeeseenlaskijoiden luottoluokituksena hyödynnetään Suomen Asiakastieto Oyj:n *Rating Alpha* -tuotetta.

Valtion erityisrahoitusyhtiö Finnvera Oyj on mukana joukossa, jolle Invesdor Oy voi lähettää tiedon uusista joukkolainoista. Finnvera Oyj tekee hankkeiden käsittelyn yhteydessä yritystutkimuksen. Jos Finnvera Oyj päättää osallistua hankkeeseen, se merkitsee joukkolainaa markkinahinnalla. Finnvera Oyj:n osuus toteutuneista merkinnöistä voi olla enintään 50 %. Invesdor Oyj:n järjestämät joukkolainat voivat olla yksi Finnvera Oyj:n lainoituskohde muiden joukossa.

Joukkolainat soveltuvat harvoin start up -yrityksille, sillä velkakirjan korkoon ja takaisinmaksuun tarvitaan positiivista kassavirtaa, jota start up -yrityksellä ei aina ole. Invesdor Oyj edellyttää joukkolainan hakijalta vähintään 500 000 euron liikevaihtoa ja positiivista tulosta viimeisimmältä tilikaudelta sekä moitteetonta luottohistoriaa. Finnvera Oyj voi merkitä joukkolainaa, jos yrityksen liikevaihto viimeisimmässä vahvistetussa tilinpäätöksessä on enintään

⁹⁶ AOTL:ssa käytetään sekä tilinhoitaja-käsitettä että tilinhoitajayhteisö-käsitettä. Tilinhoitaja-käsite on kuitenkin jälkimmäistä uudempi ja sitä käytetään vuoden 2013 alussa voimaan tulleessa AOJSL:ssa. Tilinhoitajayhteisö-käsite on edelleen käytössä vain tätä vanhemmissa AOTL:n säännöksissä.

300 miljoonaa euroa. Joukkorahoitus tarjoaa mahdollisuuden sijoittaa erityisesti muihin kuin pörssiyhtiöihin ja listattuihin joukkolainoihin, mikä osaltaan parantaa pk-sektorin rahoituksen edellytyksiä.

Joukkorahoituslaki tarjoaa myös muille kuin yrityksille mahdollisuuden varainhankintaan joukkolainoja liikkeeseen laskemalla, sillä lain 2 §:n 4-kohdassa ”joukkorahoituksen saajalla tarkoitetaan sellaista joukkorahoituksella varoja hankkivaa yritystä, joka ei ole pörssiyhtiö, tai muuta yhteisöä tai säätiötä”. Asiaa on selvitetty lain yleisperusteluissa seuraavasti:

”Peitellyn rahankeräystoiminnan mahdollistaminen on myös omiaan hämärtämään rahankeräystoiminnan merkitystä ja luonnetta nimenomaan yleishyödyllisen toiminnan rahoitusmuotona, mikä puolestaan voi aiheuttaa sekaannusta sekä rahankeräyksiä järjestävien yleishyödyllisten yhteisöjen ja säätiöiden että yleisemmin kansalaisten keskuudessa. Toisaalta on huomattava, että myös yleishyödyllistä toimintaa harjoittavat yhteisöt tai säätiöt saattavat harjoittaa elinkeinotoimintaa ja tässä roolissa myös niillä on mahdollisuus käyttää vastikkeellista joukkorahoitusta elinkeinotoimintansa rahoittamiseen. Asian ymmärtämistä vaikeuttaa entisestään se, että yleishyödylliset yhteisöt ja säätiöt voivat käyttää elinkeinotoiminnasta saamaansa tuottoa lähtökohtaisesti vapaasti, haluamallaan tavalla. Tämä tarkoittaa käytännössä usein sitä, että elinkeinotoiminnan tuottoa käytetään yhteisön tai säätiön yleishyödylliseen toimintaan, siis samaan tarkoitukseen, johon rahankeräysvaroja käytetään.”⁹⁷

Lakiteknisenä tarkennuksena on tullut esille, että joukkorahoituslain 1.2 §:n luetteloon tulisi lisätä vakuutusyhtiö. Eräät vakuutusyhtiöt ovat osoittaneet kiinnostusta joukkorahoituksen välitystä kohtaan. Vakuutusyhtiön toimimista joukkorahoituksen välittäjänä ei ole syytä estää.

Lisäksi on keskusteltu siitä, tulisiko joukkorahoituslakiin lisätä säännös, jonka mukaan ”Vain joukkorahoituksen välittäjä ja joukkorahoituksen saaja saavat nimittää varainhankintaa joukkorahoitukseksi”. Asiasta ei kuitenkaan ole laadittu säännösehdotusta.

Päätelmiä. Joukkorahoituslaki, joka tuli voimaan 1.9.2016, tarjoaa mahdollisuuden yritysrahoituksessa varainhankintaan ilman velvollisuutta laatia AML:n mukainen esite, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa ja niiden yhteenlaskettu vastike 12 kuukauden aikana on alle 5 miljoonaa euroa (11.4 §).

Joukkorahoitus on vaihtoehto rahankeräykselle. On ajateltavissa, että myös yleishyödylliset yhteisöt ja säätiöt voivat käyttää joukkorahoitusta elinkeinotoimintansa ja välillisesti myös yleishyödyllisen toimintansa rahoittamiseen (2 §:n 4-kohta). Alhainen korkotaso mahdollistaa varainhankinnan lähes samanlaisilla kustannuksilla kuin lahjoitusten vastaanottaminen, kuten korkotasolla 0,05 %. Joukkolainat voivat olla hyvin pitkäaikaisia ja jopa ikuisia (perpetuaaleja), jolloin ne muistuttavat lahjoitusta.

Vakuutusyhtiölaki

Liitännäistoiminnan harjoittaminen

Joukkorahoituslain muutokseen liittyen VYL 2 luvun 16.1 §:n 3-kohtaa ehdotetaan täydennettäväksi maininnalla, että vakuutusyhtiö saa harjoittaa pykälässä tarkoitettua liitännäistoimintaa myös, mikäli kohdassa tarkoitettu yritys on joukkorahoituksen välittäjä. Vakuutusyhtiö saisi pääasiallisen toimintansa ohella toimia momentissa lueteltujen muidenkin kuin vakuutus-toimintaa harjoittavien yritysten edustajana sekä markkinoida ja myydä näiden yritysten lukuun

⁹⁷ HE 46/2016 vp eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi s. 16.

niiden tarjoamia palveluja ja tuotteita asiakkaille. Momentissa ei edellytetä, että siinä mainitut yritykset ja vakuutusyhtiö kuuluisivat samaan konserniin. Tuotteiden ja palvelujen markkinointi ja myynti eivät tapahtuisi vakuutusyhtiön omaan lukuun, vaan vakuutusyhtiö toimisi ainoastaan välittäjänä asiakkaan ja yrityksen välillä. Vakuutusyhtiö ei olisi osapuolena tuotteesta tai palvelusta mahdollisesti syntyvässä sopimuksessa. Vakuutusyhtiön tulisi edelleenkin keskittyä vakuutustoiminnan harjoittamiseen eikä sallitun liitännäistoiminnan tulisi nousta olennaiseen asemaan varsinaiseen toimintaan verrattuna.

Ottaen huomioon joukkorahoituksen välittäjien toiminnan monimuotoisuus vakuutusyhtiön tulisi kuitenkin tarkkaan harkita pykälän 3 momentin mukaisten edellytysten täyttymistä eli erityisesti sitä, sopiiko joukkorahoituksen välittäjän tarjoamien palveluiden ja tuotteiden edustaminen vakuutustoiminnan luonteeseen ja ettei liitännäistoiminta vaaranna vakuutettuja etuja tai yhtiön vakavaraisuutta. Vakuutusyhtiöltä pitäisi voida edellyttää erityisiä perusteluja sille, että kyseisen toiminnan voidaan katsoa täyttävän sallitulle liitännäistoiminnalle asetetut edellytykset. Erityisesti on otettava huomioon toimintaa hoitavan henkilöstön asiantuntemuksen riittävyys.

1.3 Muu sääntely

Norminpurku

Norminpurku on pääministeri Juha Sipilän hallituksen kärkihanke 3 ja hallitusohjelmassa käytetty poliittinen iskusana, jonka perusteella voidaan joko luopua sääntelystä, kehittää sääntelyä joustavammaksi tai selvittää sääntelyä. Kysymys on paremmasta sääntelystä. Norminpurku on osa normaalia lainvalmistelua, jonka yhteydessä sääntelyä jatkuvasti myös päivitetään mm. tarpeettoman hallinnollisen taakan poistamiseksi ja uusien liiketoimintamallien mahdollistamiseksi. Sama koskee lakia alemmanasteista sääntelyä. Myös Euroopan komission lippulaiva-hanke EU:n pääomamarkkinaunionista kytkeytyy norminpurkuun, sillä kyseisen hankkeen tavoitteena on vuoteen 2019 mennessä tunnistaa tarpeeton, päällekkäinen, huonosti toimiva ja hallinnollista taakkaa aiheuttava EU-sääntely. Viime aikoina EU:n pääomamarkkinaunionin eteneminen on kuitenkin takellellut lähinnä Brexitin seurauksena.

Rahoitusmarkkinoiden sääntely on yksityiskohtaistunut ja laajentunut huomattavasti vuoden 2008 kansainvälistä finanssikriisiä seuranneen sääntelytulvan seurauksena. Sääntelystä suuri osa on käytännössä EU-lainsäädännön kansallista täytäntöönpanoa, ja esim. kevätistuntokaudella 2016 eduskunnalle annetuista rahoitusmarkkinoihin sääntelyyn liittyvästä viidestä hallituksen esityksestä vain yksi (joukkorahoituslaki) ei sellaisenaan perustunut EU-sääntelyyn. Muut hankkeet liittyivät EU-direktiivin (UCITS V)⁹⁸ ja kolmen EU-asetuksen täytäntöönpanoon (CSDR, MAR, PRIIP⁹⁹).

Kansallisia norminpurkuhankkeita ovat (i) SRL:n kokonaisuudistus, jossa mahdollisuuksien mukaan pyritään keventämään puhtaasti kansallista sääntelyä, jollei sille ole ilmeistä tarvetta (hankkeessa VM:ssä valmistunut arviomuistio on julkistettu 2.11.2016), ja (ii) joukkorahoitus-

⁹⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/91/EU, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 2009/65/EY muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan ja seuraamusten osalta (UCITS V).

⁹⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista (PRIIP).

laki, jossa säädetään useita Finanssivalvonnan ankarana pidettyyn kannanottoon liittyviä lievennyksiä muusta rahoitusmarkkinalainsäädännöstä. Jälkimmäisellä uudistuksella pyritään nimenomaan vähentämään toimialan ja toimijoiden hallinnollista taakkaa ja kustannuksia. Kumpikin norminpurkuhanke liittyy osaltaan joukkolainamarkkinoiden toimintaan.

Finanssivalvonnassa noudatetaan nykyisin vakiintuneesti käytäntöä, jossa EU-sääntelyn muuttuessa arvioidaan, onko Finanssivalvonnan aikaisemmin antama määräys enää tarpeen. Usein määräyksiä kumotaan ja niiden asemesta annetaan ohjeistusta Finanssivalvonnan kotisivuilla (esim. Q&A eli kysymyksiä ja vastauksia, joihin voi liittyä sähköpostitse tulleista kysymyksistä laadittuja esimerkkejä). Toisaalta eurooppalaisten valvontaviranomaisten antamasta sääntelystä ja ohjeistuksesta seuraa, että kansalliset määräykset, ohjeet ja tulkintakannanotot käyvät paljolti tarpeettomiksi. Tällöin ei todellisuudessa kuitenkaan tapahdu norminpurkua, sillä kumotut määräykset ja ohjeet korvataan eurooppalaisten valvontaviranomaisten antamalla sääntelyllä, joka usein on kumottavaa kansallista sääntelyä huomattavasti yksityiskohtaisempaa.

MUUT LAKIEHDOTUKSET JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN KEHITTÄMISEKSI

4.

Laki

lahjanlupauslain 4 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan lahjanlupauslain (625/1947) 4 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on laissa 831/1991, seuraavasti:

4 §

Jos joku lahjoittamisen tarkoituksessa on toisen nimiin

1) luottolaitokseen tallettanut rahaa, arvopapereita tai muuta irtainta omaisuutta,
2) sijoituspalveluyritykseen tallettanut arvopapereita tai rahastoyhtiöön rahasto-osuudesta annetun osuustodistuksen taikka

3) arvopaperikeskukseen tai tilinhoitajaan siirtänyt toisen arvo-osuustilille kirjattavaksi arvo-osuuksia

pidättämättä itselleen oikeutta määrätä siitä, mitä on talletettu tai siirretty, pidetään lahjoitusta täytettynä, kun luottolaitos, sijoituspalveluyritys tai rahastoyhtiö on vastaanottanut lahjoitetun omaisuuden lahjan saajan lukuun tai kun lahjoitetut arvo-osuudet on kirjattu lahjan saajan arvo-osuustilille.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

5.

Laki

yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993) 44 §:ään uusi 5 momentti, seuraavasti:

44 §

Velkajärjestelyn keinot

Saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain (624/2006) 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

Lakiehdotukset 3, 4 ja 5 ovat vaihtoehtoja lakiehdotukselle 2.

6.

Laki

arvopaperimarkkinalain 8 luvun muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään arvopaperimarkkinalain (746/2012) 8 lukuun uusi 6 c §, seuraavasti:

8 luku

Muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia

6 c §

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain (624/2006) 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepää oman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

7.

Laki

luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

lisätään luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014) 15 lukuun uusi 12 b §, seuraavasti:

15 luku

Menettelytavat asiakasliiketoiminnassa

12 b §

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

8.

Laki

vakuutusyhtiölain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan vakuutusyhtiölain (521/2008) 2 luvun 16 §:n 1 momentin 3 kohta,
lisätään 6 lukuun uusi 12 b §, seuraavasti:

2 luku

Vakuutusyhtiön perustaminen ja toimilupa

16 §

Liitännäistoiminnan harjoittaminen

Vakuutusyhtiö saa pääasiallisen toimintansa ohella toimia muun kuin vakuutustoimintaa harjoittavan yrityksen edustajana sekä markkinoida ja myydä tällaisen yrityksen lukuun sen tarjoamia palveluja ja tuotteita asiakkaille, jos kyseinen yritys on:

3) yritys, joka harjoittaa riskienhallintaan, vahingontarkastukseen, vahingontorjuntaan tai niihin rinnastettavaan toimintaan sisältyvien palvelujen tai tuotteiden tarjontaa tai joukkorahoituksen välitystä; taikka

6 luku

Vakuutusyhtiön johto, hallintojärjestelmä ja varojen sijoittaminen

12 b §

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen

osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

9.

Laki

sijoituspalvelulain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 2 §:n 1 momentin 2 kohta ja 18 §:n 1 momentin 5 kohta sekä 10 luvun 2 §:n 1 momentti,
lisätään 4 luvun 2 §:ään uusi 7 momentti, seuraavasti:

1 luku

Yleiset säännökset

2 §

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Tätä lakia ei sovelleta, jos:

2) toimintaa harjoitetaan satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan kuten laissa asianajajista (496/1958) tarkoitetun toiminnan ohessa;

18 §

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Tässä laissa *ammattimaisella asiakkaalla* tarkoitetaan:

5) yhteisösijoittajaa, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen, kuten säätiötä, joka ei ole rajoittanut sijoitustoimintaansa säännöissään ja jonka sijoitustoiminta on merkittävää;

4 luku

Ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen sivuliikkeen perustaminen ja palvelujen tarjoaminen Suomeen

2 §

Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä perustamatta

Ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen liikkeeseenlaskun järjestämiseen liittyviä ulkomailta Suomeen tarjoamia palveluja suomalaisille liikkeeseenlaskijoille ei ole pidettävä tässä pykälässä tarkoitettuina sijoitus- tai oheispalveluina pelkästään sillä perusteella, että liikkeeseenlaskija on suomalainen.

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteessa

2 §

Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa

Sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Sijoituspalvelua ja oheispalvelua tarjottaessa ja markkinoitaessa ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

10.

Laki

kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (748/2012) 2 luvun 26 §:n 4 momentti ja 29 §:n 2 momentti sekä 4 luvun 7 §:n 6 momentti,
lisätään 1 luvun 3 §:ään uusi 2 momentti ja 4 luvun 1 §:ään uusi 3 momentti, seuraavasti:

1 luku

Soveltamisala ja määritelmät

3 §

Pörssiin sovellettava muu lainsäädäntö

Pörssin toiminnassa ja pörssissä toimittaessa ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

2 luku

Pörssitoiminta

26 §

Kaupankäynnin lopettaminen

Pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin 1 momentissa tarkoitettu päätös ja sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä samoin kuin joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitetulla, kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt, sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa 2 momentissa tarkoitettu pörssin päätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Pörssin päätös lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

Arvopaperin poistaminen pörssilistalta

Arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös ja pörssin liikkeeseenlaskijan hakemuksen johdosta tekemä päätös olla poistamatta arvopaperia pörssilistalta Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt, sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi.

4 luku

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä

1 §

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä

Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toiminnassa ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimittaessa ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

7 §

Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla, sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt, sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän edellä 1 momentissa tarkoitettu päätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Päätös kaupankäynnin keskeyttämisestä voidaan saattaa Finanssivalvonnan käsiteltäväksi vain, jos kaupankäynti on ollut keskeytyneenä vähintään kaksi vuorokautta päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän päätös keskeyttää tai lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

11.

Laki

arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain (749/2012) 7 luvun 4 §:n 2 momentti ja 8 luvun 1 §:n 3 momentti,
lisätään 8 luvun 2 §:ään uusi 3 momentti, seuraavasti:

7 luku

Arvopaperin ja rahoitusvälineen liittäminen arvo-osuusjärjestelmään

4 §

Liikkeeseenlaskutili

Liikkeeseenlaskutilille on kirjattava ne tiedot, jotka olisi lain mukaan merkittävä asianomaisesta arvo-osuudesta annettavaan arvopaperiin, sekä liikkeeseen laskettava lukumäärä. Edellä 6 luvun 3 §:n 2 momentin 1 kohdassa tarkoitetuista arvo-osuuksista on liikkeeseenlaskutilille merkittävä lisäksi eräpäivät, lainan mahdollinen vakuus, lainasta maksettava korko tai mahdollinen muu hyvitys, lainan takaisinmaksu- ja muut olennaiset ehdot sekä se, miten lainaehtoja pidetään yleisesti saatavissa, jolleivät ne ole saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitetulta joukkolainanhaltijoiden edustajalta.

8 luku

Erinäiset säännökset

1 §

Hallintarekisteröinti

Hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on ilmoitettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antama kirjallinen vakuutus siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen tai suomalainen yhteisö tai säätiö. Tiedot 6 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle. Tiedot 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava joukkolainanhaltijoiden edustajalle. Omistajan puolesta toimiva, 2 luvun 17 §:ssä tarkoitettu laitos ei kuitenkaan ole velvollinen

antamaan kirjallista vakuutusta silloin, kun kysymys on 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitettua arvo-osuuksista.

2 §

Salassapitovelvollisuus

Arvopaperikeskuksen on pyynnöstä annettava tiedot 6 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitettujen arvo-osuuksien omistajista liikkeeseenlaskijalle ja tiedot 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitettujen arvo-osuuksien omistajista joukkolainanhaltijoiden edustajalle.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

12.

Laki

arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 29 §:n 3 momentti, sellaisena kuin se on laissa 751/2012, seuraavasti:

29 §

Jos maksun toimittaminen on annettu arvopaperikeskuksen tai tilinhoitajan taikka joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitetun joukkolainanhaltijoiden edustajan tehtäväksi, tähän on sovellettava, mitä 1 momentissa säädetään liikkeeseenlaskijasta. Arvo-osuuden liikkeeseenlaskijaa vastaan ei voida esittää vaatimuksia, jos tämä oli ajoissa suorittanut maksun arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle taikka joukkolainanhaltijoiden edustajalle. Sama koskee 2 momentissa tarkoitettua osuuden tai oikeuden antamista.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

13.

Laki

joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan joukkorahoituslain (734/2016) 1 §:n 2 momentti, seuraavasti:

1 §

Sovelletamisala

Mitä tässä laissa säädetään joukkorahoituksen välittäjästä, sovelletaan 3—9 §:ää, 10 §:n 4 momenttia ja 17 §:ää lukuun ottamatta myös joukkorahoitusta välittävään luottolaitokseen, vakuutusyhtiöön, maksulaitokseen, rahastoyhtiöön, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

4.

Laki

lahjanlupauslain 4 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan lahjanlupauslain (625/1947) 4 §:n 1 momentti, sellaisena kuin se on laissa 831/1991, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

4 §

Jos joku lahjoittamisen tarkoituksessa on toisen nimiin

- 1) pankkiin tallettanut rahaa, arvopapereita tai muuta irtainta omaisuutta,
- 2) arvopaperinvälitysliikkeeseen tallettanut arvopapereita taikka

- 3) arvo-osuusrekisteriin siirtänyt toisen arvo-osuustilille kirjattavaksi arvo-osuuksia

pidättämättä itselleen oikeutta määrätä siitä, mitä on talletettu tai siirretty, pidetään lahjoitusta täytettynä, kun pankki tai arvopaperinvälitysliike on vastaanottanut lahjoitetun omaisuuden lahjan saajan lukuun tai kun lahjoitetut arvo-osuudet on kirjattu lahjan saajan arvo-osuustilille.

Ehdotus

4 §

Jos joku lahjoittamisen tarkoituksessa on toisen nimiin

- 1) *luottolaitokseen* tallettanut rahaa, arvopapereita tai muuta irtainta omaisuutta,
- 2) *sijoituspalveluyritykseen* tallettanut arvopapereita *tai rahastoyhtiöön rahasto-osuudesta annetun osuustodistuksen* taikka
- 3) arvopaperikeskukseen *tai tilinhoitajaan* siirtänyt toisen arvo-osuustilille kirjattavaksi arvo-osuuksia

pidättämättä itselleen oikeutta määrätä siitä, mitä on talletettu tai siirretty, pidetään lahjoitusta täytettynä, kun *luottolaitos, sijoituspalveluyritys tai rahastoyhtiö* on vastaanottanut lahjoitetun omaisuuden lahjan saajan lukuun tai kun lahjoitetut arvo-osuudet on kirjattu lahjan saajan arvo-osuustilille.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

.

5.

Laki

yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993) 44 §:ään uusi 5 momentti, seuraa-
vasti:

Voimassa oleva laki

44 §

Velkajärjestelyn keinot

Ehdotus

44 §

Velkajärjestelyn keinot

Saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomallainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnettuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistussuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain (624/2006) 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

Lakiehdotukset 3, 4 ja 5 ovat vaihtoehtoja lakiehdotukselle 2.

6.

Laki

arvopaperimarkkinalain 8 luvun muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään arvopaperimarkkinalain (746/2012) 8 lukuun uusi 6 c §, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

8 luku

Muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia

Ehdotus

8 luku

Muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia

6 c §

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain (624/2006) 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen

osakepää oman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

7.

Laki

luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti

lisätään luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014) 15 lukuun uusi 12 b §, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

15 luku

15 luku

Menettelytavat asiakasliiketoiminnassa

Menettelytavat asiakasliiketoiminnassa

12 b §

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen

muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain 5 luvun säännöksiä yhtiökoukuksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

8.

Laki

vakuutusyhtiölain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan vakuutusyhtiölain (521/2008) 2 luvun 16 §:n 1 momentin 3 kohta,
lisätään 6 lukuun uusi 12 b §, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

2 luku

2 luku

Vakuutusyhtiön perustaminen ja toimilupa

Vakuutusyhtiön perustaminen ja toimilupa

16 §

16 §

Liitännäistoiminnan harjoittaminen

Liitännäistoiminnan harjoittaminen

Vakuutusyhtiö saa pääasiallisen toimintansa ohella toimia muun kuin vakuutustoimintaa harjoittavan yrityksen edustajana sekä markkinoida ja myydä tällaisen yrityksen lukuun sen tarjoamia palveluja ja tuotteita asiakkaille, jos kyseinen yritys on:

Vakuutusyhtiö saa pääasiallisen toimintansa ohella toimia muun kuin vakuutustoimintaa harjoittavan yrityksen edustajana sekä markkinoida ja myydä tällaisen yrityksen lukuun sen tarjoamia palveluja ja tuotteita asiakkaille, jos kyseinen yritys on:

3) yritys, joka harjoittaa riskienhallintaan, vahingontarkastukseen, vahingontorjuntaan tai niihin rinnastettavaan toimintaan sisältyvien palvelujen tai tuotteiden tarjontaa; taikka

3) yritys, joka harjoittaa riskienhallintaan, vahingontarkastukseen, vahingontorjuntaan tai niihin rinnastettavaan toimintaan sisältyvien palvelujen tai tuotteiden tarjontaa tai joukkorahoituksen välitystä; taikka

6 luku

**Vakuutusyhtiön johto, hallintojärjestelmä
ja varojen sijoittaminen**

6 luku

**Vakuutusyhtiön johto, hallintojärjestelmä
ja varojen sijoittaminen**

12 b §

***Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan sa-
neerausmenettely***

Yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993) tarkoitettuun saneerausmenettelyyn asetetun pörssiyhtiön tai liikkeeseenlaskijan, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomallainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistussuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä. Mikäli saneerausohjelmassa määrätään tämän momentin mukaisesti velkojen muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi, osakeyhtiölain 5 luvun säännöksiä yhtiökokouksesta ja 9 luvun säännöksiä osakeannista ei sovelleta lukuun ottamatta osakkeen rekisteröintiä koskevia 9 luvun 14 ja 15 §:ää. Osakkeenomistajalle on kuitenkin tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään. Selvittäjän on haettava uusien osakkeiden ja mahdollisen osakepääoman korotuksen rekisteröimistä kaupparekisteriin, kun saneerausohjelma on vahvistettu.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

9.

Laki

sijoituspalvelulain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 2 §:n 1 momentin 2 kohta ja 18 §:n 1 momentin 5 kohta sekä 10 luvun 2 §:n 1 momentti,
lisätään 4 luvun 2 §:ään uusi 7 momentti, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 luku

1 luku

Yleiset säännökset

Yleiset säännökset

2 §

2 §

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Tätä lakia ei sovelleta, jos:

Tätä lakia ei sovelleta, jos:

2) toimintaa harjoitetaan satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan ohessa;

2) toimintaa harjoitetaan satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan *kuten laissa asianajajista (496/1958) tarkoitetun toiminnan* ohessa;

18 §

18 §

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Tässä laissa *ammattimaisella asiakkaalla* tarkoitetaan:

Tässä laissa *ammattimaisella asiakkaalla* tarkoitetaan:

5) yhteisösijoittajaa, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen;

5) yhteisösijoittajaa, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen, *kuten säätiötä, joka ei ole rajoittanut sijoitustoimintaansa säännöissään ja jonka sijoitustoiminta on merkittävää;*

4 luku

**Ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen
sivuliikkeen perustaminen ja palvelujen
tarjoaminen Suomeen**

2 §

*Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä pe-
rustamatta*

4 luku

**Ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen
sivuliikkeen perustaminen ja palvelujen
tarjoaminen Suomeen**

2 §

*Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä pe-
rustamatta*

*Ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen
liikkeeseenlaskun järjestämiseen liittyviä ul-
komailta Suomeen tarjoamia palveluja suo-
malaisille liikkeeseenlaskijoille ei ole pidet-
tävä tässä pykälässä tarkoitettuina sijoitus-
tai oheispalveluina pelkästään sillä perus-
teella, että liikkeeseenlaskija on suomalai-
nen.*

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteessa

2 §

*Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheis-
palvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa*

Sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoami-
sessa on toimittava rehellisesti, tasapuolises-
ti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukai-
sesti.

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteessa

2 §

*Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheis-
palvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa*

Sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoami-
sessa on toimittava rehellisesti, tasapuolises-
ti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukai-
sesti. Sijoituspalvelua ja oheispalvelua tar-
jottaessa ja markkinoitaessa ei saa menetellä
arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä sää-
detyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vas-
taisesti.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

10.

Laki

kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (748/2012) 2 luvun 26 §:n 4 momentti ja 29 §:n 2 momentti sekä 4 luvun 7 §:n 6 momentti,
lisätään 1 luvun 3 §:ään uusi 2 momentti ja 4 luvun 1 §:ään uusi 3 momentti, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 luku

1 luku

Soveltamisala ja määritelmät

Soveltamisala ja määritelmät

3 §

3 §

Pörssiin sovellettava muu lainsäädäntö

Pörssiin sovellettava muu lainsäädäntö

2 luku

2 luku

Pörssitoiminta

Pörssitoiminta

26 §

26 §

Kaupankäynnin lopettaminen

Kaupankäynnin lopettaminen

Pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin 1 momentissa tarkoitettu päätös ja sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä samoin kuin sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa 2 momentissa tarkoitettu pörssin päätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Pörssin päätös lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattami-

Pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin 1 momentissa tarkoitettu päätös ja sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä samoin kuin joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitetulla, kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättännyt, sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa 2 momentissa tarkoitettu pörssin päätös Finanssivalvonnan käsiteltä-

sesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

väksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Pörssin päätös lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

29 §

Arvopaperin poistaminen pörssilistalta

Arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös ja pörssin liikkeeseenlaskijan hakemuksen johdosta tekemä päätös olla poistamatta arvopaperia pörssilistalta Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja sijoittajalla, joka omistaa tarkoitettuja arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi.

29 §

Arvopaperin poistaminen pörssilistalta

Arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös ja pörssin liikkeeseenlaskijan hakemuksen johdosta tekemä päätös olla poistamatta arvopaperia pörssilistalta Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja *kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt, sekä* sijoittajalla, joka omistaa *kyseisiä* arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa pörssin listalta poistamispäätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava pörssille asian saattamisesta sen käsiteltäväksi.

4 luku

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä

1 §

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä

4 luku

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä

1 §

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä

Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toiminnassa ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimittaessa ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla, sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän edellä 1 momentissa tarkoitettu päätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Päätös kaupankäynnin keskeyttämisestä voidaan saattaa Finanssivalvonnan käsiteltäväksi vain, jos kaupankäynti on ollut keskeytyneenä vähintään kaksi vuorokautta päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän päätös keskeyttää tai lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä

Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla, sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä ja kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt, sekä sijoittajalla, joka omistaa kyseisiä arvopapereita tai niihin oikeuttavia arvopapereita, on oikeus saattaa monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän edellä 1 momentissa tarkoitettu päätös Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Päätös kaupankäynnin keskeyttämisestä voidaan saattaa Finanssivalvonnan käsiteltäväksi vain, jos kaupankäynti on ollut keskeytyneenä vähintään kaksi vuorokautta päätöksestä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän päätös keskeyttää tai lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

11.

Laki

arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain (749/2012) 7 luvun 4 §:n 2 momentti ja 8 luvun 1 §:n 3 momentti,
lisätään 8 luvun 2 §:ään uusi 3 momentti, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

7 luku

7 luku

Arvopaperin ja rahoitusvälineen liittäminen arvo-osuusjärjestelmään

Arvopaperin ja rahoitusvälineen liittäminen arvo-osuusjärjestelmään

4 §

4 §

Liikkeeseenlaskutili

Liikkeeseenlaskutili

Liikkeeseenlaskutilille on kirjattava ne tiedot, jotka olisi lain mukaan merkittävä asianomaisesta arvo-osuudesta annettavaan arvopaperiin, sekä liikkeeseen laskettava lukumäärä. Edellä 6 luvun 3 §:n 2 momentin 1 kohdassa tarkoitetuista arvo-osuuksista on liikkeeseenlaskutilille merkittävä lisäksi eräpäivät, lainan mahdollinen vakuus, lainasta maksettava korko tai mahdollinen muu hyvitys, lainan takaisinmaksu- ja muut olennaiset ehdot sekä se, miten lainaehtoja pidetään yleisesti saatavissa.

Liikkeeseenlaskutilille on kirjattava ne tiedot, jotka olisi lain mukaan merkittävä asianomaisesta arvo-osuudesta annettavaan arvopaperiin, sekä liikkeeseen laskettava lukumäärä. Edellä 6 luvun 3 §:n 2 momentin 1 kohdassa tarkoitetuista arvo-osuuksista on liikkeeseenlaskutilille merkittävä lisäksi eräpäivät, lainan mahdollinen vakuus, lainasta maksettava korko tai mahdollinen muu hyvitys, lainan takaisinmaksu- ja muut olennaiset ehdot sekä se, miten lainaehtoja pidetään yleisesti saatavissa, *jolleivät ne ole saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/)* tarkoitettulta joukkolainanhaltijoiden edustajalta.

8 luku

Erinäiset säännökset

1 §

Hallintarekisteröinti

Hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on ilmoitettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antaman kirjallisen vakuutuksen siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen tai suomalainen yhteisö tai säätiö. Tiedot 6 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle. Omistajan puolesta toimiva, 2 luvun 17 §:ssä tarkoitettu laitos ei kuitenkaan ole velvollinen antamaan kirjallista vakuutusta silloin, kun kysymys on 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista.

8 luku

Erinäiset säännökset

1 §

Hallintarekisteröinti

Hallintarekisteröinnin hoitajan on pyynnöstä ilmoitettava Finanssivalvonnalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi, jos se on tiedossa, ja se, kuinka monta arvo-osuutta omistajalla on. Jollei arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitajan on ilmoitettava vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän *antama kirjallinen vakuutus* siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen tai suomalainen yhteisö tai säätiö. Tiedot 6 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava myös liikkeeseenlaskijalle. *Tiedot 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista on pyynnöstä annettava joukkolainanhaltijoiden edustajalle.* Omistajan puolesta toimiva, 2 luvun 17 §:ssä tarkoitettu laitos ei kuitenkaan ole velvollinen antamaan kirjallista vakuutusta silloin, kun kysymys on 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitetuista arvo-osuuksista.

2 §

Salassapitovelvollisuus

Arvopaperikeskuksen on pyynnöstä annettava tiedot 6 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitettujen arvo-osuuksien omistajista liikkeeseenlaskijalle ja tiedot 6 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitettujen arvo-osuuksien omistajista joukkolainanhaltijoiden edustajalle.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

12.

Laki

arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 29 §:n 3 momentti, sellaisena kuin se on laissa 751/2012, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

29 §

Jos maksun toimittaminen on annettu arvopaperikeskuksen tai tilinhoitajan tehtäväksi, tähän on sovellettava, mitä 1 momentissa säädetään liikkeeseenlaskijasta. Arvo-osuuden liikkeeseenlaskijaa vastaan ei voida esittää vaatimuksia, jos tämä oli ajoissa suorittanut maksun arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle. Sama koskee 2 momentissa tarkoitetun osuuden tai oikeuden antamista.

Ehdotus

29 §

Jos maksun toimittaminen on annettu arvopaperikeskuksen tai tilinhoitajan *taikka joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitetun joukkolainanhaltijoiden edustajan* tehtäväksi, tähän on sovellettava, mitä 1 momentissa säädetään liikkeeseenlaskijasta. Arvo-osuuden liikkeeseenlaskijaa vastaan ei voida esittää vaatimuksia, jos tämä oli ajoissa suorittanut maksun arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle *taikka joukkolainanhaltijoiden edustajalle*. Sama koskee 2 momentissa tarkoitetun osuuden tai oikeuden antamista.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20

.

13.

Laki

joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan joukkorahoituslain (734/2016) 1 §:n 2 momentti, seuraavasti:

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 §

1 §

Soveltamisala

Soveltamisala

— — — — —
Mitä tässä laissa säädetään joukkorahoituksen välittäjästä, sovelletaan 3—9 §:ää, 10 §:n 4 momenttia ja 17 §:ää lukuun ottamatta myös joukkorahoitusta välittävään luottolaitokseen, maksulaitokseen, rahastoyhtiöön, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.
— — — — —

— — — — —
Mitä tässä laissa säädetään joukkorahoituksen välittäjästä, sovelletaan 3—9 §:ää, 10 §:n 4 momenttia ja 17 §:ää lukuun ottamatta myös joukkorahoitusta välittävään luottolaitokseen, *vakuutusyhtiöön*, maksulaitokseen, rahastoyhtiöön, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.
— — — — —

— — — — —
Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20
.

ÖVRIGA LAGFÖRSLAG FÖR UTVECKLING AV MARKNADEN FÖR OBLIGATIONSLÅN

4.

Lag

om ändring av 4 § i lagen om gåvoutfästelser

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gåvoutfästelser (625/1947) 4 § 1 mom., sådant det lyder i lag 831/1991,
som följer:

4 §

Har någon som gåva i någon annans namn

- 1) deponerat pengar, värdepapper eller annan lös egendom i ett kreditinstitut,
- 2) deponerat värdepapper i ett värdepappersföretag eller andelsbevis över fondandelar i ett fondbolag, eller
- 3) överfört värdeandelar till en värdepapperscentral eller kontoförvaltare för registrering på någon annans värdeandelskonto

utan att förbehålla sig rätten att förfoga över det som har deponerats eller överförts, anses gåvan fullbordad när kreditinstitutet, värdepappersföretaget eller fondbolaget har tagit emot den överlåtna egendomen för gåvotagarens räkning eller när de överlåtna värdeandelarna har noterats på hans eller hennes värdeandelskonto.

Denna lag träder i kraft den 20 .

5.

Lag

om ändring av 44 § i lagen om företagssanering

I enlighet med riksdagens beslut
fogas till 44 § i lagen om företagssanering (47/1993) ett nytt 5 mom. som följer:

44 §

Skuldsaneringsmetoder

I saneringsprogrammet kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuldförhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade

fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen (624/2006) och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

Lagförslagen 3, 4 och 5 är alternativ till lagförslag 2.

6.

Lag

om ändring av 8 kap. i värdepappersmarknadslagen

I enlighet med riksdagens beslut
fögas till 8 kap. i värdepappersmarknadslagen (746/2012) en ny 6 c § som följer:

8 kap.

Annan informationsskyldighet och andra särskilda skyldigheter

6 c §

Saneringsförfarande för emittenter av obligationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars obligationslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuld förhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5

kap. i aktiebolagslagen (624/2006) och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

7.

Lag

om ändring av 15 kap. i kreditinstitutslagen

I enlighet med riksdagens beslut
fogas till 15 kap. i kreditinstitutslagen (610/2014) en ny 12 b § som följer:

15 kap.

Förfaranden vid kundtransaktioner

12 b §

Saneringsförfarande för emittenter av obligationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars obligationslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuld förhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

8.

Lag

om ändring av försäkringsbolagslagen

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i försäkringsbolagslagen (521/2008) 2 kap. 16 § 1 mom. 3 punkten och
fogas till 6 kap. en ny 12 b § som följer:

2 kap.

Bildande av försäkringsbolag och koncession

16 §

Bedrivande av anknytande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvudsakliga verksamhet vara representant för ett annat företag än ett sådant som bedriver försäkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

3) ett företag som tillhandahåller tjänster eller produkter i anslutning till riskkontroll, skadeinspektion, skadebekämpning eller därmed jämförbar verksamhet eller förmedling av gräsrotsfinansiering, eller

6 kap.

Försäkringsbolagets ledning, företagsstyrningssystem och placering av tillgångar

12 b §

Saneringsförfarande för emittenter av obligationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars masskuldebrevslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuld-förhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om regi-

strering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

9.

Lag

om ändring av lagen om investeringstjänster

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om investeringstjänster (747/2012) 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten och 18 § 1 mom. 5 punkten samt 10 kap. 2 § 1 mom. och
fogas till 4 kap. 2 § ett nytt 6 mom. som följer:

1 kap.

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras i lag, såsom verksamhet som avses i lagen om advokater (496/1958),

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) institutionella investerare vars huvudverksamhet är att investera i finansiella instrument, såsom stiftelser som inte har begränsat sin investeringsverksamhet i sina stadgar och vars investeringsverksamhet är betydande,

4 kap.

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

Tjänster som i samband med ett utländskt EES-värdepappersföretags emission tillhandahålls från utlandet i Finland för finländska emittenter ska inte anses vara sådana investerings- eller sidotjänster som avses i denna paragraf enbart på grund av att emittenten är finländsk.

10 kap.

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen. Vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

Denna lag träder i kraft den 20 .

10.

Lag

om ändring av lagen om handel med finansiella instrument

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om handel med finansiella instrument (748/2012) 2 kap. 26 § 4 mom. och
29 § 2 mom. samt 4 kap. 7 § 6 mom. och
fogas till 1 kap. 3 § ett nytt 2 mom. och till 4 kap. 1 § ett nytt 3 mom. som följer:

1 kap.

Tillämpningsområde och definitioner

3 §

Annan lagstiftning som är tillämplig på börser

I börsens verksamhet och vid verksamhet på börsen får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

2 kap.

Börsverksamhet

26 §

Avslutande av handel

Emittenten av värdepapper som är föremål för börshandel har rätt att hänskjuta beslut som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/), om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har samma rätt i fråga om beslut som börsen fattat med stöd av 2 mom. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits dit. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller be-
svärsmyndigheten beslutar något annat.

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån, om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till den.

4 kap.

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

I multilaterala handelsplattformars verksamhet och vid verksamhet på multilaterala handelsplattformar får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknads- sed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån, om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits dit. Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller besvärsmyndigheten beslutar något annat.

Denna lag träder i kraft den 20 .

11.

Lag

om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet (749/2012) 7 kap. 4 § 2 mom. och 8 kap. 1 § 3 mom. och
fogas till 8 kap. 2 § ett nytt 3 mom. som följer:

7 kap.

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

4 §

Emissionskonto

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga, om de inte är tillgängliga hos ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/).

8 kap.

Särskilda bestämmelser

1 §

Förvaltarregistrering

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeandelar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. ska på begäran lämnas till ombudet för innehavarna av obligationslånet. Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

2 §

Tystnadsplikt

En värdepapperscentral ska på begäran till emittenten lämna ut uppgifter om ägarna till sådana värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. och till ombudet för innehavarna av obligationslånet uppgifter om ägarna till sådana värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 .

12.

Lag

om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelskonton (827/1991) 29 § 3 mom., sådant det lyder i lag 751/2012, som följer:

Om värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/) har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på dem tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ombudet för innehavare av obligationslån i tid. Det samma gäller emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 .

13.

Lag

om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) 1 § 2 mom. som följer:

1 §

Tillämpningsområde

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, försäkringsbolag, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Denna lag träder i kraft den 20 .

4.

Lag

om ändring av 4 § i lagen om gåvoutfästelser

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gåvoutfästelser (625/1947) 4 § 1 mom., sådant det lyder i lag 831/1991,
som följer:

Gällande lydelse

4 §

Har någon som gåva i någon annans namn

- 1) deponerat pengar, värdepapper eller annan lös egendom i en bank,
- 2) deponerat värdepapper i en värdepappersförmedlingsrörelse, eller
- 3) överfört värdeandelar för notering på dennes värdeandelskonto i ett värdeandelsregister

utan att förbehålla sig rätten att förfoga över det som har deponerats eller överförts, anses gåvan fullbordad när banken eller värdepappersförmedlingsrörelsen har tagit emot den överlåtna egendomen för gåvotagarens räkning eller när de överlåtna värdeandelarna har noterats på hans värdeandelskonto.

Föreslagen lydelse

4 §

Har någon som gåva i någon annans namn

- 1) deponerat pengar, värdepapper eller annan lös egendom i ett *kreditinstitut*,
- 2) deponerat värdepapper i ett *värdepappersföretag eller andelsbevis över fondandelar i ett fondbolag*, eller
- 3) överfört värdeandelar *till en värdepapperscentral eller kontoförvaltare för registrering på någon annans värdeandelskonto*

utan att förbehålla sig rätten att förfoga över det som har deponerats eller överförts, anses gåvan fullbordad när *kreditinstitutet, värdepappersföretaget eller fondbolaget* har tagit emot den överlåtna egendomen för gåvotagarens räkning eller när de överlåtna värdeandelarna har noterats på hans eller hennes värdeandelskonto.

Denna lag träder i kraft den 20 .

5.

Lag

om ändring av 44 § i lagen om företagssanering

I enlighet med riksdagens beslut
fögas till 44 § i lagen om företagssanering (47/1993) ett nytt 5 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

44 §

44 §

Skuldsaneringsmetoder

Skuldsaneringsmetoder

I saneringsprogrammet kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuld förhållande har rätt att få sina på saneringskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen (624/2006) och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

6.

Lag

om ändring av 8 kap. i värdepappersmarknadslagen

I enlighet med riksdagens beslut
fogas till 8 kap. i värdepappersmarknadslagen (746/2012) en ny 6 c § som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

8 kap

8 kap

**Annan informationsskyldighet och andra
särskilda skyldigheter**

**Annan informationsskyldighet och andra
särskilda skyldigheter**

6 c §

Saneringsförfarande för emittenter av obli- gationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars obligationslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuldförhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen (624/2006) och om aktiee-

mission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknandet av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

7.

Lag

om ändring av 15 kap. i kreditinstitutslagen

I enlighet med riksdagens beslut
fogas till 15 kap. i kreditinstitutslagen (610/2014) en ny 12 b § som följer:

Gällande lydelse

15 kap

Förfaranden vid kundtransaktioner

Föreslagen lydelse

15 kap

Förfaranden vid kundtransaktioner

12 b

Saneringsförfarande för emittenter av obligationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars obligationslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuldförhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget.

En omvandling får dock inte göras till ett be-
lopp som medför att den sammanlagda ägar-
andelen för gäldenärsbolagets aktieägare
blir mindre än en tiondel av alla aktier och
röster i gäldenärsbolaget. Om det i sane-
ringsprogrammet i enlighet med detta mo-
ment bestäms att skulder ska omvandlas till
aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte be-
stämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i
aktiebolagslagen och om aktieemission i 9
kap. i den lagen, med undantag för bestäm-
melserna om registrering av aktier i 9 kap.
14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska
dock ges lika möjligheter att delta i tecknan-
det av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka
om registrering av de nya aktierna och en
eventuell höjning av aktiekapitalet hos han-
delsregistret när saneringsprogrammet har
fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

8.

Lag

om ändring av försäkringsbolagslagen

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i försäkringsbolagslagen (521/2008) 2 kap. 16 § 1 mom. 3 punkten och
fogas till 6 kap. en ny 12 b § som följer:

Gällande lydelse

2 kap

Bildande av försäkringsbolag och koncess- ion

16 §

Bedrivande av anknytande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvud-
sakliga verksamhet vara representant för ett
annat företag än ett sådant som bedriver för-

Föreslagen lydelse

2 kap

Bildande av försäkringsbolag och koncess- ion

16 §

Bedrivande av anknytande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvud-
sakliga verksamhet vara representant för ett
annat företag än ett sådant som bedriver för-

säkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

3) ett företag som tillhandahåller tjänster eller produkter i anslutning till riskkontroll, skadeinspektion, skadebekämpning eller därmed jämförbar verksamhet, eller

säkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

3) ett företag som tillhandahåller tjänster eller produkter i anslutning till riskkontroll, skadeinspektion, skadebekämpning eller därmed jämförbar verksamhet eller förmedling av gräsrotsfinansiering, eller

6 kap.

Försäkringsbolagets ledning, företagsstyrningssystem och placering av tillgångar

12 b §

Saneringsförfarande för emittenter av obligationslån

I saneringsprogrammet för ett börsbolag eller en emittent som omfattas av ett sådant saneringsförfarande som avses i lagen om företagssanering (47/1993) och vars masskuldebrevslån har upptagits till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform kan det bestämmas att borgenärer för kapitallån och andra borgenärer än borgenärer i säkerhetsskuldförhållande har rätt att få sina på saneringsskulder grundade fordringar omvandlade till aktier i gäldenärsbolaget. I saneringsprogrammet ska det då bestämmas ett totalbelopp till vilket beloppet av de nedskrivningsbara skulderna ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget. En omvandling får dock inte göras till ett belopp som medför att den sammanlagda ägarandelen för gäldenärsbolagets aktieägare blir mindre än en tiondel av alla aktier och röster i gäldenärsbolaget. Om det i saneringsprogrammet i enlighet med detta moment bestäms att skulder ska omvandlas till aktier i gäldenärsbolaget, tillämpas inte bestämmelserna om bolagsstämma i 5 kap. i aktiebolagslagen och om aktieemission i 9 kap. i den lagen, med undantag för bestämmelserna om registrering av aktier i 9 kap. 14 och 15 § i nämnda lag. Aktieägarna ska dock ges lika möjligheter att delta i tecknan-

det av de nya aktierna. Utredaren ska ansöka om registrering av de nya aktierna och en eventuell höjning av aktiekapitalet hos handelsregistret när saneringsprogrammet har fastställts.

Denna lag träder i kraft den 20 .

9.

Lag

om ändring av lagen om investeringstjänster

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om investeringstjänster (747/2012) 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten och 18 § 1 mom. 5 punkten samt 10 kap. 2 § 1 mom. och
fogas till 4 kap. 2 § ett nytt 6 mom. som följer:

Gällande lydelse

1 kap

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras i lag,

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) institutionella investerare vars huvud-

Föreslagen lydelse

1 kap

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras i lag, såsom verksamhet som avses i lagen om advokater (496/1958),

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) institutionella investerare vars huvud-

verksamhet är att investera i finansiella instrument,

verksamhet är att investera i finansiella instrument, såsom stiftelser som inte har begränsat sin investeringsverksamhet i sina stadgar och vars investeringsverksamhet är betydande,

4 kap

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

4 kap

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

Tjänster som i samband med ett utländskt EES-värdepappersföretags emission tillhandahålls från utlandet i Finland för finländska emittenter ska inte anses vara sådana investerings- eller sidotjänster som avses i denna paragraf enbart på grund av att emittenten är finländsk.

10 kap

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen.

10 kap

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen. Vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

Denna lag träder i kraft den 20 .

10.

Lag

om ändring av lagen om handel med finansiella instrument

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om handel med finansiella instrument (748/2012) 2 kap. 26 § 4 mom. och
29 § 2 mom. samt 4 kap. 7 § 6 mom. och
fogas till 1 kap. 3 § ett nytt 2 mom. och till 4 kap. 1 § ett nytt 3 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

1 kap

1 kap

Tillämpningsområde och definitioner

Tillämpningsområde och definitioner

3 §

3 §

*Annan lagstiftning som är tillämplig på
börser*

*Annan lagstiftning som är tillämplig på
börser*

*I börsens verksamhet och vid verksamhet
på börsen får inte sådana förfaranden till-
lämpas som strider mot god värdepappers-
marknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepap-
persmarknadslagen.*

2 kap

2 kap

Börsverksamhet

Börsverksamhet

26 §

26 §

Avslutande av handel

Avslutande av handel

Emittenten av värdepapper som är föremål
för börshandel har rätt att hänskjuta beslut
som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Fi-
nansinspektionen inom 30 dagar från beslu-
tet. Registrerade föreningar vars syfte är att
bevaka investerarnas intressen och investe-
rare som äger sådana värdepapper eller till
sådana berättigande värdepapper har samma
rätt i fråga om beslut som börsen fattat med
stöd av 2 mom. Finansinspektionen ska un-

Emittenten av värdepapper som är föremål
för börshandel har rätt att hänskjuta beslut
som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Fi-
nansinspektionen inom 30 dagar från beslu-
tet. Registrerade föreningar vars syfte är att
bevaka investerarnas intressen och för obli-
gationslånet i fråga utsedda ombud för inne-
havare av obligationslån som avses i lagen
om ombud för innehavare av obligationslån (/), om detta har beslutats vid obligationslå-

derrätta börsen om att ärendet har hänskjutits dit. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller be-
svärsmyndigheten beslutar något annat.

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att bevaka investerarnas intressen samt en investerare som äger värdepapper av samma slag eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har överförs till den.

4 kap

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

*ne innehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har samma rätt i fråga om beslut som börsen fattat med stöd av 2 mom. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits dit. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller be-
svärsmyndigheten beslutar något annat.*

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att bevaka investerarnas intressen *och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån, om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte*, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till den.

4 kap

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

I multilaterala handelsplattformars verksamhet och vid verksamhet på multilaterala handelsplattformar får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värde-

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits dit. Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller besvärsmyndigheten beslutar något annat.

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån, om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits dit. Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller besvärsmyndigheten beslutar något annat.

Denna lag träder i kraft den 20 .

11.

Lag

om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet (749/2012) 7 kap. 4 §
2 mom. och 8 kap. 1 § 3 mom. och
fogas till 8 kap. 2 § ett nytt 3 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

7 kap

7 kap

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

4 §

4 §

Emissionskonto

Emissionskonto

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga.

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga, *om de inte är tillgängliga hos ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/).*

8 kap

8 kap

Särskilda bestämmelser

Särskilda bestämmelser

1 §

1 §

Förvaltarregistrering

Förvaltarregistrering

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeandelar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

2 §

Tystnadsplikt

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeandelar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. *Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. ska på begäran lämnas till ombudet för innehavarna av obligationslånet.* Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom

2 §

Tystnadsplikt

En värdepapperscentral ska på begäran till emittenten lämna ut uppgifter om ägarna till sådana värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. och till ombudet för innehavarna av obligationslånet uppgifter om ägarna till sådana värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 .

12.

Lag

om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelskonton (827/1991) 29 § 3 mom., sådant det lyder i lag 751/2012, som följer:

Denna lag träder i kraft den 20 .

Gällande lydelse

29 §

Om värdepapperscentralen eller kontoförvaltaren har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på den tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen eller kontoförvaltaren i tid. Detsamma gäller emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

Föreslagen lydelse

29 §

Om värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/) har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på den tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ombudet för innehavare av obligationslån i tid. Detsamma gäller emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

13.

Lag

om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) 1 § 2 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

1 §

1 §

Tillämpningsområde

Tillämpningsområde

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, *försäkringsbolag*, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Denna lag träder i kraft den 20 .

Joukkolainamarkkinoiden kehittämistarve

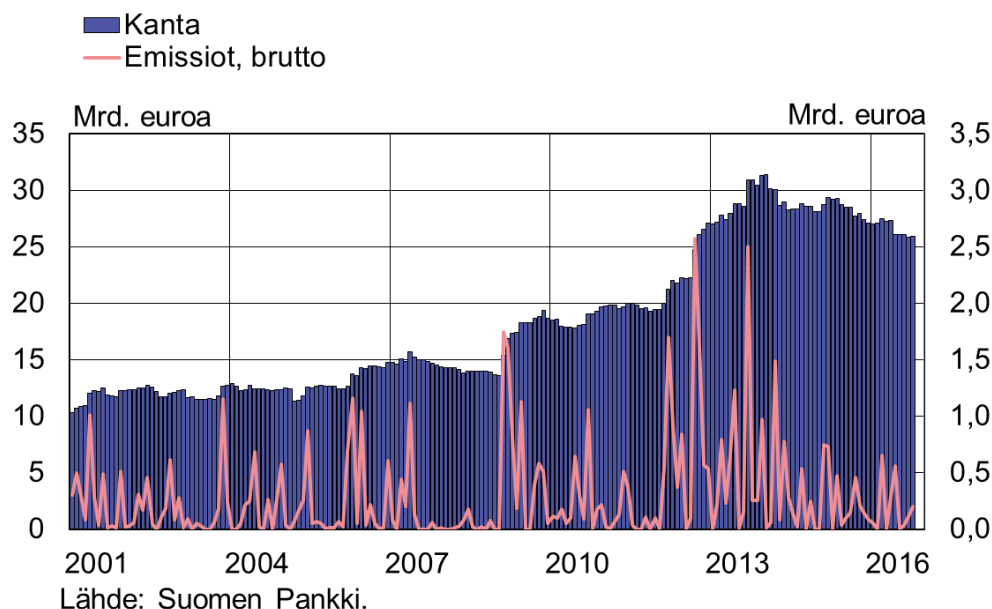
Sisällys

- 1 Joukkolainamarkkinat osana muuta yritysrahoitusta
 - 1.1 Hallitusohjelman linjaukset
 - 1.2 Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukyky
 - 1.3 Kansainvälinen vertailu pk-joukkolainamarkkinoista
- 2 Kotimaiset toimenpiteet markkinoiden kehittämiseksi
 - 2.1 Pääomamarkkinat ja kasvu -raportti
 - 2.2 Finanssifoorumien tulemat
 - 2.2.1 Joukkolainamarkkinat ja piensijoittajat
 - 2.2.2 Luottoluokitus osana joukkolainamarkkinoiden kehittämistä
 - 2.2.3 Yhteenveto
 - 2.3 Markkina-analyysit
 - 2.3.1 Vuoden 2013 yrityskysely rahoituksesta
 - 2.3.2 VM:n ja TEM:n kasvuyrityskysely 2014 - 2015
 - 2.3.3 Syksyn 2016 pk-yritysbarometri
 - 2.3.4 Suurten yritysten näkemykset joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen
 - 2.3.5 Sijoittajakysynnän selvittäminen

1 Joukkolainamarkkinat osana muuta yritysrahoitusta

Joukkolainojen kanta on viime vuosina laskenut runsaan 30 mrd. euron tasosta noin 25 mrd. euroon, mikä johtuu isojen yhtiöiden, lähinnä pörssiyhtiöiden, rahoitustarpeista (Kuvio 1). Vuonna 2012 markkinat elpyivät rahoitusmarkkinakriisin notkahduksen jälkeen ja joukkolainoja laskettiin liikkeeseen yhteensä noin 10 mrd. euron arvosta. Tästä noin 3,5 mrd. euroa oli luottoluokittamattomien yhtiöiden lainoja. Listattuja joukkolainoja oli 450 kpl ja tyypillinen liikkeeseenlaskukoko 50 - 200 milj. euroa. Kolmen viime vuoden aikana joukkolainoja on laskettu liikkeeseen selvästi vähemmän, niiden arvo oli 3,6 mrd. euroa vuonna 2014, 2,8 mrd. euroa vuonna 2015 ja 1,4 mrd. euroa tammi-lokakuussa 2016.

Kuvio 1. Suomalaisten yritysten (ml. asuntoyhteisöt) Suomessa ja ulkomailla liikkeeseen laskemien joukkolainojen bruttomäärä ja kanta

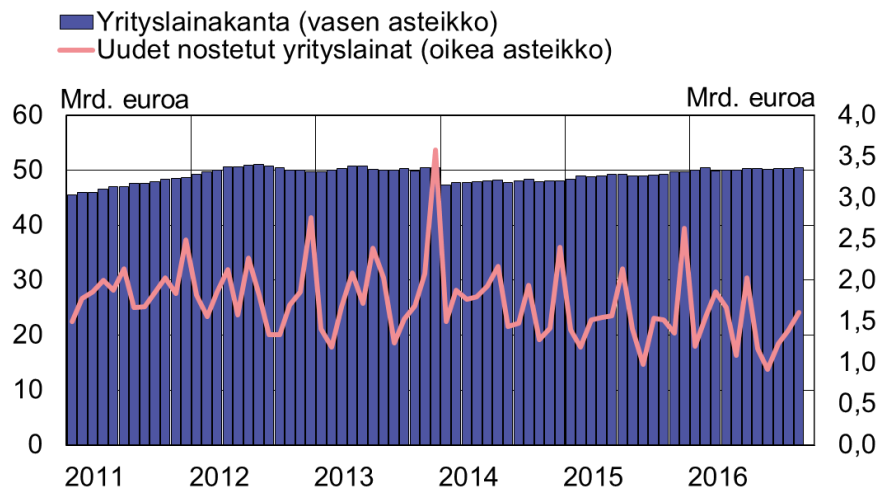


Suomalaisten luottolaitosten, lähinnä pankkien, suomalaisille yrityksille myöntämät lainat ovat viimeisen kolmen vuoden aikana vuosittain lievästi laskeneet. Yrityksille myönnettyjen euromääräisten lainojen kanta oli vuoden 2016 lopussa noin 50 mrd. euroa (Kuvio 2). Suomalaisten yritysten kotimaisilta luottolaitoksilta (pl. asuntoyhteisöt) otettujen lainojen nostot ovat olleet seuraavat:

2012	22 mrd. euroa
2013	22,6 mrd. euroa
2014	21 mrd. euroa
2015	19 mrd. euroa
2016	15,7 mrd. euroa (tammi-marraskuu)

Uusien liikkeeseen laskettujen yrityslainojen kesvikorko oli 1,88 % marraskuussa 2016.

Kuvio 2. Suomalaisen luottolaitosten suomalaisille yrityksille myöntämät lainat

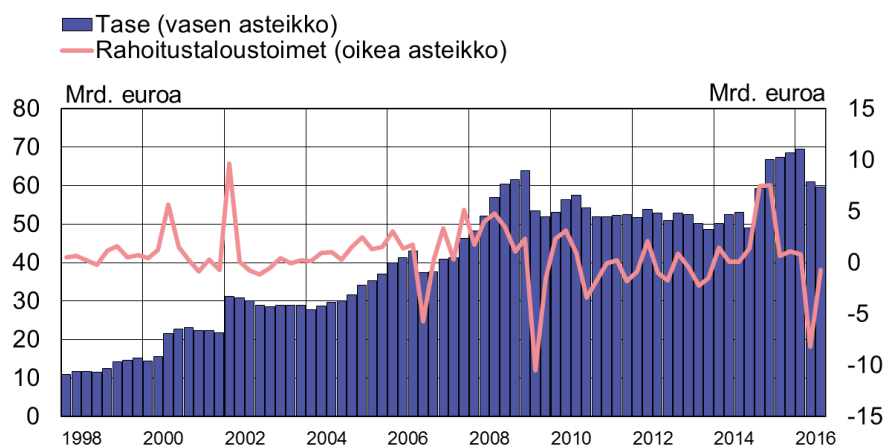


Lähde: Suomen Pankki.

* 2014 uuden sektoriluokituksen käyttöönotto.

Yritysten rahoitusympäristö on hyvin kansainvälinen ja yhä vähemmän riippuvainen kansallisista rahoitusmarkkinoista. Finanssikriisin jälkeen luotto- ja vakuutuslaitosten pääomavaatimukset ovat kiristyneet, minkä vuoksi suomalaiset yritykset hankkivat rahoitusta aiempaa enemmän luottolaitoksista riippumattomista ja kansainvälisistä lähteistä. Suomalaisen yritysten ulkomailta ottamien lainojen kanta on nopeasti noussut 50 mrd. euron tasosta vuonna 2015 ensin 70 mrd. euroon ja laskenut sitten 60 mrd. euron tasoon (Kuvio 3).

Kuvio 3. Suomalaisen yritysten ulkomailta ottamien lainojen kanta ja rahoitustaloustoimet



Lähde: Tilastokeskus.

* Rahoitustaloustoimet kuvaavat rahoitusvarojen ja velkojen hankintoja sekä varojen myyntejä ja velkojen kuoletuksia.

1.1 Hallitusohjelman linjaukset

Yritysrahoituksen edistäminen on ollut useassa hallitusohjelmassa tärkeällä sijalla. Pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelman mukaan hallituksen tavoitteena on tehdä Suomesta kilpailukykyisempi myös uudistamalla yrittämisen, omistamisen ja investoimisen verotusta. Hallitusohjelman ns. kärkihankkeita ovat mm. pk-yritysten rahoituksen helpottaminen sekä kotimaisten ja ulkomaisten investointien edistäminen.

Panostukset rahoitetaan pääosin omaisuustuloilla. Lisäksi hyödynnetään EU:n strategisten investointien rahastoa ja Euroopan investointipankin välineitä näiden painopistealueiden tavoitteiden aikaansaamiseksi.

Ohjelmansa mukaan hallitus tavoittelee yritysten rahoitusaseman ja oman pääoman aseman vahvistamista. Hallitus edistää merkittävää, mutta markkinaehtoiseen tarpeeseen perustuvaa lisärahoituksen kokoamista yritysrahoitukseen. Hallitus edistää välirahoitusrahastojen perustamista hyödyntämällä EU:n uusia kasvurahastoinstrumentteja. Mm. yritysten toiminta- ja säädösympäristöä luvataan virtaviivaistaa, tehostaa Team Finlandin vaikuttavuutta ja vahvistaa yritysrahoituksen välineitä.

Yhteydet joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen

Hallituksen tavoitteena on parantaa yritysten rahoitusasemaa vähintään keskeisten kilpailijamaiden tasolle. Kasvurahoitusta vahvistetaan lisäämällä julkisten rahoituslaitosten (Finnvera, Teollisuussijoitus, Innovaatorahoituskeskus Tekes) etenkin kasvaville pk-yrityksille kanavoimia voimavaroja. Tässä hyödynnetään myös EU:n kasvurahoituksen välineitä.

Hallitus tukee komission pyrkimyksiä EU:n pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi ja pyrkii huolehtimaan siitä, että sen käytännön toteutus parantaa myös suomalaisten pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksia. Hallitus pitää tärkeänä, että VM valmistelee hallituksen esitykset joukkorahoitusta koskevan puitelainsäädännön luomiseksi sekä joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi lainanhaltijoiden edustajamallin avulla. Pääsääntöisesti muutokset pyritään toteuttamaan hallituskauden alussa vuoden 2016 loppuun mennessä.

EU-linjauksessaan hallitus toteaa, että Suomi tavoittelee nykyistä vähemmän, mutta parempaa ja kevyempää sääntelyä. Pk-yrityksiä koskevia joustoja on käytettävä täysimääräisesti. Hallitus ei lisää kilpailukykyä haittaavaa ylimääräistä taakkaa EU-sääntelyn kansallisessa toimeenpanossa ja vahvistaa Suomen kykyä arvioida EU-sääntelyn taloudellista merkitystä ja oikeudellisia ulottuvuuksia.

1.2 Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukyky

Tunnetuimpia kilpailukykyä mittaavia tutkimuslaitoksia ovat Institute for Management Development (IMD) ja World Economic Forum (WEF). Muista globaaleista kilpailukykykymittareista voidaan mainita GEM:in ja GEDI:in yrittäjyysindeksit, IESE:n pääomasijoitusindeksi ja Maailmanpankin (IBRD) vuotuinen Doing Business -raportti. Indikaattorit eivät ole erityisen

kattavia tai kykene huomioimaan laajasti eri maiden erityispiirteitä, ja ne toimivat huonosti ainakin Suomen näkökulmasta, mutta ne pisteyttävät jokaisen maan samalla tavalla vertailun helpottamiseksi. Vertailtavuus saattaa olla rajallinen, koska menetelmiä sovelletaan keskenään erilaisissa konteksteissa.

Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Kilpailukykykyselytysten mukaan Suomella on edelleen samat vahvuudet ja heikkoudet kuin useissa aikaisemmissa mittauksissa. Saamme hyvät tulokset infrastruktuurista, innovaatioista ja instituutioista. Ongelmia on työmarkkinoidemme toiminnassa, rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyydessä, yritysten kasvun rahoituksessa ja kokonaistaloudellisen tilanteemme hauraudessa. Kilpailukykyvertailuissa myös maan pieni koko vaikuttaa tulokseen heikentävästi. Esim. WEF:n raportti vuodelta 2012 sijoittaa Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityksen 17. sijalle globaalissa vertailussa, kauaksi Ruotsin ja Saksan taakse. Raportti pohjautuu Financial Development Indexiin, joka pisteyttää laajuuden, syvyyden ja tehokkuuden perusteella 62 maailman johtavaa rahoitusjärjestelmää ja pääomamarkkinaa.

Lainsäädäntöympäristö

WEF-analyysin tarkempi läpikäynti tuo esiin puutteita Suomen sijoittumisessa lainsäädäntöympäristössä. Sijoittajansuoja-, konkurssi- ja takauslainsäädäntö ovat jäljessä sekä sopimuksen solmiminen on luonteeltaan hidasta. Lisäksi rahoitusjärjestelmän yleistä kehitystä kuvaava sitoutuminen Maailman kauppajärjestön rahoituspalvelusääntelyyn on 33. sijalla, mikä johtuu varauksista vakuutuslainsäädännössä (EU-maat sijoittuvat muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta kärkeen). Nämä puutteet luovat pohjaa kaikille muille Suomen rahoitusjärjestelmän kilpailukykyongelmille, joten parannus näissä saattaa tarjota laajamittaisen edun heijastuen muihin indikaattoreihin. Esim. Maailmanpankin Doing Business 2015 -raportti osoittaa positiivisen yhteyden kehittyneen insolvenssisääntelyn ja liiketoiminnan toipumisen välillä.

Liiketoimintaympäristö

Esiin nousevat myös puutteet liiketoimintaympäristössä. Liiketoiminnan aloittamisen sujuvuus sekä verotuksen, muiden maksujen ja tukien vaikutus tehokkuuteen on syytä huomioida. Nämä seikat ovat luomassa pohjaa rahoituksen välittymisen puutteille. Säästämisen ja sijoittamisen määrä on vaatimatonta. Vakuutussektorin kattavuus on melko suppea sekä yritysten listautumiset ja arvopaperistaminen ovat olleet vähäisiä. Tosin listautumisaktiviteetissa on aivan viime vuosina tapahtunut myönteistä muutosta. Tarkempi analyysi näiden taustatekijöistä antaisi lisävalotusta asiasta. Tämä kaikki heijastuu lopulta rahoituksen saatavuuteen. Oma pääoma ei välity tehokkaasti ja eritoten ulkomaisen pääoman suora välittyminen vaikuttaisi olevan surkeassa jamassa.

Ulkomaiset investoinnit

WEF-analyysin mukaan ulkomaisten suorien investointien osuus BKT:sta on 59. sijalla, mikä on sijoitukseltaan alhaisin kaikista indikaattoreista. Kehittyvät taloudet hallitsevat tässä indi-

kaattorissa, joka on huomioitava tulkintaa tehtäessä. Tästä huolimatta Suomen pisteluku (0,02) on äärimmäisen heikko verrattaessa Saksaan (1,13), Ruotsiin (2,25) ja Tanskaan (4,43). Ulkomaisen pääoman saaminen Suomeen on tämän pohjalta keskeisin ongelma rahoituksen saatavuudessa.

1.3 Kansainvälinen vertailu pk-joukkolainamarkkinoista¹

Markkinapohjaiset toimenpiteet keskittyvät pääasiassa kehittämään julkisia markkinoita pk-yritysten osakkeille ja joukkolainoille. Pk-yritysten joukkolainamarkkinat ovat vähemmän kehittyneitä kuin osakemarkkinat. Näiden markkinoiden sääntely on löyhempää, joten pk-yritysten normaalisti kohtaamat kustannus- ja läpinäkyvyysvaatimukset ovat matalammat. Markkinat ovat suhteellisen uudet. Espanjassa ja Italiassa ne perustettiin vasta vuonna 2013. Markkinoiden tuoreuden johdosta niitä pyritään tarjoamaan laajasti sijoittajille riittävän kysynnän varmistamiseksi. Taulukko 1 esittelee pk-joukkolainamarkkinoiden tilanteen lokakuulta 2013.

Isossa-Britanniassa ja Ranskassa ei ole pk-sektorille tarkoitettuja joukkolainamarkkinoita. Saksa on pk-joukkolainamarkkinoiden edelläkävijä yli 60 yrityksellä ja 3 mrd. euron joukkolainarahoituksella. Italian pk-joukkolainamarkkinoiden sääntely on kehittyneintä tarjoten mahdollisuuden listautua ja pysyä markkinoilla ilman luottoluokitusta sponsorin tukemana (markkinat ovat ainoastaan ammattisijoittajille). Italian markkinoilla on joukkolainojen lisäksi tarjolla hybridi-instrumentteja. Infelisen raportista ei selviä hybridirahoituksen kansallista tilaa muissa vertailumaissa.

Taulukko 1. EU5-maiden pk-joukkolainamarkkinat

Pörssi	Kaupattujen joukkolainojen määrä	Kokonaisliikkeeseenlasku	Keskimääräinen liikkeeseenlaskuvolyymi	Luotu	Liikkeeseenlaskusääntely
Frankfurttin pörssi	50	1,9 mrd. €	37,4 milj. €	2010	”Rajoitettu läpinäkyvyys”
Borsa Italiana, Milano/LSE	31	-	-	2/2013	ExtraMOT PRO: listautuminen ilman luottoluokitusta sponsorin tukemana + tarjolla hybridirahoitusta
Stuttgartin pörssi	26	-	-	2010	-
Düsseldorfin pörssi	16	-	-	2010	-
BME, Espanja	1 ²	-	-	10/2013	MTF-sääntely

¹ Analyysi on tehty VM:ssä keväällä 2015.

² Pörssi luotiin lokakuussa 2013 ja aineisto on juuri kyseiseltä lokakuulta.

Kyetäkseen tarjoamaan todellisen vaihtoehdon pk-yritysten rahoittamiseksi näiden markkinoiden on kyettävä laskemaan minimiliikkeeseenlaskuvaatimuksia. Infelisen mukaan minimiliikkeeseenlaskuvaatimuksen arvioidaan olevan näillä markkinoilla noin 30 - 40 milj. euroa. Vertailukohtana Infelise tarjoaa NYSE:n, mikä avasi pk-yrityksille suunnatun Initial Bond Offering -ohjelman vuoden 2012 toisella puoliskolla jo ennestään listautuneille yrityksille. NYSE:n soveltama sääntely onnistui merkittävästi laskemaan minimiliikkeeseenlaskuvaatimusta: 5 milj. euron löyhän sääntelyn Alternextissä ja 10 milj. euron tiukemman sääntelyn Euronextissä.³ Ero on huomattava verrattuna Euroopassa toimiviin markkinapaikkoihin.

Infelisen raporttiin ei ole sisällytetty uusinta tietoa pörssien omistajista. NYSE oli hankkinut ja sittemmin myynyt Euronext-pörssin yhdysvaltalaiselle ICE:lle (sisältäen Alternext listan). Euronext palasi omaksi yritykseksi listautumisannin kautta kesällä 2014 (ICE 2014). Tällä hetkellä Euronext on oma itsenäinen yrityksensä, jonka alaisuudessa toimivat vertailumaista Lontoon ja Pariisin Euronext-pörssit. Lontoossa toimii lisäksi perinteisesti merkittävimpana pörssinä LSE. Milanon pörssi toimii LSE:n alaisuudessa. Kaikilla markkinapaikoilla on pk-joukkolainoille ja pk-osakkeille omat listansa.

2 Kotimaiset toimenpiteet markkinoiden kehittämiseksi

First North Bond Market Finland -markkinapaikka

Nasdaq Helsinki avasi vuoden 2014 tammikuussa First North Bond -nimisen vaihtoehdomarkkinan joukkolainoille. Markkinapaikka on suunnattu pk-sektorin yrityksille ja sen listalleottovaatimukset ovat päälistaa kevyemmät. Markkinapaikan avaaminen parantaa joukkolainojen käyttömahdollisuuksia yritysten rahoituksen hankinnassa ja laajentaa sijoittajapohjaa.

Joukkolainojen malliehdot

EK:n ja Listayhtiöiden neuvottelukunnan työryhmä laati ehdotuksen yritysten joukkolainojen malliehdoiksi, jotka otettiin käyttöön vuoden 2014 alusta. Malliehdot ovat yksi toimenpide, jonka avulla pienempien yritysten pääsyä pääomamarkkinoille pyritään tukemaan ja yritysrahoituksen lähteitä pyritään monipuolistamaan. Niiden avulla voidaan lisätä lainojen liikkeenlaskujen tehokkuutta ja kehittää parhaita markkinakäytäntöjä.

Finnveralle mahdollisuus osallistua joukkolainojen merkitsemiseen

Finnvera sai vuonna 2015 mahdollisuuden merkitä EU:n määritelmän mukaisen pienen tai keskisuuren yrityksen (SME) joukkolainaa sekä lisäksi tätä suuremman yrityksen joukkolainaa, mikäli yrityksen liikevaihto on enintään 300 milj. euroa viimeksi vahvistetussa tilinpäätöksessä. Finnvera ei voi ostaa joukkolainoja jälkimarkkinoilta eikä tehdä sijoituksia joukko-

³ NYSE (2014) uutisoi, että löyhästi säännelty Amsterdamin Alternext suljetaan johtuen liian vähäisestä kiinnostuksesta. Sen sijaan tiukemmin säännelty Amsterdamin Euronext on osoittautunut suosituksi alankomaalaisille pk-yrityksille.

lainoihin sijoittaviin rahastoihin. Finnveran osuus toteutuneista merkinnöistä voi olla enintään 50 %. Joukkolainan liikkeeseen laskevalta yritykseltä ei vaadita omarahoitusosuutta.

Joukkolainan merkintä toteutetaan markkinahintaan. Finnvera tekee hankekäsittelyn yhteydessä normaalin yritystutkimuksen, johon päätös Finnveran osallistumisesta perustuu.

Finnveran Kasvulaina

Finnvera on tarjonnut vuoden 2016 kesästä lähtien ns. Kasvulainaa, joka on vieraan pääoman ehtoinen välirahoitustuote. Kasvulainaa voidaan myöntää yli kolme vuotta toiminnassa olleille pk- ja midcap-yrityksille, jotka ovat kassavirtaposiitiivisia tai lähellä sitä. Lainaa voidaan antaa yritykselle, jonka liikevaihto on enintään 300 milj. euroa. Yrityksen omarahoitusosuuden on oltava aina vähintään 20 % ja Finnveran lisäksi rahoituskokonaisuuteen osallistuvien muiden rahoittajien, käytännössä seniorilainan, osuuden, on oltava vähintään puolet. Vakuudet ovat yleensä niukat tai vakuuksia ei ole lainkaan. Välirahoituksen korkotaso on noin 6 - 9 % + viitekorko, mikä on vakiintunut taso toimijoiden keskuudessa. Alle 3 milj. euron lainat Finnvera voi tehdä yksin, mutta sitä suuremmat lainat syndikoidaan toisen toimijan kanssa. Finnvera ei sijoita samassa yhteydessä lisää seniorilainaa, vaan sille on budjetoitu välirahoituksen myöntämistä varten 300 milj. euron valtuutus vuoden 2018 loppuun asti.

Joukkorahoituslaki

Uusi joukkorahoituslaki tuli voimaan vuoden 2016 syyskuun alussa. Laki parantaa yritysten mahdollisuuksia rahoittaa kasvuaan. Joukkorahoituslaki keventää erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyä ja vastaavasti selkeyttää lainamuotoisen joukkorahoituksen pelisääntöjä. Lain tavoitteena on selkeyttää eri viranomaisten vastuita joukkorahoituksen valvonnan, parantaa sijoittajansuojaa ja monipuolistaa rahoitusmarkkinoita. Rahoitusmuodon kasvua tuetaan mm. siten, että vasta yli 5 milj. euron arvopaperitarjouksesta pitää julkistaa arvopaperiesite (nykyisin kansallinen esiteraja-arvo on 2,5 milj. euroa). Tällä pyritään mahdollistamaan joukkorahoituksen hyödyntäminen elinkeinotoiminnan rahoituksessa nykyistä laajemmin ilman erillisen ja usein sangen kalliin esitteen laatimisvelvollisuutta.

Valtiovarainministeriön joulukuussa 2016 annetussa asetuksessa täsmennettiin joukkorahoituslain säännöksiä tiedonantovelvollisuuksista. Asetuksessa määrätään, millaista tietoa yrityksen pitää antaa itsestään ja sijoituskohteesta, kun se hakee joukkorahoitusta. Uudistus keventää ja selkeyttää tiedonantovelvollisuutta, joten yritykset pystyvät tehostamaan rahoituksen hankintakustannuksiaan. Sijoittajan on puolestaan helpompi vertailla eri sijoituskohteita, kun kaikki yritykset esittävät tiedot samassa muodossa hakiessaan joukkorahoitusta. Joukkorahoituksella kerättiin vuonna 2016 rahoitusta yhteensä 153 milj. euroa, kun edellisenä vuonna määrä oli 70,5 milj. euroa. Vuonna 2014 markkinoiden koko oli 52 milj. euroa.

OP-ryhmän #Suominousuun-hanke

OP-ryhmä teki #Suominousuun-hankkeen nimissä vuonna 2015 avauksen välirahoitustuotteen tarjoamisesta ryhmän seniorilainatuotteiden ohella. Tyypillinen asiakas on kooltaan liikevaih-

toluokassa 5 - 40 milj. euroa. Seniorilainan myöntää yritys pankki tai paikallinen osuuspankki, ja välirahoitusosuuden lainaa esim. OP Vakuutus tai OP Henkivakuutus. OP:n periaatteena on, että noin kolmannes rahoituskokonaisuudesta pitäisi olla omaa pääomaa.

Nordean pk-bondiohjelma

Nordea aloitti pk-bondiohjelmansa vuoden 2016 syksyllä. Ohjelmasta voidaan tarjota rahoitusta esim. pk-yrityksille tai suurille perheyriyksille. Itse instrumentti voi olla esim. seniorilaina, juniorilaina, hybridimuotoinen laina tai vaihtovelkakirjalaina. Annettavan rahoituksen minimikoko on 5 milj. euroa, mutta tyypillisesti se on 10 - 20 milj. euroa ja se voi olla enintään 50 milj. euroa. Pk-bondin rahoitus on tarkoitus järjestää institutionaalisten sijoittajien toimesta ja sitä ei ole tarkoitettu vähittäisasiakkaille.

EIB:n tarjoama välirahoitus

Euroopan investointipankki (EIB) on tarjonnut aktiivisesti välirahoitusta suomalaisille pk-yrityksille vuodesta 2015 lähtien Growth Finance -ohjelmastaan. EIB:n kanssa samaan ryhmään kuuluu Euroopan Investointirahasto (EIF), joka sijoittaa toiminta-alueellaan pääsääntöisesti rahastoihin, mutta antaa myös jossain määrin omaa pääomaa ja takauksia venture capital-, kasvu- ja pk-yrityksille.

EIB:n tarjoama välirahoitus eroaa ehdoiltaan useiden muiden välirahoitusta tarjoavien tahojen soveltamista ehdoista. EIB:n välirahoituksen muodossa tarjoama kasvurahoitus (*EIB Growth Finance*) tiettyyn kohteeseen on määrältään 7,5 - 60 milj. euroa.

EIB:n tarjoama välirahoitus on ehdoiltaan hyvin joustavaa ja tyypillisesti vakuudetonta. Rahoitusväline on normaalisti seniorilainaa tai pääomalainaa ja siinä voi olla oman pääoman ehtoinen komponentti, mutta ei kuitenkaan vaihtovelkakirjalainan kaltaista vaihto-oikeutta. Oman pääoman ehtoinen komponentti on yleensä rakennettu siten, että EIB ei yritä saada kontrollioikeuksia yhtiöstä, vaan sen saamat osakkeet pyritään myymään takaisin yhtiöön. Välirahoituksen nostoaika on yleensä 2 vuotta ja rahoitukseen ei liity erilaisia pankkilainan tyyllisiä kustannuseriä. EIB:n myöntämässä välirahoituksessa on tyypillisesti liikevaihto tai kasvuliitännäisiä kovenantteja. EIB voi myöntää kasvurahoitusta myös kassavirtanegatiivisille yhtiöille.

2.1 Pääomamarkkinat ja kasvu -raportti

Kari Stadighin työryhmän raportti *Pääomamarkkinat ja kasvu* julkaistiin maaliskuussa 2012. Raportti liittyi pääministeri Jyrki Kataisen hallitusohjelmassa kirjattuun tavoitteeseen valmistella yhdessä keskeisten toimijoiden kanssa kansallinen pääomamarkkinastrategia rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi, yritysten kasvurahoituksen turvaamiseksi, pääomamarkkinoiden sääntelyn selkeyttämiseksi, vakauden ja läpinäkyvyyden lisäämiseksi sekä Suomen kansainvälisen kilpailukyvyn tukemiseksi.

Työryhmä ehdotti mm. suosituksissaan, että rahoitusmarkkinoiden sääntelymuutoksiin varaudutaan kehittämällä yritysten vaihtoehtoisia rahoituskanavia, kuten yritysten joukkolainamarkkinoita ja yritystodistusmarkkinoita. Työryhmän mielestä uuden luottolaitoslainsäädännön voimaantulo oli omiaan lisäämään yritysten omaehtoisen arvopaperimuotoisen varainhankinnan merkitystä. (Suositus 15)

Valtiovarainministeriön lausuntopyynnössä, joka koski Pääomamarkkinat ja kasvu -raporttia, kysyttiin mm. tulisiko myös yritysten joukkolaina- ja yritystodistusmarkkinoita kehittää ja millä tavoin, jotta voidaan varmistaa yritysten varainhankinnan monimuotoisuus. Lausunnonantajat kannattivat laajasti markkinoiden kehittämistä, mutta konkreettiset toimenpideehdotukset olivat kuitenkin vähäisiä.

Osa Pääomamarkkinat ja kasvu -raportin suosituksista hyväksyttiin hallituksen kehysriihessä maaliskuussa 2012 osana valtioneuvoston rakennepoliittista päätöstä. Raportin muiden ehdotusten kuin hallituksen kehysriihessä päätettyjen asioiden mahdollista jatkovalmistelua varten valtiovarainministeriö järjesti kaksi kuulemistilaisuutta eli ns. Finanssifoorumia loka- ja joulukuussa 2012.

2.2 Finanssifoorumien tulemat

Finanssifoorumeissa keskusteltiin keinoista, joilla voitaisiin parantaa yritysten vaihto-ehtoisia mahdollisuuksia hankkia rahoitusta markkinoilta keskittyen erityisesti kahteen teemaan: (1) Yritysten listautumiskynnyksen madaltaminen ja (2) Yritysten joukkolainamarkkinoiden kehittäminen. Tässä yhteydessä käsitellään jälkimmäistä teemaa.

Kuulemisissa esitettyjen mielipiteiden mukaan suomalaisten yritysten joukkolainamarkkinoiden kehittäminen edellyttää läpinäkyvyyden lisäämistä. Markkinoiden läpinäkyvyydellä tarkoitetaan sitä, että markkinaosapuolilla on käytettävissään riittävästi tietoa markkinoiden toimintaan vaikuttavista tekijöistä, kuten hinnanmuodostuksesta. Tällä hetkellä informaatiopuute rasittaa keskisuurten yhtiöiden osakemarkkinoita, mutta vielä suuremmassa määrin joukkolainamarkkinaa.

Markkinoiden läpinäkyvyyttä tulisi lisätä päiväkohtaisen kaupankäyntitiedon avulla. Mikäli tämä ei ole mahdollista, niin läpinäkyvyyttä tulisi lisätä ainakin viikko-kohtaisen kaupankäyntitiedon avulla. Piensijoittaja saattaisi olla valmiimpi sijoittamaan tiettyyn kohteeseen, jos hän tietäisi, että myös jokin institutionaalinen sijoittaja on sijoittanut samaan sijoitusinstrumenttiin.

Myös yritystodistusmarkkinoiden toimintaa tulee parantaa tulevaisuudessa. Tällä hetkellä tilanne on usein se, että yritystodistukset jäävät liikkeeseen laskevien pankkien haltuun. Tulevaisuudessa tämä ei tule kuitenkaan enää onnistumaan, koska pankkien vakavaraisuusvaatimukset tulevat rajoittamaan tätä.

Kuulemisissa esitettiin näkemyksiä siitä, että yritysten joukkolainamarkkinoiden kehittäminen edellyttää useiden osapuolien mukaantuloa ja kehittämistä ei tule tehdä pelkästään pankkien

ehdoilla. Suomessa joukkolainamarkkinat ovat hyvin riippuvaisia pankeista, koska kauppaa joukkolainoilla ei käydä pörssissä.

Näkemyksenä myös oli, että joukkolainojen hinnoittelu Suomen markkinoilla ei ole kaikilta osin toiminut oikein, koska kaikki suunnitellut annit eivät ole toteutuneet. Tämä voi johtua siitä, että high yield -sijoittajien tuottohakuisuus on mennyt liian pitkälle. Kotimaiset operaatiot hinnoitellaan eri lailla kuin kansainväliset.

Näkemyksenä esitettiin, että Suomesta puuttuvat katettujen joukkolainojen ns. covered bond -markkinat. Todellisuudessa suomalaisilla pankeilla on covered bond -ohjelmia ja ne tekevät liikkeeseenlaskuja aika ajoin. Nämä ovat pääsääntöisesti Englannin lain alaisia ja lasketaan liikkeeseen Suomen ulkopuolella.

Ruotsissa ja Tanskassa aloitti marraskuussa 2012 First North Bond -markkina. Tästä saatavia kokemuksia on ollut mahdollista hyödyntää myös Suomen joukkolainamarkkinoiden kehittämisessä.

2.2.1 Joukkolainamarkkinat ja piensijoittajat

Instituutiosijoittajille suunnatuissa liikkeeseenlaskuissa yksittäisen joukkolainan vähimmäismerkintämäärän on oltava nykyisin vähintään 100 000 euroa. Näin korkea vähimmäistaso ei mahdollista liikkeeseenlaskun yhteydessä hajautusta piensijoittajalle. Kuulemisissa esitettyjen mielipiteiden mukaan vähimmäismerkintämäärän tulisi olla esim. 1000 euroa.

Jälkimarkkinoiden toiminnan kehittämisen kannalta vähimmäismerkintämäärän koon laskeminen olisi hyvin tärkeää. Tässä yhteydessä on hyvä havaita, että jälkimarkkinoilla litterakoko (eli yksittäisen joukkolainan nimellisarvo) on useissa viimeaikaisissa joukkolainoissa ollut 1000 euroa, vaikka liikkeeseenlaskun yhteydessä vähimmäismerkintämäärä on ollut 100 000 euroa. Jälkimarkkinalla kaupankäynti on siis mahdollista joukkolainan nimellisarvoisilla erillä, mutta tällöin on noudatettava esitevaatimuksia.

Osakekaupankäynnissä on tapahtunut viime vuosina suuri teknologinen harppaus, mikä on näkynyt alentuneina kustannuksina myös piensijoittajille. Samanlainen sijoittajien kustannuksia alentava teknologian harppaus on tarpeen myös joukkolainamarkkinoilla. Elektroninen kauppapaikka saattaisi auttaa joukkolainamarkkinoille sijoittamista. Nykyisin sen puute johtaa rahastojen käyttämiseen. Vähittäismarkkinoiden osalta on tärkeää, että siihen tarvittava infrastruktuuri on luotu ennen kysyntää.

Hybridituotteissa piensijoittajan oikeudellinen asema on konkurssitilanteessa heikko. Kuulemisissa esitettyjen mielipiteiden perusteella hybridituotteisiin sijoittaneen piensijoittajan asemaa tulisi parantaa.

2.2.2 Luottoluokitus osana joukkolainamarkkinoiden kehittämistä

Kuulemisissa tuotiin esille, että markkinoilla on ristiriitaisia näkemyksiä luottoluokituksen roolin vahvistamisesta. Lähtökohtaisesti pienen yhtiön luottoluokituksen määrittäminen on vaikeampaa kuin suuren yhtiön. Kaikki kansainvälisten luottoluokittajien soveltamat metodologiat eivät välttämättä sovellu Suomeen. Luottoluokitustarve saattaa osin olla myös mahdollisten luottoluokittajien luomaa.

Kotimainen sijoittaja kokee suomalaisen vakiintuneen yrityksen usein turvalliseksi, vaikka sillä ei olisikaan luottoluokitusta. Jos tällaiseen ”tuttuun ja turvalliseen” yhtiöön sovellettaisiin pakollista luottoluokitusta, voisi kiinnostus olla hyvin erilainen kotimaisia sijoituskohteita kohtaan. Luottoluokitus ei ole olennainen asia institutionaalisten sijoittajien kannalta, koska nämä tuntevat yleensä kohteet joka tapauksessa. Kuulemisiin osallistuneiden tahojen mielestä uuden kotimaisen luottoluokituksen luominen ei ole nopea ratkaisu joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi.

Toisaalta tuotiin esille, että erityisesti vähittäismarkkinoiden kehittämisen kannalta luottoluokituksen aikaansaaminen olisi tärkeää. Riippumaton luottoluokitus lisäisi yleisön luottamusta. Jos kysymyksessä olisi perinteistä pörssiä keveämmin säännelty monenkeskinen markkinapaikka, niin myös luottoluokitus voisi olla vähemmän vaativa.

Saksassa Xetra, joka on maailmanlaajuinen elektroninen arvopapereiden kaupankäyntijärjestelmä, avasi vuoden 2011 huhtikuussa markkinapaikan lähinnä ei-listatuille pk-yritysten joukkolainamarkkinoille. Xetra edellyttää joukkolainojen liikkeeseenlaskijoilta luottoluokitusta, jollei kyseessä ole listattu yhtiö.

Eräiden mielestä luottoluokitusvaatimuksesta saattaa muodostua uusi kynnys yritysten markkinoille tulolle. Jos Suomeen halutaan tuoda pakollinen luottoluokitus, sen pitäisi tuoda lisäarvoa markkinoille ja markkinaosapuolille.

Kuulemisissa tuotiin myös esille, että olisi tärkeää saada kansainvälisiä sijoittajia Suomen markkinoille. Kansainvälisten sijoittajien saattaa olla vaikeaa hahmottaa vain Suomen markkinoiden tarpeisiin kehitettyä kevyttä luottoluokitusta.

2.2.3 Yhteenveto

Finanssifoorumien kuulemisten perusteella joukkolainamarkkinoiden kehittämistä pidetään tärkeänä ja kannatettavana hankkeena. Markkinat tulisi saada toimivammiksi. Markkinoiden kehittäminen onnistuu kuitenkin vain, jos mukaan saadaan kaikki markkinaosapuolet. Joukkolainamarkkinoiden kehittämisessä pankit ovat avainasemassa, koska niillä on ylivertainen jakeluasema.

Joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvyyttä tulee parantaa ja markkinoita tulee kehittää erityisesti vähittäissijoittajan kannalta. Esim. kaupankäyntierän vähimmäismerkintämäärää joukkolainan liikkeeseenlaskussa tulisi laskea ja sijoittajien kustannuksia pitäisi saada nykyistä pienemmiksi.

Uuden luottoluokitusjärjestelmän luomista ei kuulemisissa nähty ratkaisuna nykyisiin ongelmiin, vaikkakin sen merkitys markkinainformaation lisääjänä voi olla tärkeä. Viranomaisten ja toimijoiden on hyvä seurata, miten Ruotsin First North Bond -markkina lähtee käyntiin ja mitä sieltä voi oppia. Suomalaisten institutionaalisten sijoittajien sijoittaminen Suomeen on tällä hetkellä riittävää. Elektronisen kaupankäyntialustan saaminen on hyvin tärkeää.

2.3 Markkina-analyysit

Yritysten ja sijoittajien tarpeiden selvittämiseksi valtiovarainministeriö on laatinut useita kyselyjä yhteistyössä muiden tahojen kanssa.

2.3.1 Vuoden 2013 yrityskysely rahoituksesta

Vuoden 2013 kesällä ministeriö suoritti yhdessä Kauppalehti Tietopalveluihin kuuluvan Balance Consultingin kanssa kyselyn 563 yrityksen joukolle, jossa yritysten liikevaihto on 12 - 500 milj. euroa. Näistä 132 yritystä oli liikevaihdoltaan 12 - 15 milj. euroa, 362 yritystä 15 - 100 milj. euroa ja 58 yritystä 100 - 500 milj. euroa. Keskeisenä kriteerinä oli määrittää yritys-joukko eri toimialoilta siten, että yritysten kasvu vuosina 2008 - 2012 (ja potentiaalinen kasvurahoitustarve) oli ollut keskimääräistä voimakkaampaa. Kyselyn laatimisessa avusti Scandinavian Financial Research Ltd. Kysely tehtiin netin kautta Webropol-sovelluksen avulla yritysten toimitusjohtajille ja talous-/rahoitusjohtajille. Kyselyn tulokset voidaan tiivistää seuraavasti:

1. Yritysten rahoitusympäristö on murroksessa:
 - Kasvuyritysten riskirahoituksen saanti erityisesti pankeista on vaikeutumassa ja vaihtoehtoisen rahoituksen tarve kasvamassa.
 - Vaikka hyvän kannattavuuden omaavilla yrityksillä ei ole ongelmia rahoituksen saannissa, niin pitkäaikaisen rahoituksen saanti on vaikeutunut eikä muutosta ole odotettavissa.
 - Yritysten investoinnit ovat vähäisiä ja rahoitustarve painottuu pieniin luottoihin, yli puolella yrityksistä tarve on alle 10 milj. euroa.
2. Lähes 2/3 yrityksistä olisi valmis harkitsemaan joukkolainarahoitusta, jos sen avulla saa pitkäaikaista, yli kolmen vuoden mittaista rahoitusta. Joukkolainarahoitusta oltiin valmiita hankkimaan, vaikka se olisi hieman kalliimpaa kuin vastaava pankkirahoitus. Jotkut yritykset olivat kiinnostuneita joukkolainarahoituksesta, koska ne olivat harkinneet listautumista monenkeskiselle markkinapaikalle.

Useat yritykset kuitenkin katsoivat, että joukkolainarahoituksen hankkiminen ei saa vaatia yritykseltä lisähenkilöstöä taloushallintoon.

Rahoitustavan käytännön esteinä tuodaan kuitenkin esille seuraavat seikat:

- Joukkolainarahoitus on kallista
- Joukkolainarahoituksen järjestäminen on hankalaa

- Joukkolainarahoituksen dokumentaatio on raskas
- Pankin mielestä yrityksen rahoitustarpeet ovat liian pienet joukkolainamarkkinoille
- Joukkolainarahoitukseen vaaditaan IFRS-tilinpitoa
- Yrityksellä ei ole luottoluokitusta.

Yritysten esittämistä käytännön esteistä käsitys siitä, että joukkolainarahoituksen hankkiminen edellyttäisi IFRS-tilinpäätösmenettelyä, on osin virheellinen. IFRS-tilinpäätökset tarvitaan pörssilistausta varten, mutta First North -listaus on mahdollista ilman IFRS:ää kuten myös listaamattoman joukkolainan liikkeeseenlasku.

Lisäksi suuri osa kyselyyn vastanneista yrityksistä ei harkinnut rahoituksen hankkimista joukkolainamarkkinoilta, sillä niillä ei ollut investointitarpeita tai investoinnit olivat pysähdyksissä. Muita seikkoja olivat mm. että yrityksillä oli riittävän vahva kassavirta tai yritykset olivat tyytyväisiä vakiintuneeseen pankkisuhteeseen ja/tai yritykset käyttävät vakiintuneen pankkirahoituksen lisäksi myös muita pankkeja.

3. Yrityksistä runsas puolet voisi harkita First North -listautumista, mutta käytännön toteutusta estävät kustannukset ja byrokratia sekä markkinatilanne, tiedon puute ja osinkoverotuksen kiristyminen.
4. Kasvuun pyritään pääomasijoittajien tai yrityksen myynnin kautta.

2.3.2 VM:n ja TEM:n kasvuyrityskysely 2014 - 2015

Maaliskuussa 2015 julkistetun kasvuyrityskyselyn mukaan kasvuyrityksillä on käytössään monipuolisemmat rahoitusvälineet kuin verrokeilla. Kasvuyrityksillä kasvurahoituksen osuus koko rahoitustarpeesta on 30 %, kun se muilla yrityksillä on 13 %. Pankkirahoituksen osuus kasvuyritysten rahoituksesta on puolet ja muiden yritysten rahoituksesta neljäsosa.

Varsinkin kasvuyritykset ovat kokeneet rahoitusehtojen kiristyneen vuoden 2013 jälkeen. Vakuusvaatimukset ovat kiristyneet selvästi sekä korkomarginaali ja lainanhoitokulut ovat nousseet. Merkittävä osa yrityksistä, lähes 40 %, ilmoittaa vakuusvaatimusten kiristyneen. On todennäköistä, että käsitykset vakuusvaatimusten kiristymisestä vaikuttavat investointihalukkuuteen. Kehityshankkeita ei kuitenkaan pääsääntöisesti ole jäänyt toteutumatta rahoituksen puuttumisen vuoksi. Tarve uudelle rahoitukselle on vähäistä ja 3/4 kasvuyrityksistä ei ole viimeisen 12 kuukauden aikana hakenut luottoa.

Vaihtoehtoihin rahoitusmalleihin, kuten joukkolainoihin tai joukkorahoitukseen, ei ollut juurikaan kiinnostusta. Muutenkaan kyselyyn valitut yritykset eivät olleet kovin avoimia uudelle rahoitukselle, mikä voi viitata siihen, että yrityksillä ei ole tietoa vaihtoehtoisista rahoitusmalleista. Kysymykseen, haluaako yritys julkisen rahoittajan yhteydenottoa, vastasi 137 kasvuyritystä ja 17 verrokkiyritystä myönteisesti, mikä viittaisi johonkin rahoituksen tai riskisijoituksen tarpeeseen. Julkinen rahoitus koettiin pääosin muuna kuin kilpailevana toimintana ja Tekes, Finnvera ja ELY-keskus olivat yrityksille tärkeimpiä julkisrahoittajia.

On mahdollista, että kehittämishankkeita olisi enemmän, jos riskirahaa olisi hyvin saatavilla. Tuloksia tulkittaessa on syytä ottaa huomioon, että nykyisessä taloudellisessa suhdanteessa yritysten kiinnostus kasvuun saattaa olla vähäinen, jolloin ei myöskään rahoitustarvetta synny samalla tavalla kuin noususuhdanteessa.

Kasvuyritysten omistajat haluavat säilyttää yrityksensä kontrollivallan

Perustajaosakkaat omistavat yli puolet kasvuyrityksistä, mutta vain runsaan viidenneksen muista yrityksistä. Perheomistus on yleisempää muissa yrityksissä. Kasvuyrityksistä 13 %:ssa on mukana pääomasijoittajia ja henkilökunta on 18 %:ssa osakkaana. Muissa yrityksissä henkilökunta on osakkaana 8 %:ssa yrityksiä.

Vain pieni osa kasvuyrityksistä on valmis omistuspohjan laajentamiseen ja pääomasijoittajan mukaan ottamiseen. Tällöinkin julkinen pääomasijoittaja on selvästi halutumpi kuin yksityinen. Ulkomaisia omistajia vieroksutaan, sillä vain 14 % kasvuyrityksistä ja 19 % muista yrityksistä on halukas hyväksymään ulkomaisen omistajan päästäkseen kansainvälisille markkinoille. Listautumista harkitsee vain harva kasvuyritys.

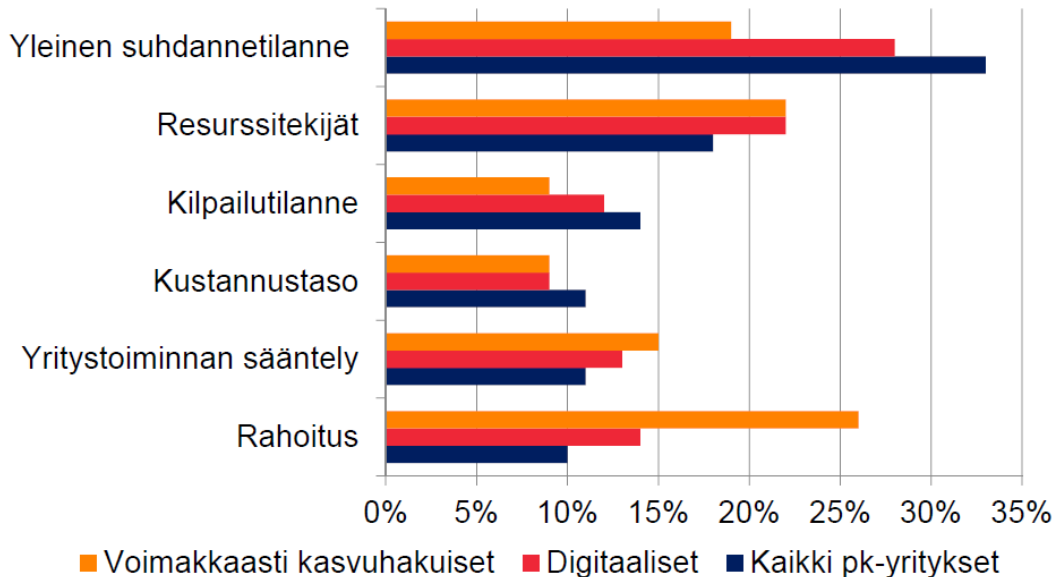
Yli kolmannes kasvuyrityksistä, mutta vain 10 % muista yrityksistä, harkitsee yrityksen tai sen osan myymistä lähivuosina. Halukkuus pitää yritys yli sukupolvien on kasvuyrityksillä muita yrityksiä huomattavasti pienempi. Yrityksen myynnistä saadut tulot kolmannes kasvuyrittäjistä ja neljännes muista yrittäjistä sijoittaisi uuteen yritystoimintaan. Sukupolvenvaihdos koskee 5 prosenttia kasvuyrityksistä. Perintöverolla ei useimmiten ole merkitystä yrityksen jatkamisen kannalta. Kuitenkin viidennes kasvuyrityksistä ja 10 % muista yrityksistä katsoo, että perintöverotuksella on paljon tai hyvin paljon merkitystä.

2.3.3 Syksyn 2016 pk-yritysbarometri

Tuoreen pk-yritysbarometrin mukaan kasvuhakuisten pk-yritysten määrä on lisääntynyt kevästä 2016 ja voimakkaasti kasvuhakuisten yritysten määrä on jo finanssikriisiä edeltävällä tasolla. Ongelmallista on kuitenkin se, että voimakkaasti kasvavien yritysten kehittämisen pahimmaksi esteeksi on noussut rahoitus. Lisäksi muita merkittäviä esteitä ovat resurssitekijät ja yleinen suhdannetilanne. (Kuvio 4)

Finnveran mukaan rahoitus koetaan entistä suurempana esteenä yritysten kehittämisessä erityisesti kansainvälisten ja kasvuhakuisten sekä digitaalisten yritysten joukossa verrattuna vuoden 2015 barometriin. Rahoituksen ongelmana ovat erityisesti saatavuus ja vakuudet.

Kuvio 4. Yrityksen kehittämisen pahimmat esteet



Lähde: Työ- ja elinkeinoministeriö: Syksyn pk-yritysbarometrin tulokset.

Neljänsosa koko maan pk-yrityksistä ilmoitti aikovansa hankkia ulkopuolista rahoitusta tulevan vuoden aikana. Tämä luku on huomattavasti korkeampi voimakkaasti kasvuhakuisten (60 %), kansainvälisten (45 %), ja digitaalisesti suuntautuneiden (36 %) yritysten keskuudessa. Myös teollisuuden (37 %) ja rakentamisen (28 %) alalla toimivat yritykset ilmoittivat keskimääräistä useammin aikovansa hankkia rahoitusta seuraavan 12 kuukauden aikana.

Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden toimivuutta tulee kartoittaa

Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden suuri merkitys kansainvälisille, kasvaville ja digitaalisille yrityksille tulee korostuneesti esille Finnveran kyselyssä. Kyselyn tulokset osoittavat, että myös joukkorahoitus on noussut yhdeksi rahoitusvaihtoehdoksi. (Kuvio 5)

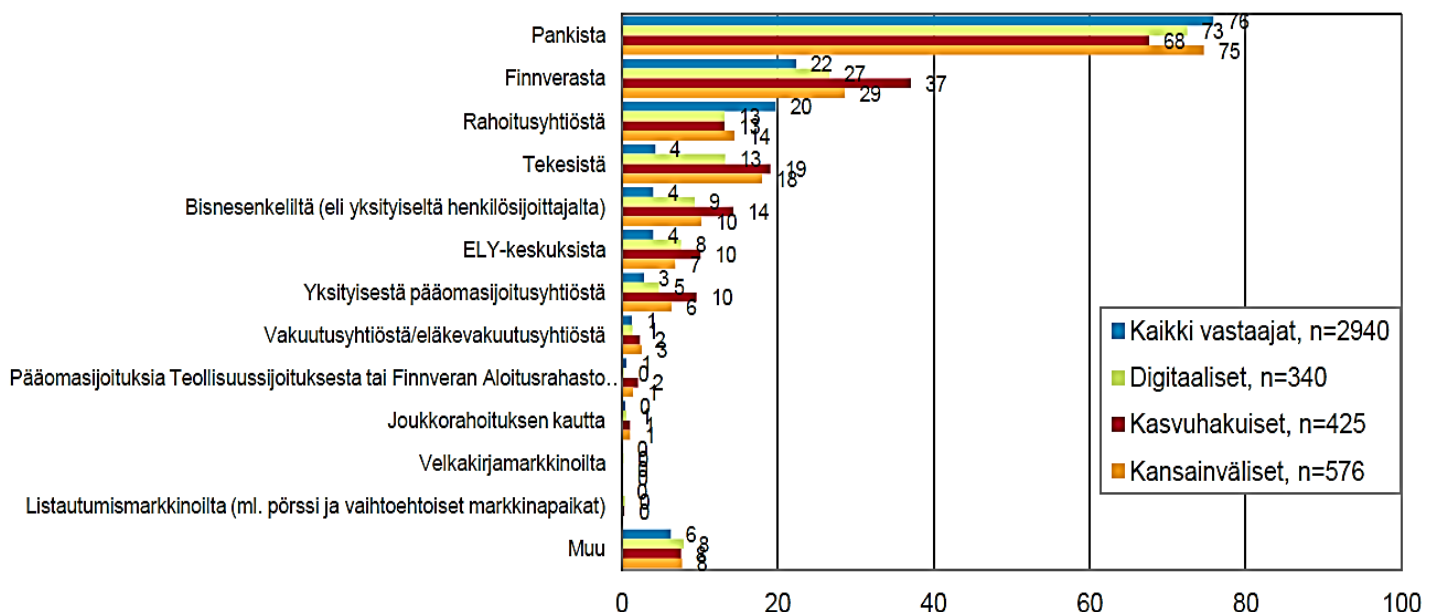
Uusi joukkorahoituslaki tuli voimaan vuoden 2016 syyskuun alusta. Joukkorahoituslaki keventää erityisesti sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntelyä ja vastaavasti selkeyttää lainamuotoisen joukkorahoituksen pelisääntöjä. Lain keskeisenä tavoitteena on monipuolistaa rahoitusmarkkinoita ja parantaa sijoittajansuojaa.

Julkiset erityisrahoituslaitokset Finnvera, Tekes ja Tesi ovat myös kehittäneet omia rahoitusvälineitään, mm. välirahoitusta (kuten ns. kasvulaina), jotta yritysten erilaisiin rahoitustarpeisiin voitaisiin paremmin vastata.

Lisäksi meneillään on useita hallitusohjelmaan liittyviä hankkeita, joilla pyritään parantamaan yritysten rahoitusympäristöä. Nyt tarvitaan tietoa yrityksiltä siitä, kuinka hyvin uudet rahoituslähteet, kuten joukkorahoitus sekä uudet rahoitusvälineet, käytännössä toimivat ja millaisia

kehittämistarpeita markkinoilla edelleen on. Valtiovarainministeriö ja työ- ja elinkeinoministeriö ovat esim. aloittaneet vuoden 2016 lopulla yhteisen pilottihankkeen, jossa selvitetään voimakkaasti kasvavien yritysten rahoitus- ja työvoimatarpeita. Tuloksia pilotista saadaan ke-
vään 2017 aikana.

Kuvio 5. Mistä aiotte ottaa ulkopuolista rahoitusta? Voitte valita useita vaihtoehtoja



Lähde: Finnvera: Pk-yritysten rahoitus – Syksy 2016.

2.3.4 Suurten yritysten näkemykset joukkolainamarkkinoiden kehittämiseen

Työryhmä tarvitsi joukkolainamarkkinoita koskevan kehittämistyönsä tueksi kattavan näkemyksen jo markkinoilta rahoitusta hakevien yritysten näkemyksistä ja toiveista. Työryhmä kääntyi alalla pitkään toimineen rahoitusmarkkinoita analysoivan tutkimuslaitoksen, Scandinavian Financial Research Ltd:n (SFR Oy:n) puoleen, jolta pyydettiin rajattua kyselyä suurilta ja kansainvälisiltä suomalaisyrityksiltä, jotka laskevat liikkeeseen joukkolainoja. Näiden tahojen näkemyksillä joukkolainamarkkinoista on suuri merkitys työryhmän kehittämistyön kannalta.

SFR haastatteli marras-joulukuussa 2016 henkilökohtaisilla haastatteluilla yhteensä 43 kes-
kisuurta ja suurta yritystä erillisellä 15 kysymystä sisältävällä haastattelulomakkeella.

Pankkilainan ja joukkolainan eroista

Ensimmäiset kolme kysymystä pyrkivät selvittämään pankkilainan ja joukkolainarahoituksen eroja. Kysymykseen 1 ***”Vaikuttaako yrityksenne taloudellinen ja rahoituksellinen asema tai yrityksenne kasvutavoitteet halukkuuteenne emittoida velkapääomamarkkinoilla?”*** enemmistö yrityksistä (88 %) vastasi myöntävästi. Rahoituksen hakeminen joukkolainamarkkinoilta yhdistyi vahvasti tarpeeseen rahoittaa kasvua ja mahdollisiin yrityskauppoihin. Jotta joukkolainarahoitusta voisi hankkia, nähtiin tärkeänä, että yrityksen tase ja taloudellinen asema on vahva.

Kysymykseen 2 ***”Onko teille liikkeeseenlaskijana merkitystä sillä, että ette ole riippuvaisia muutamasta pankkirahoittajasta, vaan pystytte halutessanne toteuttamaan joukkolainan liikkeeseenlaskun velkapääomamarkkinalla”*** valtaosa (77 %) yrityksistä vastasi myöntävästi. Tärkeänä motiivina joukkolainaemissioille nähtiin rahoituksen ja rahoituslähteiden monipuolistamisen tarve. Pankkien roolin rajoittaminen ja riippumattomuuden saavuttaminen pankeista oli tärkeä syy joukkolainamarkkinoiden käyttöön. Hajautuksesta oltiin myös valmiita maksamaan pankkirahoituksen kustannuksia enemmän. Ne yritykset, jotka eivät nähneet merkitystä riippuvuussuhteesta pankkeihin vakuuttivat, että niillä on vahva tase ja ne hankkivat itsenäisesti rahoituksensa.

Kysymykseen 3 ***”Kokemuksenne mukaan, mitä eroavaisuuksia näette transaktioprosessissa toimiessanne velkapääomamarkkinoilla verrattuna suoraan pankkirahoitukseen?”*** nähtiin joukkolainarahoitus selvästi työläämpänä rahoitusmuotona. Erityisesti esitteen laadintavelvoite joukkolainoissa nähtiin suuritöisenä ja kustannuksia aiheuttavana. Esim. vastaus *”Pankkirahassa suoraan pankin kanssa neuvottelut, mutta joukkolainaa liikkeelle laskettaessa pitää itse tavata sijoittajia ja olla aktiivinen.”* kuvaa hyvin yritysten kokemuksia. Eräs yritys arvioi joukkolainarahoitukseen liittyvän hallinnollisen työn vievän parin viikon työn vuodessa.

Miksi juuri joukkolainaa?

Seuraavat neljä yrityksille tehtävää kysymystä pyrkivät selvittämään, miksi rahoitusta halutaan juuri joukkolainojen kautta. Kysymykseen 4 ***”Miten päätös joukkolainarahoituksen käytöstä syntyy? (a) Neuvonantaja suosittelee (b) Välittäjäpankki suosittelee, (c) Muiden hyvät kokemukset / suositukset, (d) Oma päätös ja (e) Jokin muu, mikä?”*** oli yksiselitteinen vastaus, että päätös oli oma päätös (kohta d). Oman päätöksen taustalla saattoi olla muita tekijöitä kuten rahoittajapankin kanssa käytävä keskustelu siitä, millä hinnalla pankkirahaa ja ”joukkolainarahaa” voisi saada. Myös markkinatilanteen nähtiin sanelevan rahoituksen saantia.

Kysymykseen 5 ***”Missä tilanteissa koette, että rahoituksen hakeminen velkapääomamarkkinoilta joukkolainan muodossa on parempi vaihtoehto kuin suora pankkirahoitus? (valitse yksi tai useampi vaihtoehto)”*** nousi pankkiriippuvuuden vähentämisen tarve tärkeimmäksi selittäväksi tekijäksi (93 %). Seuraavana on ”Kun voi saada lainaa pitemmällä maturiteetilla” (61 %), ”Tunnettuuden ja sijoittajien kiinnostuksen lisäämiseksi” (56 %), ”Lainan ehdot ml.

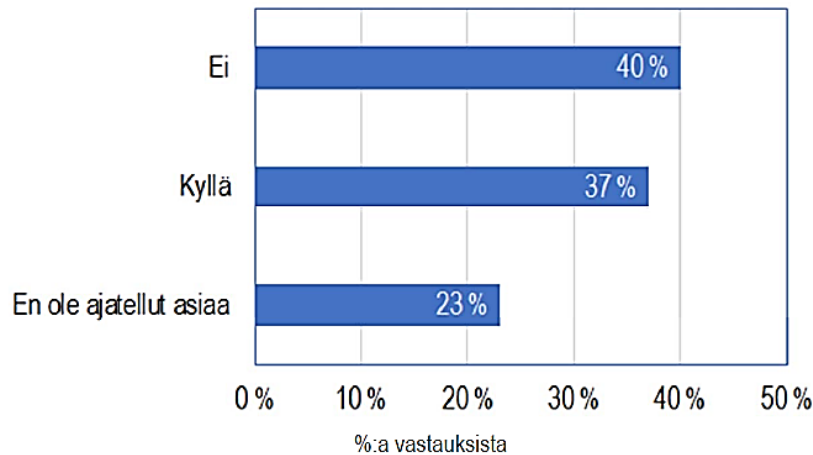
kovenantit ovat lähtökohtaisesti tiukemmat pankkilainoissa” (54 %), ”Vanhojen lainojen uudelleenjärjestelyn vuoksi” (32 %) ja ”Jokin muu syy” (24 %).



Kysymykseen 6 **”Näettekö eroa instituutio- ja vähittäissijoittajille suunnatuissa emissioissa?”** oli enemmistön (76 %) vastaus myönteinen. Tyypillisiä enemmistön vastauksia edustavat seuraavat kaksi yritysten kuvausta: *”Yritetään välttää vähittäissijoittajia/kotitalouksia, olisi liian vaivalloista.”* ja *”Parempi, että vain ammattimaisia sijoittajia. Dokumentointi tulisi varmaan liian raskaaksi.”*

Toisaalta vähemmistö yrityksistä (25 %) katsoi, että vähittäissijoittajia tulisi saada mukaan joukkolainojen merkitsijöiksi. Eräs yritys kuvasi tilannetta seuraavasti: *”Litterakokoon pitäisi tehdä selkeä muutos, että olisi helppo markkina vähittäissijoittajille. Helppo instrumentti, jossa pääsisi helposti kiinni retailmarkkinaan. Pitää olla IT-mielessä superhelppo käyttää. Nykyään litterakoko on 50/100 tuhatta euroa, kun sen pitäisi olla tuhat-kaks- edes viisituhatta euroa.”*

Kysymykseen 7 *”Näettekö velkojan- ja sijoittajansuojan keskeisenä osana velkapääoma-markkinoiden toimintaa?”* jakaantuivat vastaukset.



Lähes viidennes yrityksistä ei ollut ajatellut asiaa lainkaan. Niukka enemmistö (40 %) katsoi, ettei velkojan- ja sijoittajansuoja ole keskeinen tekijä, 37 % yrityksistä katsoi, että se on keskeinen osa velkapääomamarkkinoiden toimintaa.

Malliehdot

Seuraavat kolme kysymystä koskivat joukkolainojen malliehtoja. Kotimaisilla joukkolainamarkkinoilla on ollut vuodesta 2014 alkaen mahdollista käyttää yhtenäisiä malliehtoja joukkolainojen dokumentaatioissa. Sijoittajien kannalta vakiintuneet malliehdot (ehtokonventionit), joita käytettäisiin sekä vakavaraisten yritysten liikkeeseenlaskuissa (Investor Grade eli ns. IG-emissiot), mutta etenkin korkeariskisten yritysten liikkeeseenlaskuissa (High Yield eli ns. HY-emissiot), helpottavat luottokelpoisuusarvion tekemistä ja lainan hinnoittelua. Tämä johtuu siitä, että vakiintuneet malliehdot lähtökohtaisesti toistuvat toisiinsa rinnastuvissa emissioissa ja ovat näin vertailukelpoisia.

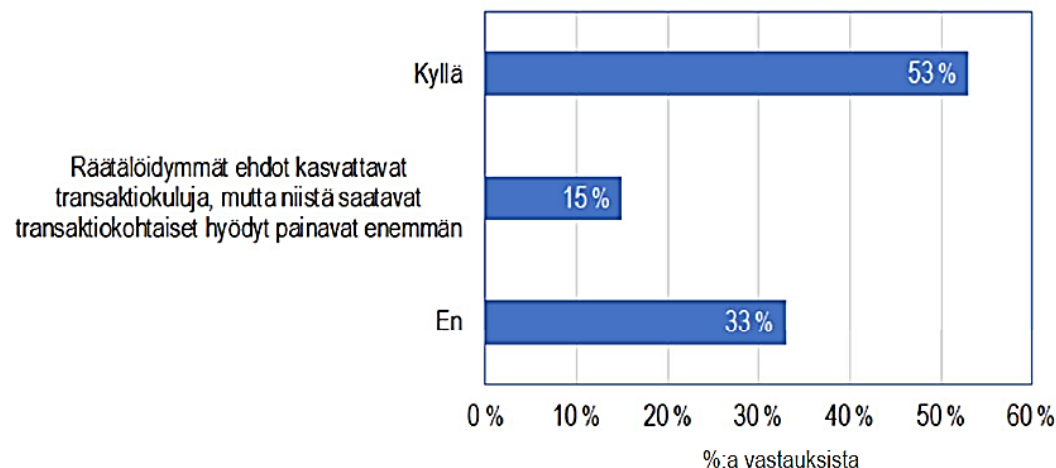
Kysymykseen 8 *”Koetteko joukkolainan liikkeeseenlaskijana, että hyötyisitte tilanteesta, jossa markkina käyttäisi sekä IG- mutta etenkin HY-emissioissa vakiintuneita malliehtoja?”* yrityksistä 75 % katsoi hyötyvänsä ja 25 % vastasi kielteisesti.

Kysymykseen 9 *”Koetteko, että vakiintuneista malliehdoista olisi hyötyä esim. (valitse yksi tai useampi vaihtoehto):*

- a. liikkeeseenlaskijan lisävelkaantumisen hillitsemiseksi ja muutenkin sen taloudellisen ja liiketoiminnallisen aseman vakiinnuttamiseksi*
- b. yleisesti joukkolainan hinnoittelun selkeyttämiseksi*
- c. emissioiden transaktiokulujen alentamiseksi”*

yritykset vastasivat, että malliehdot vaikuttavat erityisesti transaktiokulujen alentumiseen (82 %) ja selkeyttävät hinnoittelua (70 %).

Kysymykseen 10 *"Näettekö haittoja malliehtojen käyttämiselle?"* yritysten vastaukset jakaantuivat.



Yrityksistä lievä enemmistö (53 %) katsoi, että malliehtojen käytöstä on haittaa. Seuraava yrityksen kommentti kuvaa asiaa: *"Ei välttämättä huomioisi firman erityispiirteitä. Tämän estämiseksi pitäisi olla mahdollista tehdä yhdelle A4:lle lista erityisehdoista."*

Kolmannes yrityksistä ei nähnyt haittoja ja 15 % koki, että räätälöidymät ehdot kasvattavat transaktiokuluja, mutta niistä saatavat transaktiokohtaiset hyödyt painavat enemmän. Nämä yritykset perustelivat myönteistä kantaansa mm. seuraavasti: *"Yhteiset standardit on aina hyvästä."* tai *"Ominaispiirteet erilaiset kullakin firmalla ja kussakin emissiossa."*

Likviditeetti

Seuraavat kolme kysymystä yrityksille koskivat likviditeettiä. Joukkolainan jälkimarkkinakelpoisuus eli kaupankäynti sekundäärisillä markkinoilla ja tähän liittyvä likviditeetti on kyseisen instrumentin keskeinen ominaisuus.

Kysymykseen 11 *"Onko teille liikkeeseenlaskijana merkitystä sillä, että liikkeeseen laskemallanne joukkolainalla käydään jälkimarkkinakauppaa?"* yrityksistä valtaosa (79 %) vastasi "kyllä". Asiaa perusteltiin mm. hinnoittelun läpinäkyvyydellä ja sijoittajien mielenkiinnon ylläpitämisen tärkeydellä.

Kysymykseen 12 *"Seuraatteko liikkeeseen laskemanne joukkolainan arvostuksen kehitystä jälkimarkkinoilla?"* yrityksistä 73 % vastasi seuraavansa. Syynä jälkimarkkinaseurantaan oli usealla yrityksellä halu tietää uuden joukkolainan hintataso.

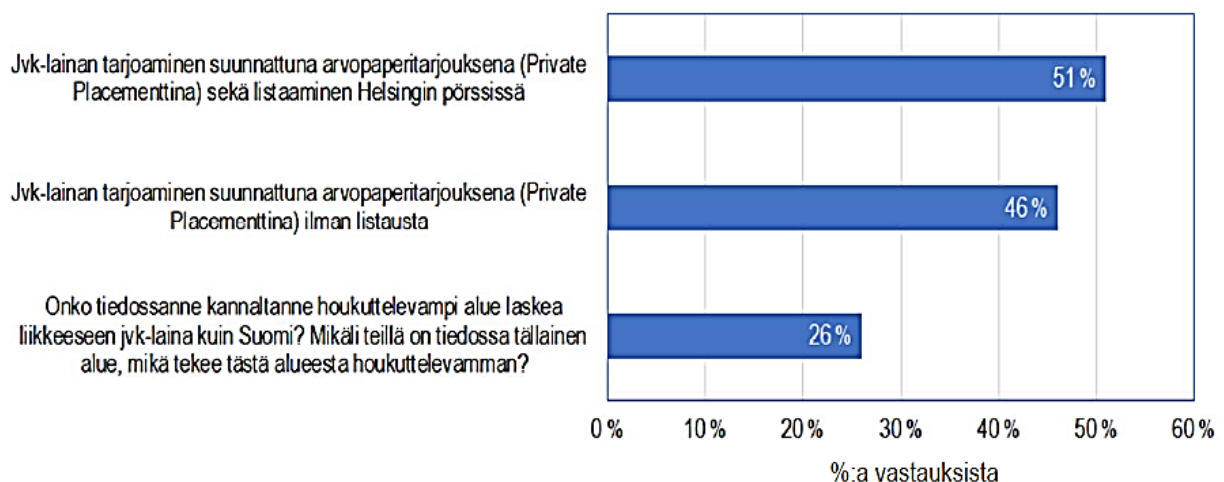
Kysymykseen 13 *"Oletteko milloinkaan ostaneet tai harkinneet ostavanne liikkeeseen laskemaan joukkolainaa itse takaisin jälkimarkkinoilta joukkolainan voimassaoloaikana?"*

yrittäjistä runsas puolet (54 %) vastasi myönteisesti. Tällöin tärkeitä syitä olivat toimenpiteen taloudellinen kannattavuus, yritysjärjestelyt ja velkaportfolion hallinnointi.

Lainsäädäntöregiimi

Velkapääomamarkkinoiden markkinasääntelyssä on eroja eri maiden ja niiden oikeusjärjestysten välillä. Viimeiset kaksi kysymystä koskivat lainsäädäntöregiimien vaikutusta yritysten käyttäytymiseen rahoituksen hankinnassa.

Kysymykseen 14 **”Suomalaiset yritykset ovat laskeneet liikkeeseen ja listanneet joukkolainoja paitsi kotimaassa myös esim. Irlannissa. Mikä strategia teillä on? (valitse yksi tai useampi vaihtoehto)”** yritysten vastaukset jakaantuivat kolmen vaihtoehdon perusteella. Puolet yrityksistä (51 %) näki hyvänä strategiana joukkolainan tarjoamista suunnattuna arvopaperitarjouksena sekä listausta Helsingin pörssissä. Vajaalla puolella yrityksistä (46 %) oli strategiana suunnattu arvopaperitarjous ilman listausta. Runsas neljännes myös näki, että oli houkuttelevampaa laskea joukkolainaa liikkeeseen Suomen ulkopuolella.



Joukkolainojen listaaminen nähtiin luontevana pörssiyrityksille, myös sijoittajat edellyttävät joukkolainan listaamista. Joukkolainan listaamattomuutta perustellaan puolestaan keveydellä ja vähällä byrokratialla. Suomen ulkopuolisista liikkeeseenlaskupaikoista nähtiin hyvin toimivina markkinoina Irlanti (”nopein”) ja Luxemburg.

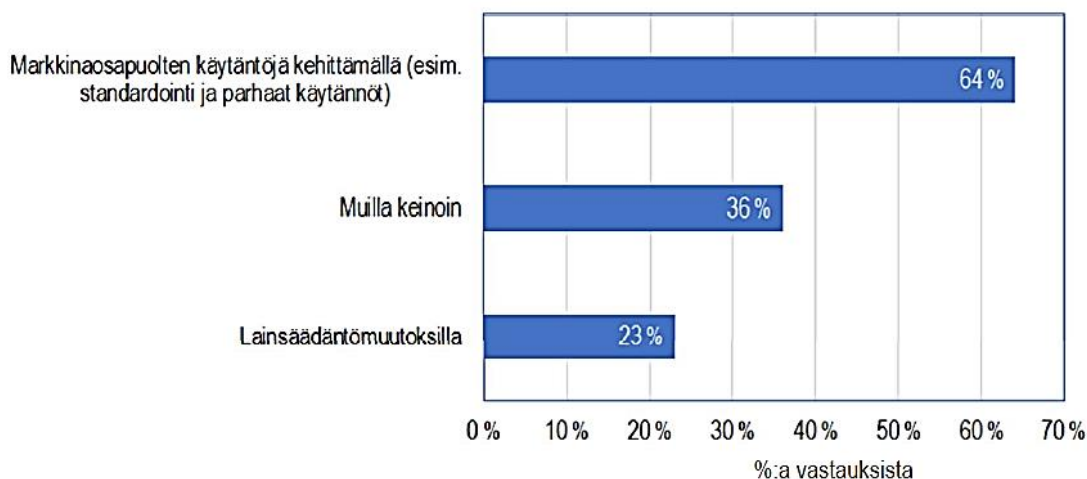
Kysymykseen 15 **”Miten suomalaista velkapääomamarkkinaa tulisi kehittää, jotta kiinnostus Suomessa emittointiin säilyisi ja myös lisääntyisi? (valitse yksi tai useampi vaihtoehto)”** yritykset näkivät parhaimpana keinona markkinaosapuolten käytäntöjen kehittämisen (64 %). Runsas kolmannes ehdotti ”muuta keinoja”, joilla kehittämistyötä tulisi tehdä:

”Ongelma tällä hetkellä on, että emissiot ovat liian suuria. Nyt sweet spot on 100+ miljoonaa. Pitäisi saada alas noin 20 miljoonaan. Tällä hetkellä liian kalliit transaktiokulut. Ne pitäisi saada alas. Tikettikoko on liian iso. Kuinka fasilitoida pienempi bondi tehokkaasti ja kustan-

nustehokkaasti? Vakioehdot, jotka helposti kopioitavissa emissiosta toiseen. Pitäisikö olla olemassa frame, jonka puitteissa jvk-lainaa emittoitaisiin? Samoin kuin yrkkäripuolella, vaikei koskaan edes emittoitaisi mitään. Fintechillä tekemistä! Fundamentaalisesti tekisi homman paremmin.”

”Mallia Norjasta, miten hyvin high yield-markkina voi toimia. Riittävän tason standardointi ja yleiset dokumentit. Parempi sijoittajansuojakin tätä kautta. Opittavaa Talvivaaran konkurs-siskandaalista. Oppia tässäkin Norjasta, miten homma olisi hoidettu siellä. Suomessa lain-säädännön näkökulma on osakesijoittajan, ei erikseen bondisijoittajan.”

”Ei ainakaan lisää sääntelyä. Esitteen tekeminen on kyllä iso haaste. Pankkien varjoreittausten poistuminen hankaloittaa isosti rahan saamista. Jotkut sijoittajat ei saa enää sijoittaa, vaikka rahaa ja halua olisi. Jälkimarkkinan aktivoiminen ja toimivan jälkimarkkinapaikan luominen tehostaisi.”



Lainsäädäntömuutoksia ehdotti vajaa viidennes yrityksistä. Yleensä toivottiin helpotuksia lainsäädäntöön:

”Lainsäädäntö ei ainakaan saa olla esteenä. Tehtäisiin mahdolliseksi pienempien bondien liikkeellelasku. Meitäkin hirvittää aika paljon laskea liikkeelle puolikkaan liikevaihdon suuruinen bondi.”

”Regulaation helpottaminen.”

”Regulaatio väljemmäksi! Myös ulkomaisia liikkeeseen laskijoita Suomeen. Lisää vaihtoehtoja. Tarpeeksi volyyimia markkinoille. Myös kotitalouksien pitäisi päästä paremmin markkinoille. Joukkorahoituksen tyyppinen malli myös bondeissa olisi hyvä.”

2.3.5 Sijoittajakysynnän selvittäminen

VM:n sijoittajakysely 2013

Syksyllä 2013 valtiovarainministeriö haastatteli puhelinkyselynä 11 institutionaalista sijoittajaa, erityyppisiä eläkelaitoksia ja vakuutusyhtiöitä sekä keskisuuria institutionaalisia sijoittajia. Puhelinhaastattelut onnistuivat hyvin, suhtautuminen oli erittäin rakentavaa ja asia nähtiin tärkeänä. Haastateltavilta kysyttiin joukkolainamarkkinoiden osalta mm. seuraavia seikkoja:

- Aikaisempaa kokemusta markkinoilta
- Tulevaisuuden suunnitelmia ja sijoitusaikeita
- Sijoittamista suoraan vai ”poolatun” tuotteen kautta
- Tuotto-odotuksia
- Kiinnostavimman joukkolainatuotteen ominaisuuksia
- Valtion roolista joukkolainamarkkinoilla
- Edustajamallista (Trustee) ja agenttijärjestelmistä
- Malliehtojen (standardidokumentaation) merkityksestä.

Keskeisimmät havainnot haastatteluista olivat, että pk-yritysten joukkolainat ovat tuttuja; moni on jo niihin sijoittanut ja ne kiinnostavat sijoittajia nyt ja myös tulevaisuudessa. Sijoittaminen näihin tuotteisiin voisi periaatteessa tapahtua suoraan tai ”poolatun” järjestelyn kautta, käytännössä kuitenkin esim. rahastomuotoisesti. Erityisesti suurilla institutionaalisilla sijoittajilla, kuten eläkeyhtiöillä, sijoitustoiminnan volyymi on niin suurta, että suorat sijoitukset pk-yrityksiin eivät ole mahdollisia.

Keskimääräinen tuotto-odotus on sijoittajilla high yield -tuotteiden mukainen. Ihanteellisen joukkolainan maturiteetti olisi 3 - 5 vuotta bullet-lainana ilman valtion takausta ja tuotonmaksu olisi kaksi kertaa vuodessa. Sijoittajien mielestä kovenantit ovat vakuuksia tärkeämpiä. Sen sijaan ulkopuolisen tahon tekemää luottoluokitusta (varjoluokitusta) ei pidetty kovin oleellisena asiana.

Joukkolainojen malliehtojen nähtiin selkeyttävän käytäntöjä. Toimivan trustee- eli edunsaajamallin aikaansaamista pidettiin tärkeänä edistysaskeleena, joka lisäisi joukkolainarahoituksen oikeusvarmuutta.

Vakuudelliset ja vakuudettomat lainat

Vakuudellisuus ei sijoittajille tehtyjen sijoittajakyselyiden perusteella ollut niin keskeistä kuin olisi voinut ajatella. Karkean arvion mukaan liikkeeseen lasketuista joukkolainoista on noin 90 % vakuudettomia ja 10 % vakuudellisia. Vakuudellisen liikkeeseenlaskun edut sijoittajan näkökulmasta korostuvat liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteissa tuottaen sijoittajille etuoikeuden.

Toisaalta vakuudet alentavat joukkolainan tuottoa. Vakuudettomassa liikkeeseenlaskussa joukkolainan ehtoihin otettavien erityisehtojen eli kovenanttien asema korostuu. Mitä riski-

sempi sijoitus on, sitä laajempi kovenanttipaketti halutaan. Keskeisiä kovenantteja ovat tällöin mm. negative pledge, pari passu- ja tunnuslukukovenantit.

Finnveran rooli markkinoilla

Sijoittajahaastattelussa kysyttiin myös Finnveran roolista takauksen antajana. Valtaosa sijoittajista vastasi, että Finnveran antama takaus on ongelmallinen, koska se alentaa joukkolainasta saatavaa tuotto-odotusta. Kysymykseen Finnveran roolista joukkolainojen ankkurisijoittajana useimmat sijoittajat vastasivat, että Finnveran mukaantulo joukkolainaemissioon sijoittajaksi ankkurisijoittajana on positiivinen asia. Mikään sijoittajataho ei kuitenkaan vaatinut Finnveran osallistumista.

Työryhmätyön yhteydessä tehty sijoittajakysely 2016

Työryhmässä laadittuun kysymykseen **”Mikä on kotimaisen joukkolainamarkkinan nykytila?”** yleinen vastaus oli, että kokonaisuutena markkinan nykytila on hyvä siinä mielessä, että markkina on kokonaisuudessaan kasvanut ja monipuolistunut huomattavasti muutaman vuoden tähtäyksellä. Liikkeeseenlaskijoiden kirjo on monipuolistunut ja rahoituskelpoiset yritykset saavat kyllä rahaa joukkolainamarkkinoilta hyvin.

Joukkolainamarkkinat koetaan kuitenkin edelleen varsin suppeina ja niille kaivataan enemmän liikkeeseenlaskijoita. Viranomaisia kehoitettiin kartoittamaan yrityksiltä, onko syitä / esteitä sille, miksi joukkolainamarkkinat eivät houkuttele ja raivata näitä esteitä.

Ongelmana nähdään myös se, että markkinahintoja ylläpitävät välittäjät ovat varsin hitaita pitämään ajantasaisia hintoja Bloombergin järjestelmässä. Osittain tämän vuoksi kaupankäynti on vähäistä.

Suurimpana ongelmana nähtiin jälkimarkkinalikviditeetin puute, ja siinä mielessä markkina ei toimi lainkaan. EKP:n ohjaama keskuspankkien osto-ohjelma vääristää riskin hinnoittelua. Markkinoilla on krooninen puute hyvin tuottavista lyhyistä joukkolainoista. Myyminen on helppoa, mutta ostaminen on vaikeaa.

Kysymykseen **”Millaisia vaikutuksia teknologisella kehityksellä taikka sääntelyllä odotetaan olevan kotimaiseen joukkolainamarkkinaan?”** vastattiin, että teknologisen kehityksen johdosta todennäköisesti markkinoiden läpinäkyvyys paranee ja kaupankäynti suoraviivaistuu. Sääntelyn lisääntyminen nähtiin kuitenkin erittäin suurena uhkana juuri jälkimarkkinoiden likviditeetin kannalta. Finanssikriisin jälkeinen kansainvälinen pankkisääntely on johtanut siihen, että pankkien ansaintalogiikka on jo osaltaan muuttunut ja näivettänyt markkinaa.

Toisaalta nähdään, että sääntelyä ajavat tahot, joilla ei ole selkeää käsitystä markkinoiden olemuksesta ja tilasta. Tällaisina hankkeina mainittiin mm. MAR, MIFID:n best execution ja monen säännön todentaminen, jotka koettiin vaikeina jollei mahdollomina. Sääntelyn katsottiin olevan menossa muotoon, joka rajoittaa monia normaaleja aktiviteetteja. Esim. MAR:n kaltaiset asetukset vaikuttavat myös sijoittajien toimintaan. Tämän vuoksi markkinat eivät

monestikaan ole likvidejä tai lähellekään täydellisiä, vaikka sääntelijät kuvittelevat näin olevan.

Kysymykseen *”Mitä finanssiala toivoo kotimaiselta joukkolainamarkkinalta tulevaisuudessa?”* toivottiin aktiivista ja toimivaa primääri- ja jälkimarkkinaa, joka tarjoaa sijoittajalle monipuolisesti ja kilpailukykyisesti sijoitusmahdollisuuksia.

Dokumentaatiotyötä on tehty paljon, erityisesti HY-dokumentaatiomallista. EK:n mallipohjan käyttäminen siihen soveltuvissa tilanteissa nähtiin tärkeänä, jotta HY-markkina syvenisi edelleen.

Kysymykseen *”Mikäli toiveen toteutuminen edellyttää esteiden raivaamista pois tieltä, mitkä ovat pääasialliset esteet?”* oli vastauksena, että suomalaisen joukkolainamarkkinan keskeisin heikkous on oman pääoman ja omistajien suosiminen insolvenssitilanteessa. Tämä on käytäntö, joka on selkeästi ristiriidassa konkurssilainsäädännön etuoikeusjärjestyksen kanssa. Velkojen roolin tulisi olla selkeämpi ja oikeudenmukainen konkurssi- ja yrityssaneeraustilanteissa.

Sijoittajat katsovat, että esim. yrityssaneeraustilanteissa on kohtuutonta vaatia velkojen leikkaamista ilman, että leikattujen velkojen tilalle annettaisiin vastiketta (kuten osakkeita), kun taas osakkeenomistajien asema saattaa säilyä ennallaan. Velkojen intressit tulisi asettaa osakkeenomistajien intressien edelle kaikissa yrityksen insolvenssitilanteissa riippumatta valittavasta prosessista (yrityssaneeraus, konkurssi, likvidaatio tms.).

Sijoittajien mielestä velkojen aseman parantaminen nykytilanteesta ei automaattisesti tarkoita sitä, että liiallisen velkataakan kanssa painivan elinkelpoisen yhtiön toiminta loppuisi ja työpaikat vaarantuisivat. Liiketoiminnan jatkaminen on velkojen kannalta usein taloudellisesti kannattavampaa. Pääomarakenteen kunnioittaminen tarkoittaisi useimmissa tilanteissa käytännössä sitä, että yhtiön omistuksessa ja pääomarakenteessa tapahtuisi muutoksia itse liiketoiminnan jatkuessa vahvemmallalla taseella ja pienentyneellä velkamäärällä.

Joukkolainamarkkinoille pääsyn mahdollistamiseksi myös keskisuurille yrityksille ja edellytysten luomiseksi houkutteleville markkinoille tulisi velkojen etuoikeusasema sijoittajien näkemyksen mukaan selkeästi tunnustaa lainsäädännössä, etenkin yrityssaneerauslaissa ja tilanteissa, joissa yrityssaneeraukseen hakeudutaan.

Myös muu lainsäädäntökehikko on tärkeä, kuten mm. edustajalainsäädäntö, joka selkeyttää pelisääntöjä. Liika sääntely nähtiin uhkana markkinoiden kehittymiselle. Jos sijoittajakuntaa halutaan laajentaa, tulisi yksityisten ihmisten sijoitusmahdollisuuksia helpottaa. Tämä voisi tapahtua poistamalla lähdevero ja lieventämällä dokumentaatiosääntöjä.

YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT JA LAKIEHDOTUKSET 1—3

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 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.

Lain soveltuvuus ulkomailla toteutettujen suomalaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseenlaskuun määräytyy kansainvälisen yksityisoikeuden sääntöjen perusteella. 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 perustumattomiin 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 sopimuksella ole vaikutusta ehdotettavan lain soveltamisalaan. Lailla ei puututa miltään osin voimassaoleviin kansainvälisyksityisoikeudellisiin lainvalintaa määrittäviin säännöksiin tai sopimuksiin, joiden perusteella lain soveltuvuus ulkomailla toteutettuihin kotimaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseenlaskuihin määräytyy. Näin ollen laki tulee sovellettavaksi kotimaisten yritysten ulkomailla liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin vain poikkeustapauksissa.

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

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 tehtävänänsä hallinnoida joukkolainaan liittyviä vakuuksia omissa tai joukkolainanhaltijoiden nimissä kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun yhteistoiminnassa edustajan kanssa tai tämän sijasta. Edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä ja tehtävistä säädetään tarkemmin 2 luvussa.

Pykälän 3 *momentin* mukaan laissa joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös joukkorahoituslaissa (734/2016) tarkoitettuun lainamutoiseen joukkorahoitukseen ja muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin, jollei edustusopimuksessa ole toisin sovittu. Joukkolainan määritelmää ei ole tarpeen säätää laissa sen yleisesti tunnetuksi katsotun sisällön vuoksi, vaan on syytä jättää käsite suhteellisen avoimeksi.

Joukkolainat ovat voimassaoloajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) arvopapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin osiin velkakirjoiksi tai joukkolainan osuuksiksi. Joukkolaina voi olla vaihtuva-, kiinteä- tai nollakorkoinen taikka sidottu indeksiin. Joukkolainojen voimassaoloaika on tyypillisesti muutamasta vuodesta kymmeneen vuoteen. Joukkolainatermiä 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 arvopaperimarkkinalain 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

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” (HE 32/2012 vp s. 101). 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) N:o 600/2014), jäljempänä *MIFIR*) johdosta joukkolainat tulevat tarkan instrumenttikohtaisen EU-tasaisen luokittelun kohteeksi. Tavoitteena on lisätä joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvyyttä ja ulottaa nykyisin osakemarkkinoilla käytössä oleva läpinäkyvyys sääntely soveltuvin osin joukkolainamarkkinoille. MIFIR luokittelee arvopaperit oman pääoman ehtoihin (engl. *equity*) sekä muihin kuin oman pääoman ehtoihin (engl. *non-equity*) arvopapereihin, joista jälkimmäisiin kuuluvat joukkolainat yhdessä johdannaisten ja strukturoitujen sijoitustuotteiden kanssa. Lisäksi joukkolainojen jaottelulla instrumenttikohtaisesti likvideihin ja ei-likvideihin instrumentteihin on olennainen merkitys joukkolainojen jälkimarkkinoihin.

MIFID I tai muuten 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 rahoitusvälineitä 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 mukaisen arvopaperin määritelmän ulkopuolelle. Toisaalta myös siirtokelvottomien tai rajoitetusti siirtokelpoisten arvopaperien taikka muiden vastaavien rahoitusvälineiden yleisseuraanto on mahdollinen, toisin sanoen luonnollisten henkilöiden kohdalla perimys ja yhteisöjen kohdalla sulautu-

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

Joukkolaina voidaan määritellä viittaamalla arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettuun arvopaperiin, joiden lisäksi lain soveltamisalaan kuuluu jossain määrin myös 3 kohdassa tarkoitettu muu arvopaperi, 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 lain-säädännön mukaisesti. Vastaavasti 3 kohtaan kuuluvat sellaiset muut kuin kohdan 2 osalta käsitellyt 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 arvopaperien, valuuttojen, korkojen tai tuottojen, hyödykkeiden taikka muiden indeksien tai mittareiden perusteella. Esimerkkinä tällaisista ovat warrantit.

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 lähtökohtaisesti laskenut liikkeeseen mainitun lain 2 luvun 5 §:n mukaisella säännellyllä markkinalla tai lain 2 luvun 9 §:ssä tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Joukkovelkakirja voi näin ollen olla myös arvosuusmuotoinen, mutta säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listaamaton.

Paperimuotoisten joukkolainojen liikkeeseenlasku on ammattimaisessa sijoitustoiminnassa harvinaista. Pääsääntöisesti arvopaperimarkkinoilla vaihdantaan tarkoitettua joukkolainaa laskeetaan liikkeeseen dematerialisoituina arvo-osuuksina. Jos liikkeeseenlasku tapahtuu Suomessa, arvo-osuuksien 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 lainaehtojen mukaan rekisteröityjä joukkovelkakirjoja. Joukkolainan merkintä ei välttämättä eikä yleensä tapahdu edustusopimuksen perusteella, vaan tyypillisesti siinä vaiheessa, kun - ja siinä mää-

rin kuin - liikkeeseenlaskija hyväksyy sijoittajan lopullisen ja sitovan tarjouksen joukkolainan merkinnästä. Sijoittajan sitova merkintätarjous sisältää hyväksynnän sille, että joukkolainan ehdot tulevat sijoittajaa sitoviksi 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 vieraan pääoman ehtoisena arvopaperina kattaa myös tietyt hybridi- ja välirahoitusinstrumentit. Välirahoitusinstrumentit sijoittuvat taloudellisen luonteensa ja sisälltönä perusteella oman ja vieraan pääoman välimaastoon, mutta ovat aina kuitenkin selkeästi joko vieraan tai oman pääoman ehtoisia instrumentteja. 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. Pääomalaina voidaan kirjanpidossa tietyissä tilanteissa laskea omaan pääomaan rinnastettavaksi eräksi, mutta pääomalainavelkojalta puuttuu osakkeenomistajan oikeus osuuteen yhtiön jäljellä olevista varoista velkojen maksun jälkeen. 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.

Joidenkin määritelmien käyttämisestä voi syntyä käsitteellistä päällekkäisyyttä, sillä esimerkiksi liikkeeseenlaskija on määriteltä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:ssä suomalaiseksi ja ulkomaiseksi yhteisöksi, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Vastaavasti laissa kauppapedustajista ja myyntimiehistä (417/1992) käytetään monessa yhteydessä edustussuhteen toisesta osapuolesta termiä päämies, antamatta sille kuitenkaan tarkempaa sisältöä. Tässä laissa liikkeeseenlaskijalle on pyritty antamaan, kuitenkin ilman lakisääteistä 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, lasketaanko joukkolaina liikkeeseen kotimaisessa arvo-osuusjärjestelmässä vai vastaavassa ulkomaisessa tai listataanko liikkeeseen laskettu joukkolaina kotimaisella tai ulkomaisella säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Lain soveltamisalan tarkoitetaan kattavan joukkolainojen lisäksi mahdollisimman laajasti erilaiset vieraan pääoman ehtoiset vaihdanta- ja siirtokelpoiset arvopaperit. Tällaisia arvopapereita saatetaan hyödyntää monella tavalla erityyppisissä rahoitusjärjestelyissä, joissa myös edustajan käyttäminen voi olla järjestelyn osapuolten edun mukaista.

Sen sijaan sijoituspalvelulaissa (747/2012) käytetään yleisesti termiä sijoituskohde, joka on merkitykseltään laaja-alaisempi kuin arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettu arvopaperi. Tällaisia muita sijoituskohteita ovat perinteisen tulkinnan mukaan muut kuin arvopaperimarkkinalaissa 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 komman-

diittiyhtiöstä (389/1988) tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiö-osuuksia. Muita kuin arvopaperimarkkina-alaissa 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 sijoituspalvelu-ala oheispalveluja koskeva sääntely myös muuhun sijoituskohteeseen. Muu sijoituskohde voi myös sisältää esimerkiksi erilaisia lainaratkaisuja ja kapitalisaatiosopimuksia. Jos tällaiset sijoituskohde eivät ole arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuja arvopapereita, mutta edustajaa käytetään niiden liikkeeseenlaskuissa, tämän lain analoginen soveltaminen niihin on kuitenkin mahdollista edellyttäen, että kysymys on pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin rinnastettavissa olevasta instrumentista. Tämä rajaa kuitenkin esimerkiksi selkeästi oman pääoman ehtoiset sijoituskohdeet kuten osakeyhtiöiden osakkeet lain soveltamisalan ulkopuolelle. Lakia ei myöskään sovelleta syndikoituihin tai bilateraalisiin lainoihin lukuun ottamatta lain 5 luvussa säädettyä vakuusagentin käyttöä vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä.

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 tarkkarajaisten määritelmien kautta rajoittaa mahdollisimman laajan markkinaosapuolten välisen sopimusvapauden hyödyntämisen mahdollistamiseksi. Lisäksi on nähtävissä, että edustajan käyttömahdollisuudet erilaisissa rahoitusjärjestelyissä, kuten joukkorahoituksessa sekä muussa innovatiivisessa ja perinteisille rahoituslähteille vaihtoehtoisessa rahoituksessa, ovat jo nyt selvästi laajentuneet ja todennäköisesti tulevat laajentumaan tulevaisuudessa muun muassa rahoitusmarkkinoiden digitalisoinnin 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 hallinnoijapankkiin (engl. *facility agent*) tai vakuusagenttiin (engl. *security agent*), joka hallinnoi sopimussuhteen perusteella vakuuksia kaikkien luotonantajien yhteiseksi hyväksi. Englanninkielisessä Suomen lain mukaisessa joukkolainoja koskevassa dokumentaatioissa on viitattu sängen vakiintuneesti agenttiin tai edustajaan (engl. *agent / bondholders' representative*). Elinkeinoelämän keskusliitto ry:n vuoden 2014 alussa julkaisemissa malliehdossa päädyttiin käyttämään nimitystä ”*Agent*”. Suomenkielinen terminologia on ollut toistaiseksi jossain määrin vakiintumaton, mikä puoltaa keskeisten edustajainstituutioon liittyvien käsitteiden laintasoista määrittelyä.

Edustajan määritelmällä pyritään selvittämään 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.¹

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 nimettynä useita edustajia eri rooleissa, jolloin on mahdollista, että joku nimetyistä edustajista toimii myös vakuusagenttina varsinaisen edustajatoimensa ohella tai sijaan.

Lain 5 luvussa säädetään vakuudellisesta kollektiivisesta rahoitusjärjestelystä, jolla tarkoitetaan rahoitusjärjestelyä, jossa normaalisti useampi kuin yksi rahoittaja antaa rahalainaa velalliselle yhtenäisen sopimuskokonaisuuden perusteella, tai rahoitussopimusten ollessa erilliset, useat velkojat jakavat kuitenkin samaa vakuutta. Vakuudellisen kollektiivisen rahoitusjärjestelyn yhteydessä sovitaan siis rahoitus- tai sijoituskokonaisuuteen liittyvän vakuuden hallinnoinnista yhteiseen lukuun. Käytännössä yleisin vakuudellinen kollektiivinen rahoitusjärjestely on vakuudellinen syndikoitu luotonanto (engl. *syndicated loan / syndicated lending*) tai vakuudellinen klubijärjestely, joissa useat luotonantajat (jotka yleisimmin ovat pankkeja) luotottavat yhtäaikaaisesti luotonsaajaa. Luotonantajat muodostavat tällöin syndikaatin, jonka jäseneksi kukin luottoa myöntävä luotonantaja tulee. Syndikoitu luotonanto on tyypillinen suuryritysten rahoitusmuoto. 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 luotonottajaa kohtaan ja vastavasti luotonottaja vastaa velvoitteistaan kullekin syndikaatin jäsenelle erikseen. Maksuliikenne hoidetaan kuitenkin agentin roolissa toimivan pankin kautta. Agenttipankki hoitaa myös muut käytännön lainahoitoon liittyvät tehtävät, kuten koronmäärityksen, sekä kommunikoi lainaan liittyvissä asioissa luotonottajan kanssa. Agenttipankki toimii suhteessa lainanottajaan aina joko suoraan lainasopimuksessa sovitulla tavalla tai muutoin syndikaattipankkien määränemistöltä saamansa ohjeistuksen mukaisesti. Mikäli syndikoitu lainajärjestely on vakuudellinen, toimii agenttipankki yleensä myös vakuusagenttina. Vaikka syndikoidun rahoitusjärjestelyn lainaosuuksien siirrettävyys (velkojan vaihdos) on keskeinen järjestelyn ominaisuus, syn-

¹ Toinen velkojakollektiivi voi olla jakamassa samaa vakuutta, jolloin vakuudensaajien välisistä suhteista sovitaan velkojien välisessä sopimuksessa (engl. *Intercreditor Agreement*).

tyy uuden rahoittajan ja agenttipankin välille kuitenkin aina suora sopimussuhde siirtohetkellä allekirjoitettavan dokumentaation allekirjoituksin. Syndikoidun luoton tyypillisiä käyttöaloja ovat muun muassa käyttöpääomarahoitusta, investointien rahoitus ja yrityskaupparahoitus. Syndikoitu luotonanto on tyypillisesti vakuudellista yrityskaupparahoituksessa, kiinteistörahoituksessa ja projektirahoituksessa.

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 sopimuksessa 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 myös poikkeuksellisia tilanteita, joissa edustussuhdetta ei ole sopimuksin alun perin lainkaan riittävällä tavalla järjestetty. Säännöstä lain laaja-alaisesta tahdonvaltaisuudesta tukevat 6 §:n 2 momentissa säädetty velvollisuus hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta sekä 23 §: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 pitänytkaan tietää joukkolainanhaltijoiden edustajalle antamista toimiohjeista eikä niiden ylittämistä. Oikeustoimen edustajan kanssa tehneen henkilön vilpittömyys mieltä suojataan toimivallan ylittämistapauksissa. Vilpittömyys 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 oikeustointia varten, on henkilön pyrittävä selvittämään edustajan mahdolliset toimiohjeet oikeustointia varten täyttääkseen selonoton vaatimukset.

Joukkolainanhaltijoiden oikeudellisen aseman turvaamiseksi on olennaista, että edustaja on riippumaton joukkolainan liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä. Liikkeeseenlaskun järjestäjällä tarkoitetaan sijoituspalvelulaisissa tarkoitettua emissionjärjestämistä toimilupansa nojalla sijoituspalveluna tarjoavaa luottolaitosta tai sijoituspalveluyritystä. 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 liikkeeseenlaskun järjestäjään. Riippumattomuusvaatimuksesta säädetään tarkemmin 4 §:ssä, 18 §:n 5 momentissa ja 19 §:n 1 momentissa.

Lain 6 §, 8 § ja 13 § ovat pakottavia eikä niistä voi edustusopimuksella tai muutoin poiketa. Pakottavat säännökset muodostavat poikkeuksen lain säännösten tahdonvaltaisuudesta. Pakottavat säännökset koskevat laissa erikseen todetuissa tapauksissa joukkolainanhaltijoiden sijoittajan- ja velkojansuojan turvaamista, kuten yhdenvertaisen kohtelun vaatimusta 6 §:n 1 momentissa, vaatimusta noudattaa arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädettyä hyvää arvopaperimarkkinatapaa 6 §:n 2 momentissa, edustajan tiedonantovelvollisuutta 8 §:ssä sekä 13 §:ssä säädettyä vaatimusta liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijan omaisuuden säilyttämisestä erillään edustajan varoista, mikä säännös 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 15—22 §:ssä ja 24—26 §:ssä ovat pakottavia. Näistä säännöksistä poikkeaminen on ”*muutoin katsottava kielletyksi*”. Toisaalta eräät säännökset (kuten edustajan toimintaoikeuksia koskeva 7 § sekä joukkolainanhaltijan rinnakkaista vakuudenkäyttöoikeutta estävät 12 §:n 2 momentti ja 14 §:n 2 momentti) ovat asian luonteen ja tämänhetkisen markkinakäytännön vuoksi vahvoja olettamassääntöjä. Olettamassääntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Pakottavista säännöksistä huolimatta lainsäädännön on tarkoitus muodostua suppean puitelain pohjalte, 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 sivullisistovuus 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. 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 sivullisistovuuteen siten kuin siitä säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Lailla ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullisistovuus määräytyy. Lailla on kuitenkin tarkoitus osaltaan vahvistaa sitä käsitystä, jonka mukaan vakuusoikeuden perustaminen vakuusagentille (niin et-

tä joko vakuusagentti tai vakuusvelkojat ovat niin sanottuja muodollisia vakuudenhaltijoita) on mahdollista toteuttaa osapuolia ja sivullisia sitovalla tavalla.

2 luku Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen ja riippumattomuus, edustajan toiminta ja edustussopimuksen sitovuus

Lukukohtaiset perustelut. Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään paitsi edustajan riippumattomuudesta liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä 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 arvopapereiden erilaisuuden tai erisuuruisten sijoitus- tai ääniosuuksien johdosta. Edustaja ei myöskään saa menetellä arvopaperimarkkinain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Esimerkkiluettelon avulla ilmaistaan, mitä oikeuksia edustajan oikeuksiin voi kuulua. Luvussa säädetään lyhyesti edustajan tiedonantovelvollisuudesta, edustajan edustusoikeuden peruuttamisesta ja purkamisesta sekä edustajan vaihtamisesta ja eroamisesta. Yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi peruuttaa edustajan edustusoikeutta tai tämän toimivaltaa eikä irtisanoa edustussopimusta. Joukkolainanhaltijoiden kokous voi edustussopimuksessa edellytettyllä tavalla peruuttaa edustajan edustusoikeuden ja toimivaltuuden. Mikään edustajan edustusoikeuden peruuttaminen ja purkaminen taikka edustajan vaihtaminen tai eroaminen ei voi tulla voimaan ennen kuin uusi edustaja on nimetty, ellei edustussopimuksen mukaisesti ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa.

4 §. Edustajan nimeäminen ja riippumattomuus. Pykälässä säädetään edustajan nimeämisestä sekä riippumattomuudesta liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä. Pykälällä pyritään varmistamaan, että joukkolainanhaltijoiden edustaja ei ole riippuvuussuhteessa mihinkään toiseen tahoon. 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 rahoituskoventanteja, joiden täyttymistä edustajan tulee valvoa sille toimitettavien tiedonantojen perusteella), tai toisaalta siitä, että joukkolainalle on annettu vakuuksia, joita on säilytettävä ja mahdollisesti realisoitava joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Edustaja toimii joukkolainanhaltijoiden intressissä ja lukuun liikkeeseenlaskijaa ja sivullisia kohtaan. Tämän vuoksi edustajaksi nimitettävän on oltava liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä riippumattomaksi arvioitu ja säilytettävä riippumattomuutensa koko edustustehtävän ajan. Mikäli edustajaksi nimetty ei täytä riippumattomuusvaatimusta eikä ole ilmoittanut riippumattomuutensa vaarantavaa seikkaa tai on menettänyt riippumattomuutensa myöhemmin, on edustajan ilmoitettava tästä joukkolainanhaltijoille ja edustaja on vaihdettava. Riippumattomuuden menettää vain, jos liikkeeseenlaskijalla tai liikkeeseenlaskun järjestäjällä on edustajassa määräävä asema omistuksen tai muun seikan perusteella. Joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä edustajaa valittaessa edustajan on oltava riippumaton myös liikkeeseenlaskun järjestäjästä. Säännös vastaa välimiesmenettelystä annetun lain (967/1992) 9 §:n 2 momenttia.

Edustajan nimeäminen voi tapahtua joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myös myöhemmin esimerkiksi, jos joukkolainalle järjestetään vakuus, jonka säilyttäminen ja siitä

oikeudellinen määrääminen 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 sopimusoikeudellisten yleisten oppien mukaan (*pacta sunt servanda*). Sopimuksessa voidaan ennakolta varautua muun muassa siihen, että myöhemmin joukkolainan voimassa ollessa voidaan nimetä joukkolainanhaltijoiden lukuun edustaja, esimerkiksi vakuusagentti, säilyttämään joukkolainalle järjestettyä vakuutta ja oikeudellisesti määräämään siitä. Yleensä tällainen myöhempi nimeäminen tapahtuu kuitenkin joukkolainan ehtoja muuttamalla.

Pykälän 1 momentissa säädetään siitä, että joukkolainanhaltijoille nimetään yksi tai useampi liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä riippumaton edustaja valvomaan sopimuksen mukaisesti joukkolainanhaltijoiden etuja. Liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä riippumattomalla edustajalla tarkoitetaan henkilöä, johon liikkeeseenlaskijalla ja liikkeeseenlaskun järjestäjällä ei ole määräävää asemaa omistuksen tai muun seikan perusteella. Säännös merkitsee myös 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 säilyttämään joukkolainan vakuuksia ja oikeudellisesti määräämään niistä 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. *intercreditor 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 edustus sopimuksessa 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 sopimuksin.

Pykälän 2 momentissa säädetään edustajan tehtävään pyydetyn velvollisuudesta ilmoittaa ennen tehtävänsä vastaanottamista kaikki seikat, jotka ovat omiaan vaarantamaan tämän riippumattomuuden edustajana liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä. Tällaisia seikkoja voivat olla liikkeeseenlaskijan tai liikkeeseenlaskun järjestäjän määräävä asema edus-

tajana toimivassa yhteisössä omistuksen tai muun seikan perusteella taikka edustajaksi nimitettävän riippuvuus velanannon perusteella. Edustajan tehtävään pyydetyn ilmoittamista seikoista huolimatta henkilö voidaan nimittää edustajaksi, jos katsotaan, että ilmoitetut seikat eivät vaaranna edustajan riippumattomuutta. Arviointi tapahtuu tapauskohtaisesti. Tämä tarkoittaa sitä, että edustajaksi pyydetyn ilmoittamat seikat tiedostetaan ja niiden pohjalta arvioidaan, vaarantavatko seikat edustajan riippumattomuutta yhtäältä liikkeeseenlaskijasta ja toisaalta edustajan valintatilanteessa liikkeeseenlaskun järjestäjästä. Toisaalta edustaja on velvollinen edustussuhteen päättymiseen asti ilmoittamaan kaikki edellä tarkoitetut seikat, joita ei ennestään ole saatettu joukkolainanhaltijoiden tietoon.

5 §. Edustussopimuksen sitovuus. Edustussopimus sitoo pykälän mukaan joukkolainanhaltijaa, sekä nykyistä että myöhempää haltijaa, samoin kuin joukkolainanhaltijan velkojia. Joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä joukkolainanhaltijat tulevat edustussopimukseen sidotuiksi. Edustajan nimeämistä koskevat määräykset sisältyvät edustussopimukseen.

Edustussopimus voi tulla joukkolainanhaltijoita sitovaksi myös myöhemmin kuin 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.

6 §. 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 edustamiaan 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 verrat-

tavasta 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. Joukkolainan 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 hoidaessaan joukkolainanhaltijoita kohtaan edustusopimuksessa taikka myöhemmin annetuissa toimivaltaa koskevista määräyksistä 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 tietylle 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.² 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 luottolaitostoiminnasta 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 ”*Finanssivalvonnassa tehtävänä on valvoa, että vakuutusyhtiöt noudattavat vakuutustoimintaa koskevaa lainsäädäntöä ja hyvää vakuutustapaa*”. Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 3 §:n 1 momentin mukaan ”*Finanssivalvonta edistää lisäksi hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla*”. Lisäksi saatavien perinnästä annetun lain (513/1999) 4 §:n 1 momentin 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

² Seppo Villa: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? LM 2008 s. 563—581.

huomioon oikeudelliset, eettiset ja moraaliset näkökohdat. Itsesääntelyn tavoitteena on tavallisesti varmistaa oman elinkeinoalan tai ammattiryhmän toiminnan laatu.³

Säännös vastaa arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n kieltoa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti ja selventää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisvelvollisuuden koskevan myös edustajan toimintaa. Edustaja nähdään yhtenä toimijana arvopaperimarkkinoilla. Säännös tukee lain laaja-alaista tahdonvaltaisuutta sekä edustajaan muun muassa liike-toimintasuunnitelmaa 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 yhtiökokouksutun 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. Sen sijaan hyvän arvopaperimarkkinatavan lisäksi tai sijasta ei ole katsottu tarpeelliseksi luoda tässä esimerkiksi hyvän edustajatavan kaltaista *'uutta hyvää tapaa'*, jolla ei toistaiseksi ole yleisesti tunnustettua sisältöä.

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. 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 va-

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

kuuksien säilyttämiseen ja oikeudelliseen määräämiseen puoltaisivat toimialan itsesääntelystä säättämistä, mutta koska toimijoita on vähän, velvollisuus itsesääntelyn kodifiointiin saattaisi olla liian raskas. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen korvaa velvollisuuden itsesääntelyn kodifiointiin.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan merkitys korostuu edustajan toiminnassa sen fidusiarisen luonteen vuoksi, kuten asiakasvarojen ja vakuusomaisuuden hallinnassa, säilyttämisessä, hoitamisessa sekä tarvittaessa perinnässä ja realisoinnissa. Säännös on asian luonteen vuoksi pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

Edustajan oikeuksista ja velvollisuuksista sekä myös toimivallasta sovitaan yleensä edustus-sopimuksessa. Edustaja saa kelpoisuuden toimia edustajana suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja kolmansiin, kun edustaja on edustus-sopimuksessa nimetty tehtävänsä ja edustus-sopimus 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 edellyttää, että tämä tiesi tai tämän piti tietää toimivallan määräyksistä. Käytännössä asiat järjestetään poikkeuksetta niin, että liikkeeseenlaskija on itse myös edustus-sopimuksen osapuoli ja näin ollen tietää edustajan toimivallan rajat ja tulee sidotuksi.

Pykälän 3 *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 jalkitointa joukkolainanhaltijoilta.

Oikeustoimet, jotka edustaja tekee kelpoisuutensa rajoissa, sitovat joukkolainanhaltijoita. Jos edustaja ylittää kelpoisuutensa, eivät oikeustoimet sido joukkolainanhaltijoita, sillä edustajan kelpoisuus tehdä oikeustoimia rajoittuu edustus-sopimuksen sisältöön ja sen asettamiin puitteisiin. Sopimuskumppanin vilpittömällä mielellä ei ole tällöin merkitystä, koska se henkilö, jonka kanssa edustaja ryhtyy oikeustoimiin, voi säännöllisesti varmistua edustus-sopimuksen perustamasta kelpoisuudesta. Toisaalta voi esiintyä tilanteita, joissa edustus-sopimuksen 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 edustus-sopimuksen 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 ylittämisestä. Oikeustoimen edustajan kanssa tehneen henkilön vilpittömyyttä mieltä suojataan toimivallan ylittämistapauksissa edellyttäen, että hän on täyttänyt tapauskohtaisesti arvioituna hänelle asetetun niin sanotun normaaliasteisen selonoton. Mittarina on tällöin normaali-luonteellisen henkilön selonoton laajuus. Mikäli taas se henkilö, jonka kanssa oikeustoimi tehtiin, tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää toimiohjeista ja niiden ylittämisestä, 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.

Pykälän 4 momentin mukaan pykälä on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

7 §. Edustajan toimintaoikeudet. Pykälässä säädetään edustajan toimintaoikeuksista. Pykälän 1 momentissa ilmaistaan esimerkein, mitä asioita edustajan oikeuksiin ainakin kuuluu, jollei toisin ole sovittu. Luettelo ei ole tarkoitettu tyhjentäväksi vaan esimerkinomaiseksi. Säännös vastaa tämänhetkistä markkinakäytäntöä. Tämän vuoksi säännös on kirjoitettu lähtökohtasäännön muotoon; toisin sanoen edustajalla on ainakin säännöksessä luetellut oikeudet, jollei toisin ole sovittu. Edustajan toimintaoikeuksiin saatetaan katsoa kuuluvan myös muita asioita, jos se edustajajärjestelyn toiminnallisuuden kannalta on katsottava perustelluksi ja vastaavan osapuolten tarkoitusta. Säännös on tahdonvaltainen.

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 ja välimiesmenettelyissä puhevaltaa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. Edustajan käynnistäessä prosessin sen vireilläolovaikutus (*lis pendens*) ulottuu kaikkiin joukkolainanhaltijoihin. Joukkolainaa koskevassa asiassa annettavan ratkaisun oikeusvoimavaikutus (*res judicata*) koskee kaikkia joukkolainanhaltijoita. Kannevallan myöntäminen edustajalle merkitsee käytännön tasolla sujuvuutta asioiden hoitamisessa. Jos edustajalla ei ole oikeutta toimia tuomioistuimessa, on hänen käytettävä 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 edustus-sopimuksessa 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 tärkeitä, että edustaja voi käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä ja välimiesmenettelyissä 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. Tällainen 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 päätösvalan 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 säädetty 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 asemansa. Konkurssilain säännösten perusteella edustaja ei olisi velkoja konkurssilain tarkoittamassa merkityksessä tilanteessa, jossa edustaja ei ole itse sijoittanut kyseisen liikkeeseenlaskijan 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 tärkeätä 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), shekkilaissa (244/1932) sekä saatavien perinnästä annetussa laissa säänneltyyn perimis- eli prokurasiirtoon. Olemassa olevien joukkolainojen tätä asiaa koskevat ehdot katsotaan sitoviksi, mutta kun asia on säännelty lain tasolla, tulevien joukkolainojen ehdoissa ei olisi enää välttämätöntä eikä tarpeellista turvautua prokurasiirron pohjoismaisessa kontekstissa poikkeukselliseen konstruktion.⁴

Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin voi olla sopimuksesta riippuen joko yksinomainen tai joukkolainanhaltijat poissulkeva tai rinnakkainen joukkolainanhaltijoiden kanssa. Kysymys edustajan sanotun oikeuden käytön yksinomaisuudesta jätetään tilanteiden moninaisuuden vuoksi sopimusvapauden piiriin.

Pykälän 1 momentin 3 kohdan mukaan edustajalla on sitova oikeus hakea liikkeeseenlaskija yrityksen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan maksukyvyttömyysmenettelyyn tai vaihtokutsiltaan vastaavaan virallismenettelyyn, jolla tarkoitetaan esimerkiksi ulkomaista maksukyvyttömyysmenettelyä tai tiettyihin yhteisöihin (kuten luottolaitoksiin ja sijoituspalveluyrityksiin) 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 ylipäätään 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. Yrityksen saneerauksesta annetun lain lähtökohtana on, että yrityssaneeraushakemuksen on tultava 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 nykyllä säännöllä 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 asialegitimaatiota) saneerausmenettelyasiassa. Tämä johtuu siitä, ettei edustaja itsessään ole velkoja, vaan nimenomaan velkojen kollektiivinen, sopimusmääräyksen perustettu edustaja. Tämän vuoksi on selkeyttävää säätää lain tasolla, että joukkolainanhaltijoiden edustajalla on ilman saatavaa liikkeeseenlaskijalta itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskija sa-

⁴ Tästä asiasta tullaan mainitsemaan myös yleisperusteluissa jaksossa 4 ”Esityksen vaikutukset”.

neerausmenettelyyn 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. Joukkolainaan perustuvien oikeuksien täytäntöönpanossa edustaja voi esimerkiksi hyväksyä joukkolainanhaltijoiden puolesta joukkolainaan perustuvan saatavan muuntamisen saneerausohjelmassa säädetyn mukaisesti liikkeeseenlaskijan osakkeiksi.

Suomen lain mukaiset konkurssi ja saneerausmenettely eivät välttämättä ole ainoat mahdolliset maksukyvyyttömyysmenettelyt, joihin sellaisen joukkolainan, johon tämä laki soveltuu, liikkeeseenlaskija voidaan asettaa, mistä syystä 1 momentin 3 kohdassa on selvyiden vuoksi viittaus myös muihin soveltuviin maksukyvyyttömyysmenettelyihin tai vaikutuksiltaan vastaaviin virallismenettelyihin. Muulla soveltuvalla maksukyvyyttömyysmenettelyllä viitataan esimerkiksi ulkomaisiin maksukyvyyttömyysmenettelyihin, joiden kohteena liikkeeseenlaskija tai sen asianomaisen oikeusjärjestyksen alueella sijaitseva omaisuus voi olla. Mikäli liikkeeseenlaskija on erityislainsäädännössä säännelty yhteisö, kuten esimerkiksi luottolaitos tai sijoituspalveluyritys, muulla soveltuvalla maksukyvyyttömyysmenettelyllä voidaan tarkoittaa esimerkiksi luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annetussa laissa (1194/2014) tarkoitettuja menettelyjä.

Pykälän 1 momentin 2—4 kohdassa on säädetty edustajan toimintaoikeuksista virallisissa maksukyvyyttömyysmenettelyissä tai vaikutuksiltaan vastaavissa virallismenettelyissä. Toisaalta edustussopimuksessa voidaan antaa edustajalle toimintaoikeuksia myös muissa kuin virallisissa maksukyvyyttömyysmenettelyissä.

Pykälän 1 momentin 5 kohdan mukaan edustajalla on oikeus säilyttää joukkolainalle annettuja vakuuksia, muuttaa ne rahaksi ja muutoin oikeudellisesti määrätä niistä kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Edustajana voi tulla kysymykseen myös edustajana toimiva vakuusagentti. Sääntely mahdollistaa sen, että edustaja toimii joukkolainan vakuuksiin hallinnoijana (säilyttäjänä ja oikeudellisenä määrääjänä) 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 maakaareissa (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. Kun edustaja/vakuusagentti toimii pantinhaltijana omissa nimissään, vaikkakin kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun, edustaja/vakuusagentti voidaan kirjata pantinhaltijaksi lainhuuto- ja kiinnitysrekisteriin. Vastaavasti arvo-osuusjärjestelmässä edustaja/vakuusagentti voidaan kirjata pantinhaltijaksi arvo-osuustilille. Erilliset julkivarmistukset eivät olisi tarpeen, vaikka taustalla olevat lainanhaltijat vaihtuisivat.

Toisaalta ei ole oikeusjärjestelmän kannalta välttämätöntä, että asianomaiseen rekisteriin vakuudenhaltijaksi merkityn edustajan tai vakuusagentin oikeusasema edustajana kävisi ilmi suoraan julkisista rekisteritiedoista, kunhan tämä asiointi voidaan osoittaa muulla luotettavalla aineistolla. Toisin sanoen tulee voida osoittaa, että edustaja tai vakuusagentti on joukkolainalle annetun vakuuden haltija, jolla on oikeus säilyttää vakuutta ja oikeudellisesti määrätä siitä joukkolainanhaltijoiden lukuun, kun taas joukkolainanhaltijat ovat joukkolainan varsinaisia velkojia. Edustaja ja edustajana toimiva vakuusagentti ovat tilitysvelvollisia toiminnastaan joukkolainanhaltijoille.

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 toimintaoikeus 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 1 momentin 7 kohdan mukaan edustajan 1 momentin 1—6 kohdassa mainitut oikeudet sisältävät myös oikeuden ottaa vastaan tiedonantoja joukkolainanhaltijoiden puolesta. Säännös koskee kaikkia 1 momentin tilanteita.

Pykälän 2 momentin mukaan edustusopimuksessa voidaan määrätä, että edustaja on oikeutettu tai velvoitettu toimimaan itsenäisesti tai ainoastaan kaikkien joukkolainanhaltijoiden tai edustusopimuksessa sovitun tietynsuuruista osuutta edustavien joukkolainanhaltijoiden 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 oikeus nostaa kanteita joukkolainaa koskevissa asioissa liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevissa oikeudenkäynneissä puhevaltaa, oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin tai saneerausmenettelyyn tai muuhun soveltuvaan maksukyvyttömyysmenettelyyn, oikeus edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa joukkolainaan perustuvien oikeuksien käyttämisessä sekä oikeus 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 oike-

uksia. 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 7 §: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.

8 §. 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 säädetty arvopaperimarkkinalaissa, jossa on asetettu velvollisuus huolehtia siitä, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätösten 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 liittyvillä seikoilla voi olla joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta korostunut merkitys, kuten tiedolla edustajan riippumattomuuden menettämisestä liikkeeseenlaskijasta taikka riippumattomuusvaatimuksen täyttymättömyydestä liikkeeseenlaskun järjestäjästä edustajaa valittaessa. Tiedonantovelvollisuuden asema korostuu erityisesti ei-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 tiedonsaantioikeuden, 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 arvopaperi-

markkinalain 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 edustus sopimuksen täyttämiseen. Edustajalle laissa asetetun tiedonantovelvollisuuden toteuttamistapa on sovittava edustus sopimuksessa.

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 rahoitusvälineitä eivätkä näin ollen täytä arvopaperimarkkinalain mukaisen arvopaperin määritelmää.

Pykälän 2 *momentin* mukaan edustajan on pidettävä edustus sopimus joukkolainanhaltijoiden saatavilla. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajan, joka harkitsee joukkolainan merkitsemistä tai myöhemmän siirronsaajan, joka harkitsee joukkolainan ostamista, on saatava tietoonsa edustus sopimus ennen päätöksentekoa. Edustajan tehtävänä on varmistaa se, että edustus sopimus on joukkolainanhaltijoiden saatavilla. Näitä eri tapoja koskeva määrittely tapahtuu parhaiten sopimusvapauden piirissä.

Edustajan muusta tiedonantovelvollisuudesta on sovittava edustus sopimuksessa. Tämä korostaa lain asemaa puitelakina. Edustajalle ei ole tarpeen asettaa lailla pakollisia tiedonantovelvollisuuksia enempää kuin on tarpeen joukkolainanhaltijoiden perusteltujen odotusten varmistamiseksi ja suojelemiseksi. Käytännössä edustus sopimuksessa sovitaan kattavasti edustajan liikkeeseenlaskijaa koskevasta tiedonantovelvollisuudesta ja muista toimintavelvollisuuksista suhteessa joukkolainanhaltijoihin. Osapuolet kykenevät lähtökohtaisesti itse parhaiten arvioimaan, mitä lisävaatimuksia muun muassa edustajan tiedonantovelvollisuuksista yksittäisiin edustus sopimuksiin on tarpeen sisällyttää, sekä sopimaan niistä. Näin ollen asian 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 edustus sopimuksessa. Tällaisen tiedonantovelvollisuuden sisältö jätetään kuitenkin osapuolten keskenään tapauskohtaisesti määriteltäväksi ja sovittavaksi.

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

9 §. 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. Kukaan edustus sopimuksen sopijapuolista ei voi yksipuolisesti irtisanoa tai purkaa edustus sopimusta sen voimassaoloaikana. Säännös on tarpeen, koska oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa on vallitsevasti lähdetty siitä, että valtuutus on pääsääntöisesti valtuuttajan peruutettavissa. Myös muiden edustusoi-

keuden 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 päättymään 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) tai että rekisteröitymisedellytykset eivät enää täyty taikka edustaja on menettänyt riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta jonkin riippumattomuuden vaarantavan seikan perusteella, jota joukkolainanhaltijat eivät ole hyväksyneet. Riippumattomuudesta liikkeeseenlaskun järjestäjästä ei ole tarpeen tässä yhteydessä säätää, koska järjestäjällä on vain hyvin harvoin roolia enää joukkolainan voimassaoloajan tässä vaiheessa. 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 sekä tarvittaessa perinnässä ja realisoinnissa. Siinäkin tapauksessa, että edustaja eroaa tehtävästään, on tärkeätä, että uusi edustaja nimetään tehtävästään eroavan edustajan sijaan. Joukkolainanhaltijoiden sijoittajansuojan (velkojansuojan) 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 15 §:n 1 momentissa tarkoitettua rekisteristä tai edustaja on menettänyt riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta, on välittömästi ryhdyttävä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi edustussopimuksessa sovitulla tavalla, jollei edustussopimuksen mukaisesti ole nimenomaisesti sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa. Riippumattomuuden menettämisellä tarkoitetaan tilannetta, jossa on tullut tietoon riippumattomuuden vaarantava seikka, jonka arviointi on johtanut edustajan riippumattomuuden menettämiseen liikkeeseenlaskijasta.

Jos edustussopimuksessa on niin sovittu, rekisteristä poistettu elinkeinonharjoittaja saa jatkaa edustajana toimimista mutta ainoastaan siihen asti, kunnes edustussopimuksessa tarkoitetulle joukkolainalle, jossa kyseinen elinkeinonharjoittaja toimii edustajana, on edustussopimusten mukaisesti ja ilman aiheutonta 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. Jos edustussopimuksessa ei ole sovittu uuden edustajan nimeämismenettelystä edellä tarkoitettuisa tapauksissa, liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus ryhtyä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi. Tahdonvaltaisuus, josta säädetään 3 §:ssä, tukee vakiintunutta markkinakäytäntöä ja varmistaa, ettei heikennetä kannusteita edustajaksi ryhtymiselle saati edustajan käyttämiselle.

Pykälän 3 *momentin* mukaan edustajan tehtävän päättyminen, toisin sanoen mikään edustajan edustusoikeuden 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. Tämä säännös toimii kannustimena sille, että edustussopimuksessa sovitaan asianmukaisesti edustajan nimeämisestä väistyvän edustajan sijaan. Sisällöllisesti asiasta saadaan sopia osapuolten parhaaksi katsomalla tavalla. Jos uutta edustajaa ei syystä tai toisesta saada valittua kohtuullisessa ajassa, tästä aiheutuvat mahdolliset ongelmat on otettava huomioon edustussopimuksessa.

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.

10 §. Toimintakielto. Pykälässä säädetään edustajan yksinomaisesta toimikelpoisuudesta. Käytännössä pykälällä rajoitetaan joukkolainanhaltijoille perinteisesti kuuluvia oikeuksia liikkeeseenlaskijaa kohtaan edustussopimuksen voimassaoloaikana edustajamallin toimivuuden ja sillä tavoiteltavien hyötyjen varmistamiseksi (engl. *no-action clause*). Edustussopimuksessa joukkolainanhaltijat käytännössä kategorisesti luopuvat tietyistä edustussopimuksessa määritellyistä oikeuksistaan, ja ne siirtyvät yksinomaan edustajalle. Sama koskee edustajalle tämän lain perusteella kuuluvia oikeuksia. Tietyissä tilanteissa joukkolainanhaltijoiden edustajan kanssa rinnakkainen toimivalta voi olla perusteltua, joten pykälässä todetaan, että osapuolet voivat sopia tällaisen rinnakkaisen toimivallan perustamisesta edustussopimuksessa, jos kokevat sen tarpeelliseksi.

Suomen oikeusjärjestelmässä on voimassa pitkälle ulottuva sopimusvapaus, jonka puitteissa liikkeeseenlaskija, joukkolainanhaltija ja edustaja voivat muodostaa keskinäiset oikeussuhteensa haluamallaan tavalla. Edustussopimukseen voidaan siten lähtökohtaisesti sisällyttää osapuolten yhteisymmärryksessä sopimat ehdot, joissa joukkolainanhaltijat luopuvat tietyistä heille sijoittajina normaalisti kuuluvista oikeuksista tiettyjen ennakoedellytysten vallitessa, kuten oikeudesta ajaa erillisiä kanteita tai ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeeseenlaskijaa 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 toimi-

vallasta 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 säännösten, varallisuusoikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) 3 lukuun sisältyvien yleisten pätevämmäntömyyssääntöjen tai velkakirjalain 8 §:n kohtuullistamislausekkeen nojalla. Näin ollen osapuolet voivat pitkälti muodostaa oikeusasemansa itse parhaaksi näkemällään tavalla sopimusvapauden puitteissa.

Vastaavaa lopputulosta voidaan perustella myös Suomen oikeusjärjestelmässä vakiintuneella instituutiolla nimeltään prokurasiiro, jota voidaan kuvaavammin luonnehtia ”*perimissiiroksi*” eli asianosaisten 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 prokurasiiroin 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. Prokurasiiro näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalta 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. Prokurasiirossa 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. Prokurasiiro liittyy keskeisesti edustajan saamis- ja perintäoikeuksien turvaamiseen. Edustajalla on kuitenkin joukkolainan voimassaoloaikana myös monia muita aineellista päätösvaltaa sisältäviä tehtäviä, jotka eivät liity liikkeeseenlaskijan 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 liikkeeseenlaskijan 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.

11 §. 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, määräenemmistöä 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 täytöntöönpanotoimien mahdollistamiseksi sopimukseen sisällytetään usein yhdenmukaiset ja standardoidut yhteistoimintalausekkeet (engl. *Collective Action Clauses*, CACs). Ne mahdollistavat joukkolainanhaltijoiden kokouksen usein määräenemmistöin 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 määräenemmistöpäätöksenteosta. Lisäksi voidaan sopia, että tietyt päätökset edellyttävät yksimielisyyttä. Samaten 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 merkittävisissä asioissa määräenemmistöllä taikka siten kuin edustussopimuksessa on muuten tapauskohtaisesti sovitettu. Osapuolet voivat sopimusvapauden puitteissa sopia tarvittavan enemmistön suuruudesta taoudellisesti merkittävien asioiden osalta. Markkinoilla nykyisin vakiintuneena määräenemistövaatimuksena voidaan pitää joko 2/3:n tai 3/4:n enemmistöä, mutta tietyt asiat on voitu joukkolainan ehdoissa sopia ratkaistavan myös yksinkertaisella enemmistöllä. Kyseiset määräenemistövaatimukset 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 määrä-

enemmistövaatimus 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 liikkeeseenlaskijalle tai joukkolainanhaltijalle kuuluvan omaisuuden säilyttämisestä erillään edustajan varoista.

12 §. Joukkolainan vakuudet. Pykälässä säädetään joukkolainan vakuuksista. On tavanomaista, että rahoitusjärjestelyissä, kuten esimerkiksi yrityksen investointirahoituksessa, yritys-kaupparahoituksessa, saatavan tai liiketoiminnan arvopaperistamisessa taikka projektirahoituksessa silloin, kun niissä turvaudutaan vakuudellisen joukkolainan liikkeeseenlaskuun, käytetään edustajaa tai edustajana toimivaa vakuusagenttia säilyttämään rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia ja oikeudellisesti määräämään niistä velkojien yhteiseen lukuun. Voidaan puhua tässä yhteydessä vakuusomaisuuden hallinnoinnista. 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, säilyttäminen ja hoitaminen, vakuusaikana (tai niin kutsutussa odotusvaiheessa) ja tarvittaessa vakuuden realisointi tilityksineen selvitysvaiheessa. Vakuusaikainen hallinnointi tarkoittaa vakuusomaisuuden hallintaa, säilyttämistä, hoitamista, ja tarvittaessa vakuusomaisuuden realisointia tilitysvelvollisuuksineen.

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.

Projektirahoituksessa ja ennen muuta infrastruktuurin rakentamisessa elinkaarirahoituksella voidaan myös hyödyntää vakuudellista joukkolainaa rahoitusmuotona. Tällöin projektiyhtiö laskee liikkeeseen vakuudellisen joukkolainan, jonka vakuutena on periaatteessa projektiyhtiön koko varallisuus. Vakuutena voi tulla kysymykseen kiinteistön panttaus, yrityskiinnitys ja ennen muuta projektiyhtiön sopimuksiin perustuvat tulevat saatavat ja pankkitilit.

Arvopaperistamisjärjestelyssä erillisyhtiön ja projektirahoituksessa projektiyhtiön liikkeeseen laskeman vakuudellisen joukkolainan yhteydessä joukkolainanhaltijoiden edustajan tehtävänä on aktiivisesti seurata liikkeeseenlaskijan (erillisyhtiön/projektiyhtiön) liiketoimintaa (sopimuksiin otettuja kovenantteja) ja pystyä neuvottelemaan joukkolainanhaltijoiden (sijoittajien/velkojien) intressissä ja lukuun tarvittaessa uudelleenrahoituksesta ja muista järjestelyistä sekä vakuuksien käytöstä toimivaltansa mukaisesti. Silloin kun vakuutena ovat saatavat, edustajan tehtävänä on avata sulkutili, jolle pantatut ja erääntyneet saatavat suoritetaan ja joka tili on myös yleensä pantattu joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tässä tapauksessa edustajana toimivalla vakuusagentilla tai mahdollisesti erillisellä maksuagentilla on sulkutilillä olevien va-

rojen suhteen tehtäviä toimeksiannon mukaisesti, kuten esimerkiksi tilillä olevien varojen jakaminen käytettäväksi eri toimijoiden kesken. Normaalitilanteessa edustaja ei hoida joukkolainan maksuliikennettä, vaan tämä tehtävä kuuluu erilliselle maksuagentille, joka on liikkeenlaskijan asiamies. Joukkolainalle tehtävät pääoman ja koron maksut ohjautuvat edustajalle käytännössä ainoastaan tilanteissa, joissa joukkolainan on eräännytetty ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi, joukkolainan maksut ohjataan erityiselle sulkutilille tai joukkolainalle annettu vakuus on realisoitu tai tulee maksuun vakuutena olevan saatavan eräännyttyä. Tällaisessa tilanteessa edustaja ohjaa maksut ensi vaiheessa sulkutilille ja suorittaa ne sitten joukkolainanhaltijoille edellä mainitun maksuagentin välityksellä.

Edustajalla on siten oikeus hallinnoida joukkolainaan liittyvää vakuutta kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tämä koskee myös myöhempiä joukkolainanhaltijoita (siironsaajia). Silloin kun joukkolainalle on annettu vakuus, edustajalla on pykälän 1 momentin mukaan oikeus käyttää joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia ilman eri valtuutuksia joukkolainanhaltijoita sitovasti, jollei edustussopimuksessa toisin ole sovittu. Edustajan toiminta vakuudenhaltijana sitoo myös kolmansia edellyttäen, että vakuus on pätevästi perustettu ja julkivarmistettu yleisten esineoikeudellisten sääntöjen mukaan. Momentti on tahdonvaltainen. Säännöksellä ei siten puututa esimerkiksi sivullissitovuuteen siten kuin siitä säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Säännöksellä ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullissitovuus määräytyy, vaan ainoastaan vahvistetaan se, että esineoikeudelliset julkivarmistustoimenpiteet voidaan pätevästi suorittaa joukkolainanhaltijoiden puolesta ja lukuun toimivan edustajan hyväksi.

Käytännössä edustussopimuksessa 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 määräenemmistöpäätöksellä edustajalla on velvollisuus realisoida vakuus tai periä pantattu saatava velalliselta. Vähemmistöön jäänyt tai äänestämättä jättänyt joukkolainanhaltija saa tyytyä enemmistöpäätöksen mukaiseen ratkaisuun. Toisaalta edustajalla on tilitysvelvollisuus joukkolainanhaltijoihin nähden, koska edustaja toimii joukkolainanhaltijoiden intressissä ja näiden lukuun. Säännös liittyy 6 §: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 tai määrätä niistä. 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 oletettasääntö.

Yksittäisen joukkolainanhaltijan oikeusasema jäsentyy 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-suojaa, kun on kyse yksittäisestä ei-ammattimaisesta sijoittajasta. Kun 6 §:ssä edellytetään joukkolainanhaltijoiden yhdenvertaista kohtelua, voidaan sen katsoa riittävästi turvaavan myös yksittäistä ei-ammattimaista 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 pitänytkään tietää siitä, että edustaja vakuudenhaltijana on ylittänyt toimivaltansa 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 suojan 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.

13 §. *Toiselle kuuluvan omaisuuden säilyttäminen erillään edustajan varoista.* Pykälässä säädetään toiselle kuuluvan omaisuuden säilyttämisestä erillään edustajan varoista. Joukkolainanhaltijat ovat joukkolainasaatavien velkojia. Joukkolainaan perustuvat saatavat eivät siten kuulu edustajan varoihin. 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 ja säilytyksestä joukkolainanhaltijoiden hyväksi, jotka ovat vakuusjärjestelyn tosiasiallisia edunsaajia.

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

Pykälän 2 momentin mukaan edustajan on aina toteutettava joukkolainalle annettujen vakuuksien säilyttäminen ja käsittely edustajan varoista erillään ja niin, että vakuuksien säilyttäminen ja käsittely tapahtuu joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun. Siinäkin tapauksessa, että vakuus on edustajan hallinnassa hänen omissa nimissään, on edustajan huolehdittava vakuusomaisuuden säilyttämisestä ja käsittelystä erillään edustajan omista varoista.

Pykälän 3 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 määräämismallasta eli vallinnasta. Silloin kuin edustajana toimii talletuspankki tai vastaava ulkomainen luottolaitos, asiakasvarat, jotka ovat rahavaroja, voidaan säilyttää samassa talletuspankissa.

Pykälän 4 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. Toiselle kuuluvan omaisuuden säilyttäminen erillään edustajan varoista on edustusinstituution luottamuksen ja uskottavuuden kannalta merkityksellistä. Asiakasvarojen erillään pito edustajan omista varoista on oikeusjärjestyksessämme asiaa koskevien yleisten oppien perusteella yleisesti hyväksytty vaatimus, jottei tapahtuisi varojen sekoittumista. 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 edustusopimuksen 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 5 momentin mukaan pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

5 luku Vakuusagentin käyttö vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä

Lukukohtaiset perustelut. Lain 5 luvussa säädetään vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullis-sitovuudesta. Käytännön kannalta on merkityksellistä, että vakuusagentin nimeämistä koskeva sopimusjärjestely osana vakuudellista kollektiivista rahoitusjärjestelyä perustaa vakuusagentille oikeuden velkojien lukuun määrätä vakuusomaisuudesta velkojia sitovasti sivullisiin nähden. Tällaisia sivullisia ovat ennen muuta vakuudellisen kollektiivisen rahoitusjärjestelyn velallinen ja tämän velkojat, kuten konkurssi- ja ulosmittausvelkojat. Luvussa säädetään myös vakuusagentin kelpoisuudesta käyttää vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia, jollei toisin ole sovittu.

14 §. Vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus. Pykälässä säädetään vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuudesta velkojia kohtaan silloin, kun vakuusagentti käyttää vakuudenhaltijalle kuuluvia julkivarmistettuun vakuuteen perustuvia oikeuksiaan suhteessa kolmansiin. On tavanomaista, että vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä sopimuksin käytetään hyväksi vakuusagenttia säilyttämään rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia ja oikeudellisesti määräämään eli hallinnoimaan niitä velkojien yhteiseen lukuun. Vakuusomaisuuden hallinnoinnilla tarkoitetaan vakuusomaisuuden hallin-

taa, säilyttämistä, hoitamista ja tarvittaessa realisointia. Esimerkki tällaisesta vakuudellisesta kollektiivisesta rahoitusjärjestelystä on syndikoitu vakuudellinen 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 ja lainanantajien väliset kahdenkeskiset vakuudelliset lainat dokumentoidaan usein syndikoidun lainan dokumentaatiolla, joka sisältää vakuusagentti-järjestelyn, vaikka lainanantaja on ainakin aluksi vain yksi. Tällainenkin järjestely jäsentyy vakuudelliseksi kollektiiviseksi rahoitusjärjestelyksi.

Vakuusagenttia koskeva sopimuskäytäntö syndikoidun luoton yhteydessä on hyvin vakiintunut ja käytännössä toiminut hyvin. Itse sopimuskäytäntöön ei ole tarkoitus lainsäädännöllä millään tavoin puuttua. Tämän vuoksi ei myöskään ole tarkoitus saattaa tässä luvussa tarkoitettua vakuusagenttia rekisteröitymisvelvollisuuden tai muiden tämän lain säännösten piiriin. Käytännössä vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä käytetään vakuusagenttia, joka ei ole tämän lain mukainen edustaja. Pykälässä säädetäänkin lyhyesti vain vakuusagentin vakuudenhaltijalle kuuluvien oikeuksien sitovuudesta.

On tärkeätä, että vakuusagentin nimeämistä koskeva sopimusjärjestely osana vakuudellista kollektiivista rahoitusjärjestelyä perustaa vakuusagentille oikeuden käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia edustussopimuksessa sovitulla tavalla kaikkia vakuudensaajia sitovasti. Edelleen vakuusagentilla on oikeus käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia julkivarmistettuun vakuuteen perustuvia oikeuksia kolmansia sitovasti edellyttäen, että vakuus on pätevästi perustettu vakuusagentille tai vakuusagentin edustamille velkojille ja julkivarmistettu yleisten esineoikeudellisten sääntöjen mukaan. Tällaisia sivullisia ovat ennen muuta vakuudellisen kollektiivisen rahoitusjärjestelyn velallinen ja tämän sekä kunkin vakuudensaajan velkojat, kuten konkurssi- ja ulosmittausvelkojat. Vakuuden perustaminen vakuusobjektitasolla tapahtuu vakuusobjektin laadun mukaisella perustamistoimella ja julkivarmistuksella (traditio, kirjaaminen, denuntiaatio) vakuusagenttia hyväksi käyttäen. Säännöksellä ei puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaan vakuusoikeuden sivullissitovuus määräytyy, vaan ainoastaan vahvistetaan se, että esineoikeudelliset julkivarmistustoimenpiteet voidaan tehokkaasti suorittaa velkojien puolesta ja lukuun toimivan vakuusagentin hyväksi.

Pykälän 1 momentissa säädetään vakuusagentin kelpoisuudesta käyttää kollektiivisessa vakuudellisessa rahoitusjärjestelyssä kaikkia vakuudenhaltijalle normaalisti kuuluvia julkivarmistettuun vakuuteen perustuvia oikeuksia kolmansien nähden, kuten velallista ja tämän konkurssi- ja ulosmittausvelkojia kohtaan. 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 oma-toimisesti tai viranomaisteitse muuttaa vakuusomaisuus rahaksi saatavien kattamiseksi.

Jos vakuusagentti vakuudenhaltijana toimiessaan on toiminut kelpoisuutensa puitteissa, mutta kuitenkin ylittänyt toimivaltansa, oikeustoimi jää voimaan, jos oikeustoimen osapuoli ei tiennyt eikä hänen pitänytkään tietää siitä, että vakuusagentti on ylittänyt toimivaltansa vakuudenhaltijana oikeustoimen tehdessään. Vakuudellisessa kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä mukana olevat velkojat keskinäisiin sopimuksiin perustuen ohjaavat normaalisti enemmistöpäätöksillä vakuusagentin toimintaa.

Lisäksi pykälän 2 *momentissa* säädetään, ettei yksittäisellä vakuudelliseen kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn kuuluvalla velkojalla (esimerkiksi syndikaattiin kuuluvalla luotonantajalla) ole samanaikaisesti vakuusagentin kanssa rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää vakuudelliseen kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia, määrätä niistä eikä myöskään yksipuolisesti oikeutta peruuttaa vakuusagentille annettuja oikeuksia, ellei toisin ole sovittu. Tällaisella järjestelyllä lähtökohtaisesti varmistetaan, että vakuusagentti vakuudenhaltijana voi tehdä oikeustoimia, jotka edistävät parhaiten kaikkien vakuudelliseen kollektiiviseen rahoitusjärjestelyyn kuuluvien velkojien intressiä. Momentti on tahdonvaltainen. Säännöksellä ei siten puututa esimerkiksi sivullissitovuuteen siten kuin siitä säädetään arvosuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Säännöksellä ei myöskään puututa niihin esineoikeudellisiin sääntöihin, joiden mukaisesti vakuusoikeuden sivullissitovuus määräytyy. Lailla on kuitenkin tarkoitus osaltaan vahvistaa sitä käsitystä, jonka mukaan vakuusoikeuden perustaminen vakuusagentille (niin että joko vakuusagentti tai vakuusvelkojat ovat niin sanottuja muodollisia vakuudenhaltijoita) on mahdollista toteuttaa osapuolia ja sivullisia sitovalla tavalla.

Yksittäisellä rahoitusjärjestelyssä mukana olevalla velkojalla ei pykälän 2 *momentin* mukaan myöskään ole yksipuolisesti oikeutta peruuttaa vakuusagentille annettuja normaalisti vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia, ellei toisin ole sovittu. Säännöksellä pyritään turvaamaan vakuusagentin toiminta vakuudenhaltijana koko velkojakollektiivin hyväksi. Säännös vastaa tämänhetkistä markkinakäytäntöä. Olettamasääntö on siten lähtökohta, josta voidaan sopia toisin.

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. Isossa-Britanniassa monet edustajina toimivat *trustee-yhtiöt* ovat puolestaan hakeutuneet toimiluvalliseksi rahoituspalveluyrityksinä (engl. *financial services firm*). Muualla Euroopassa ei Saksaa lukuun ottamatta tietävästi ole edustajaa koskevaa lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä kylläkin. Kansainvälinen vertailu sisältyy esityksen taustalla olleeseen arviomuistioon.

Keskeisiä eroja Tanskan lakiin verrattuna on viisi:

(i) lain soveltamisala on suppeampi kuin Tanskassa eikä lukuun ottamatta joukkolainanhaltijoiden intressissä toimivaa vakuusagenttia ja säännöstä muussa vakuudellisessa kollektiivisessa luottojärjestelyssä toimivasta vakuusagentista kata samassa laajuudessa muita kollektiivisia 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 julkaistaan arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite taikka joka on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitettulla sään-

nellyllä markkinalla tai mainitussa luvussa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä;

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

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

Tanskan lain tavoin ulkomainen edustaja voi toimia Suomessa, jos sillä on toimilupa Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön (jäljempänä *OECD*) kuuluvassa valtioissa (jäljempänä *OECD-valtio*). Sääntely ei siten rajoitu Euroopan talousalueeseen (jäljempänä *ETA-alue*) kuuluviin valtioihin (jäljempänä *ETA-valtio*) tai jos edustajana toimiminen Suomessa on ainoastaan tilapäistä.

Finanssivalvonta ylläpitää rekisteriä, johon joukkolainassa, josta on julkaistu tai julkaistaan arvopaperimarkkinain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite taikka joka on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinain 2 luvussa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla tai mainitussa luvussa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, 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 sangen yksityiskohtaista, millä pyritään ottamaan huomioon edustajien suhteellisen pieni koko sekä helpottamaan sääntelyn noudattamista itsenäisesti ilman tarvetta esimerkiksi neuvonantajapalvelujen jatkuvaan käyttöön. Lisäksi yksityiskohtainen sääntely vähentää Finanssivalvonnan resurssitarvetta samoin kuin 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 markkinataakauksesta. Lisäksi edustajia koskeva alalle tulon kynnys asettuu matalalle tasolle, mikä voi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa (162/2014) säädetystä rekisteröitymisvelvollisuudesta saatujen tuoreiden kokemusta valossa lisätä pienyritysjäyyttä, innovaatioita ja kilpailua.

Esityksessä on pyritty pitämään lain vaatimusten aiheuttamat kustannukset kevyinä sekä edustajille että Finanssivalvonnan ja näin ollen minimoimaan uuden sääntelyn haitalliset vaikutukset Suomen markkinoille.

Jaottelun perustuminen listaamattoman ja listatun joukkolainan eroihin asettaa listaamattomat ja listatut joukkolainat eri asemaan, saattaa lisätä listautumiskynnystä aiheettomasti ja mahdollisesti kannustaa olemaan listaamatta joukkolainaa, mikä rahoitusteoreettisesti lisää sijoittajien riskiä. Lisäksi jaottelu saattaa olla ilmeisen merkityksetön edustajan sääntelylle asetettujen tavoitteiden näkökulmasta, sillä vain vähemmistö suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemista joukkolainoista on listattu Suomessa. Joukkolainalla ei voida käydä kauppaa suomalaisilla säännellyillä kauppapaikoilla ilman, että joukkolaina on liitetty arvo-osuusjärjestelmään. Toisaalta rekisteröidyn edustajan käyttöä on syytä edellyttää, jos joukkolaina on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, sillä tällaisessa tilanteessa myös muut kuin ammattimaiset sijoittajat ja hyväksyttävät vastapuolet voivat hankkia joukkolainan osuuksia. Säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän määritelmistä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 ja 9 §:ssä puolestaan seuraisi, että rekisteröityä edustajaa olisi käytettävä sellaisessa joukkolainassa, joka listataan Suomessa tai muualla ETA-alueella sijaitsevassa vastaavassa markkinapaikassa. Tämän vuoksi säädetään raja, jonka mukaan velvollisuus edustajan käyttämiseen koskee vain Suomessa kaupankäynnin kohteeksi haettavia joukkolainoja. Useat suomalaiset yritykset ovat listanneet joukkolainansa Irlannin, Luxemburgin tai Lontoon pörssiin, eikä tähän käytäntöön ole tarpeen puuttua.

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 1135 miljoonan euron verran, kun vuoden 2014 vastaava luku (sisältäen sekä Helsingin Pörssin että First North Bond -listan) oli 1250 miljoonaa 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 bruttolainanotollaan on silti kansainvälisillä velkamarkkinoilla verrattain pieni liikkeeseenlaskija, pyrkii likviditeettisyistä emittoimaan yhteensä viiden miljardin euron suuruisen erän joukkolainoja kuhunkin käyttämänsä 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 yritysainat 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 julkaisemista koskevasta velvollisuudesta myönnettävistä lakisääteisistä poikkeuksista tarjoaa selkeimmän tavan säännellä myös velvollisuutta käyttää rekisteröityntä 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 suomalaisten 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 §:n 2 momentin ensimmäinen virke), jolla tarkoitetaan arvopaperien edelleenmyyntiä vähittäissijoittajille (ei-ammattimaisille asiakkaille) ja joka perustuu esitedirektiivin (2003/71/EY)⁵ 3 artiklan 2 kohdan toisen kappaleen ensimmäiseen virkkeeseen.⁶ 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*”.⁷ *Retail cascade* -poikkeus estää joukkolainan tarjoamisen ei-ammattimaisille asiakkaille, jos joukkolainasta ei ole tehty Finanssivalvonnan hyväksymää esitettä. Joukkolaina 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 §:n 1 momentin 1 ja 3 kohta). Listautumiseen liittyvä edellytys rekisteröidyn edustajan käyttöön vahvistaa ei-ammattimaisten asiakkaiden suojaa, jotka voivat hankkia joukkolainan osuuksia säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

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 muilta osin kuin siinä tapauksessa, että joukkolaina on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Tällöin rekisteröityä edustajaa on käytettävä sellaisessa joukkolainassa, joka listataan Suomessa tai muualla ETA-alueella sijaitsevassa vastaavassa markkinapaikassa. Julkisella sektorilla liikkeeseen laskettujen joukkolainojen arvo on noin 120 miljardia euroa.

⁵ 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.

⁶ ”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.”

⁷ ”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 tietyntyyppisiä 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).

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 tarpeetoman raskaana vaatimuksena sillä saavutettaviin lähinnä sijoittajansuojaan liittyviin hyötyihin nähden. Sijoittajansuojaa lisäävät erityisesti edustajan toimivaltaa toimia joukkolainanhaltijoiden 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 kestävät, ennakoitavat ja suhteellisuusperiaatteen huomioonottavat toimintaedellytykset. Viranomaisvalvonnan ja kevyen puitesääntelyn vaatimusten näkökulmasta edustajat rinnastetaan käytännössä vaihtoehtorahastojen hoitajista annettussa laissa tarkoitettuihin rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin ja joukkorahoituslaissa (HE 46/2016 vp) tarkoitettuihin rekisteröitymisvelvollisiin joukkorahoituksen välittäjiin.

15 §. 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. Joukkolainalta edellytetään, että se on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinallain 2 luvussa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla tai mainitussa luvussa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Rekisteröitymistä koskevan sääntelyn rakenteellisina ja lakiteknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä (747/2010)⁸ ja laki vakuutusedustuksesta (570/2005), joita on käytetty mallina myös joukkorahoituslaissa (734/2016). 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 ole muuttumassa esiteasetusehdotuksen johdosta.

⁸ Oikeusministeriön valmistelemaa vertaislainojen välittäjien sääntelyä koskeva HE 77/2016 vp annettiin eduskunnalle 19.5.2016. Laki asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä (852/2016) tuli voimaan 1.1.2017.

Esiteasetusehdotusta koskevat neuvottelut ovat edenneet ja trilogineuvotteluissa on saavutettu sopu joulukuussa 2016.

Edustajan oikeudellista rakennetta oikeushenkilönä 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.

Rekisteröityminen on toteutunut, kun Finanssivalvonta on merkinnyt ilmoituksen tekijän 17 §:n mukaisesti rekisteriin. Finanssivalvonnalla on velvollisuus pitää joukkolainoissa, joista on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite taikka jotka on haettu ja jotka haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, käytettävistä edustajista ja edustajana toimimista suunnittelevista toimijoista rekisteriä. Joukkolainassa, josta on hyväksytty esite toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa arvopaperimarkkinain 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 yliimitoitettu, 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 muualla kuin ETA-alueella listatussa joukkolainassa olisi pakollisesti käytettävä rekisteröitynyttä edustajaa, on arvioitu ylimitoitetuksi ja sen vaikutus joukkolainamarkkinoihin mahdollisesti haitalliseksi. Edustajaa on käytetty kotimaisissa 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 kovenantteja tai muita erityisehtoja. ETA-alueen ulkopuolisista valtioista erityisesti Iso-Britannia saattaa jatkossa (Brexitin toteuduttua) olla houkutteleva joukkolainojen listautumispaikkana. Koska suomalaisten yritysten joukkolainoja on laskettu liikkeeseen myös muissa keskeisissä OECD-valtioissa, kuten Yhdysvalloissa ja Japanissa, poikkeus edustajan rekisteröitymisvelvollisuudesta ulotetaan OECD-valtioihin.

Pykälän 2 *momentin* mukaan rekisteri-ilmoitukseen on sisällytettävä ensinnäkin 17 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettut tiedot eli elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi. Lisäksi on ilmoitettava toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunniste ja jokoisen toimipaikan käyntiosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan. Toiseksi on ilmoitettava selvitys 18 §: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. Kolmanneksi on ilmoitettava selvitys ilmoituksen tekijän 18 §: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 18 §:n 5 momentissa tarkoitet-

tu liiketoimintasuunnitelma. Lain 26 §:ssä säädetään rekisteri-ilmoituksen tekemistä koskevas-
ta 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.

16 §. Poikkeukset rekisteröitymisvelvollisuudesta. Pykälässä säädetään poikkeuksista rekisteröitymisvelvollisuudesta. 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.

Pykälän 1 *momentin* mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä ETA-valtiossa tai OECD-valtiossa vastaavan valvontaviranomaisen, kuten esimerkiksi Isossa-Britanniassa FCA:n (*Financial Conduct Authority*), myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, vakuutusyhtiötä, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä tai vaihtoehtorahastojen hoitajaa taikka muuta rahoituspalveluyritystä eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimiessa joukkolainanhaltijoiden edustajana. Näiden toimiluvan saaneiden tai vastaavan valvonnan kohteena olevien markkinaosapuolten ei tarvitse tehdä ilmoitusta Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin merkitsemistä varten, jos ne toimivat edustajina, vaan ne voivat soveltuvin osin toimia niille myönnetyn toimiluvan nojalla, joka saattaa olla notifioitu Suomeen. Toisaalta sellaiset tahot, kuten asianajotoimistot ja tilintarkastusyhteisöt, joilla ei ole Finanssivalvonnan tai sitä ETA-valtiossa tai OECD-valtiossa vastaavan valvontaviranomaisen myöntämää toimilupaa, eivät voi toimia edustajana ilman rekisteröitymistä. Vastaavalla tavalla mikä tahansa ETA-valtion tai OECD-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 2 *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 palveluntarjonnan keston lisäksi myös sen määrä, toistuvuus ja jatkuvuus. Kriteerien täyttymistä tulee arvioida tapauskohtaisesti. Palveluntarjonnan 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, vastaanottopaikka 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 tilapäisesti 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.

Pykälän 3 *momentin* mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koske lainamuotoista joukkorahoitusta, jossa pääomaa kerätään vähemmän kuin 5 000 000 euroa. Raja-arvo on sama kuin joukkorahoituslaissa esitteen laatimisvelvollisuudelle säädetty raja-arvo.

17 §. 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, toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistetunnus sekä niiden toimipaikkojen käytösosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan, (ii) niiden henkilöiden täydellinen nimi, 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 (v) 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 15 §: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 velkakirjalaini-⁹ nyttemmin kumotun 34 §:n 4 *momentin* mukaista luetteloa yleisölle tarjotuista joukkovelkakirjalainoista ja niiden liikkeeseenlaskijoista.⁹ 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 joukkolaina lasketaan liikkeeseen. Toisaalta on mahdollista, että

⁹ Vanhempaan lainsäädäntöön viitattaessa on pitäydytty niissä käytetyssä joukkovelkakirjalainakäsitteessä, vaikka 1. lakiehdotuksessa käytetään lyhyempää joukkolaina-käsitettä.

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.

18 §. 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) ilmoituksen tekijän toimintakelpoisuutta ei 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 osakeyhtiö-laissa 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 arvioitaessa 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.

Elinkeinoon 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 tai sen toimeksiannosta toimivalla, jolla ei ole riittävää

käytännön kokemusta joukkolainamarkkinoiden toiminnasta, on oltava siihen soveltuva koulutus, kuten oikeustieteen, valtio- tai yhteiskuntatieteen 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.

Kun selvitetään ilmoituksen tekijän eikä sen toimeksiannosta toimivan joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemusta, tarkoitetaan tällä 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 elinkeinonharjoittajan koko ylintä johtoa eli toimitusjohtajaa ja hänen sijaistaan, hallituksen jäsentä ja varajäsentä, vastuunalaista yhtiömiestä sekä muuta toimivaan johtoon kuten johtoryhmään kuuluvaa henkilöä. 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. Sen sijaan kaikkien säännöksessä lueteltujen henkilöiden on oltava luotettavia, jotta luotettavuusvaatimus täyttyy.

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. Momentissa tarkoitetaan lainvoimaisen tuomion perustana voi olla esimerkiksi 22 §: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 liiketoimintakiello 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 täytyttävä myös rekisteröitymishetken jälkeen ja oltava voimassa edustajan koko toiminta-ajan. Säännös perustuu kansalliseen harkintaan ja sallii myös Finanssivalvonnalle rajoitetun tarkoituksenmukaisuusharkinnan, jota se voi käyttää myös 18 §:n 2—6 momentissa, 19 §:ssä ja 20 §:n 3 momentissa. Pääomavaatimus, joka on 20-kertainen osakeyhtiön perustamis pääomaan nähden, on tarpeen epäluotettavien toimijoiden ja muiden kokeilijoiden pitämiseksi poissa toimialalta. Säännös ylittää EU-säätelyn vähimmäisvaatimukset. Koska joukkolainanhaltijoiden edustajien markkinat ovat nykyisin keskittyneet muutamaaan 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 liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun 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 hyväksytävyyttä 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).

19 §. Rekisteristä poistaminen. Pykälässä säädetään rekisteristä poistamisen edellytyksistä. Pykälän 1 momentin mukaan Finanssivalvonnan on poistettava edustaja rekisteristä, jos (i) edustaja on lopettanut liiketoimintansa, (ii) 18 §:n 1 momentin 1 ja 2 sekä 4 kohdassa taikka 18 §: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 aikaan liikkeeseenlaskun järjestäjästä, (iv) 18 §: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 vaihtoehdorahastojen 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.

20 §. Valvonta. Pykälässä säädetään viranomaisvalvonnasta. Pykälän 1 momentin mukaan lain säännösten noudattamista valvoo Finanssivalvonta, lain 5 lukua lukuun ottamatta. Finanssivalvonta valvoo esimerkiksi asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointia ja säilyttämistä, varojen maksatusta, rekisteröidyn edustajan luotettavuutta ja sen velvollisuutta kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti sekä muita rekisteröidyn edustajan noudatettavaksi säädettyjä menettelytapoja. Luotettavuuden valvonta kohdistuu edustajan noudattamiin hyviin käytäntöihin, menettelytapojen asianmukaisuuteen ja huolelliseen sisäiseen tarkastukseen. Finanssivalvonnalle 18 §: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 edustusopimukset eivät ole 6 §:n 1 ja 2 momentissa, 8 §:ssä ja 13 §:ssä tarkoitettujen pakottavien sään-

nösten vastaisia. Edustussopimuksesta myös ilmenee, miten edustajana toimiminen tapahtuu sekä mitä edellytyksiä, oikeuksia ja velvollisuuksia joukkolainanhaltijoille asetetaan. Säännöksessä asetettu velvollisuus kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti vastaa puolestaan arvopaperimarkkinalain 8 luvun 6 b §:ää.

Lähinnä siviili- ja insolvenssioikeudellisia säännöksiä sisältävän, vakuudellisia kollektiivisia rahoitusjärjestelyjä koskevan 5 luvun noudattamisen valvonta ei ole tarpeen, koska säännökset ovat pääosin tahdonvaltaisia ja nojautuvat sopimusvapauteen. Myös viranomaisvalvontaa koskeva säännös liittyy lain puitelain mahdollistamaa sopimusvapautta korostavaan tahdonvaltaisuuteen, 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, mikä ilmenee Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:stä ja Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 5 §:stä. Täsmällisten valvontavelvollisuuksien määrittely on tarpeen, jotta ei synny vääristä mielikuvaa 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 tarkoitettuja 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.

21 §. 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 luo-

vutuksensaajalla 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 joukkolainanhaltijoiden edustamista harjoitetaan; (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 varoitukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko.

22 §. Rangaistussäännökset. Pykälässä säädetään rangaistussäännöksistä. Pykälän mukaan edustajarikoksesta tuomitaan, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, se, joka tahallaan 15 §:n 1 momentin vastaisesti tai 16 §: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 6 §:n 1 ja 2 momentin, 8 §:n ja 13 §:n pakottavien säännösten kautta. Korostettu huolellisuusvelvollisuus luo lisäksi, yhdessä 23 §:n 2 momentin vahingonkorvausvelvollisuutta koskevassa säännöksessä tarkoitetun käännetyn todistustaakan ja 6 §:n 2 momentissa tarkoitetun hyvän arvopaperimarkkinatavan kanssa, myös tarpeellista vastapainoa ja yleiskestävää 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 heikentäisi 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 rikosoikeudellisen kanavoimisäätönnön mukaisesti ensisijaisesti kohdistaa edustajan toimivaan johtoon eikä itse edustajaan, joka 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.

23 §. Vahingonkorvausvelvollisuus. Pykälässä säädetään vahingonkorvausvelvollisuudesta. Pykälä on tahdonvaltainen eli siitä voidaan sopia toisin muilta osin, mutta sopimusperusteisen vahingonkorvausvastuun piirissä ei voida laatia vastuunrajoitusehtoa, jolla suljetaan pois vastuu tahallisuudesta ja törkeän tuottamuksellisesta toiminnasta. 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 sopimussuhteessa 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 räätälöinti 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 menettelleensä 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 6 §: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 13 §:ssä säädettyjä velvollisuuksia.

Pykälän 3 momentissa viitataan vahingonkorvauslain säännöksiin. Osakeyhtiölain tavoin vahingonkorvauksen sovitteluun sovelletaan, mitä säädetään vahingonkorvauslain 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.

24 §. 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 15 §:n 1 momentissa tarkoitettua rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomaisen 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.

25 §. Voimaantulo. Pykälässä säädetään lain voimaantulosta. Laki ehdotetaan tulevaksi voimaan päivänä kuuta 20 , alustavasti arvioituna aikaisintaan vuoden 2017syksyllä.

26 §. Siirtymäsäännökset. Pykälässä säädetään siirtymäsäännöksistä. Pykälän 1 momentin mukaan lakia sovelletaan joukkolainan liikkeeseenlaskuun, joka tapahtuu lain voimaantulon jälkeen. Ennen lain voimaantuloa tehdyt edustajaa koskevat sopimusjärjestelyt katsotaan kuitenkin päteviksi ehtojensa mukaisina.

Pykälän 2 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 3 momentin mukaan Finanssivalvonta voi ottaa rekisteri-ilmoituksen käsiteltäväksi ennen lain voimaantuloa ja ilmoituksen tekijä voidaan rekisteröidä 15 §:n 1 momentissa tar-

koitettuun rekisteriin tämän lain tullessa voimaan. Säännöksellä pyritään välttämään rekisteri-ilmoitusten ruuhkautumista lain voimaantuloajankohtaan.

Pykälän 4 momentin mukaan lain 22 §: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 31 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 peruuttamista koskevien säännösten soveltamisesta eräisiin siihen rinnastettaviin tilanteisiin. Momenttiin lisätään maininta siitä, että toimiluvan peruuttamista koskevia säännöksiä sovelletaan vastaavasti joukkolainanhaltijoiden 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 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 työ määrä, sillä esimerkiksi vakuuksien hallinnointia (12 §) tai asiakasvarojen erillään pitoa (13 §) koskevien vaatimusten tarkastaminen saattaa vaatia Finanssivalvonnalta huomattavaa resurssipanostusta. Tämän vuoksi perusmaksun suuruus on ehdotettu korkeammaksi kuin mainituissa kahdessa muussa laissa.

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 20 §: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-säätelyyn, 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 aikaisintaan vuoden 2017 syksyllä.

4 Suhde perustuslakiin ja säätämisjärjestys

Elinkeinovapaus

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

Esityksen 1. lakiehdotuksen 15 §:n ja 26 §:n mukaan oikeus edustajana toimimiseen joukkolainassa, josta on julkaistu tai julkaistaan arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu 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, jollei joukkolaina ole haettu eikä haeta Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Tällaisessa tilanteessa edustajana voi toimia rekisteröitymätön elinkeinonharjoittaja, johon sovelletaan tämän lain säännöksiä siinä laajuudessa kuin joukkolainanhaltijat ovat kyseistä joukkolainaa koskevassa edustus sopimuksessa 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 sijoittajansuojan vahvistamiseksi painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimaa. Rekisteröitymisen edellytykset ovat yksityiskohtaisia, täsmällisiä ja tarkkarajaisia, ja niissä otetaan huomioon laatu-kriteerit ja luotettavuuskriteerit. Rekisteröitymiseen ei liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa, vaan jokainen rekisteri-ilmoituksen tekijä on merkittävä rekisteriin, jos laissa säädetty edellytykset täyttyvät. Rekisteröitymisen epäämistä koskevaan Finanssivalvonnan päätökseen voi myös hakea muutosta.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 19 §: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 edustusopimuksen 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 elinkeinovapautteen, 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. Näistä syistä ei ehdoteta luonnolliselle henkilölle oikeutta toimia edustajana.

Esityksen 1. lakiehdotus on merkittävä paitsi perustuslaissa turvatun elinkeinovapauden myös omaisuuden suojan 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, vastuura-kenteita 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 käsiteltyksi asianmukaisesti ja ilman aiheutonta 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 kansalaisoikeuksia 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 24 §:ään. Helsingin hallinto-oikeuden antamaan päätökseen haetaan muutosta hallintolainkäyttölain mukaisesti valittamalla korkeimpaan hallinto-oikeuteen, jos valitusviranomainen myöntää muutoksenhakuluvan.

Esityksen 1. lakiehdotuksen 2 luvussa säädetään edustajan oikeuksista ja velvollisuuksista. Edustusopimuksessa voidaan sopia muun muassa siitä, että joukkolainanhaltijat luopuvat oikeudestaan periä saatavaansa kanneteitse ja käyttää puhevaltaa oikeudenkäynneissä (6 §). Lisäksi kyseinen oikeudenmenetyks on peruuttamaton (9 §). Vastaavasti 10 §:n säännös toimintakiellosta ja 11 §:n säännös päätöksentekomenettelystä johtavat siihen, että joukkolainanhaltijat luopuvat tietyllä tavalla omasta oikeusasemastaan. Vastaavasti edustajalle säädetään useita velvollisuuksia (6 §), 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 sääntäjästä lailla vähäisiä poikkeuksia niissä turvattuihin oikeuksiin, kunhan tällaiset poikkeukset eivät muuta kulloinkin kyseessä olevan oikeusturvatakeen 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 ongelmaton.

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 uusiin toimijoihin (esimerkiksi 1. lakiehdotuksen 14 §:n 3 momentti, 18 §:n 5 momentti ja 20 §: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 21 §: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 suojaa 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 §

Soveltaisala

Tätä lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan.

Lain 5 lukua sovelletaan muun vakuudellisen kollektiivisen rahoitusjärjestelyn kuin joukkolainan vakuusagenttiin, jollei toisin ole sovittu.

Mitä tässä laissa säädetään joukkolainasta ja sen osuudesta, sovelletaan myös joukkorahoituslaissa (734/2016) tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin, jollei edustussopimuksessa toisin ole sovittu.

2 §

Määritelmät

Tässä laissa tarkoitetaan:

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

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

vakuudellisella kollektiivisella rahoitusjärjestelyllä sopimuskokonaisuutta, jossa useampi kuin yksi rahoittaja antaa rahalainaa velalliselle ja vakuusagentti huolehtii vakuuden säilyttämisestä, rahaksi muuttamisesta ja muusta vakuuteen kohdistuvasta oikeudellisesta määräämisestä velkojen yhteiseen lukuun.

3 §

Säännösten tahdonvaltaisuus ja pakottavuus

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

2 luku

Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen ja riippumattomuus, edustajan toiminta ja edustussopimuksen sitovuus

4 §

Edustajan nimeäminen ja riippumattomuus

Edustussopimuksessa määrätään, jollei toisin ole sovittu, että joukkolainanhaltijoille nimitetään yksi tai useampi liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä riippumattomaksi arvioitu edustaja valvomaan sopimuksen mukaisesti joukkolainanhaltijoiden etuja.

Edustajaksi nimitettävän on ennen tehtävänsä vastaanottamista ilmoitettava kaikki seikat, jotka ovat omiaan vaarantamaan tämän riippumattomuutta edustajana liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlaskun järjestäjästä taikka aiheuttamaan tässä suhteessa perusteltuja epäilyjä.

5 §

Edustussopimuksen sitovuus

Edustussopimus sitoo sekä joukkolainan nykyistä että myöhempää haltijaa ja myös joukkolainanhaltijan velkojia.

6 §

Edustussopimuksesta johtuvat oikeudet ja velvollisuudet

Edustajan on tehtävänsä hoitaessaan kohdeltava joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti.

Edustaja ei saa menetellä arvopaperimarkkinalain (746/2012) 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

Edustajan toimilla, joita tämä 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.

Pykälä on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

7 §

Edustajan toimintaoikeudet

Jollei edustussopimuksessa toisin ole sovittu, edustajalla on oikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta ja nimissä sekä kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun:

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 saneerauksesta annetun lain (47/1993) mukaiseen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan kotimaiseen tai ulkomaiseen maksukyvyyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn;

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

5) säilyttää joukkolainalle annettuja vakuuksia, muuttaa ne rahaksi ja muutoin oikeudellisesti määrätä niistä;

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

7) ottaa vastaan tiedonantoja joukkolainanhaltijoiden puolesta edellä 1—6 kohdassa tarkoitetuissa tapauksissa.

Edustussopimuksesta voidaan määrätä, että edustaja on oikeutettu tai velvoitettu toimimaan itsenäisesti tai ainoastaan kaikkien joukkolainanhaltijoiden tai edustussopimuksessa sovitun tietynsuuruista osuutta edustavien joukkolainanhaltijoiden ohjeistamana.

8 §

Edustajan tiedonantovelvollisuus

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

Edustajan on pidettävä edustussopimus joukkolainanhaltijoiden saatavilla.

Pykälä on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

9 §

Edustajan edustusosoikeuden peruuttaminen ja purkaminen sekä edustajan vaihtaminen ja eroaminen

Yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi peruuttaa edustajan edustusosoikeutta ja toimivaltuuksia eikä irtisanoa edustussopimusta. Kukaan edustussopimuksen sopijapuolista ei voi yksipuolisesti irtisanoa tai purkaa edustussopimusta sen voimassaoloaikana.

Jos elinkeinonharjoittaja poistetaan 15 §:n 1 momentissa tarkoitetusta rekisteristä tai on menettänyt riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta, on välittömästi ryhdyttävä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi edustussopimuksessa sovitulla tavalla, jollei ole sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa. Jos edustussopimuksessa ei ole sovittu uuden edustajan nimeämismenettelystä edellä tarkoitetuissa tapauksissa, liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus ryhtyä toimiin uuden edustajan nimeämiseksi.

Edustajan tehtävän päättymisen 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

10 §

Toimintakielto

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

11 §

Päätöksentekomenettely

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

4 luku

Vakuudet ja varojen kohtelu

12 §

Joukkolainan vakuudet

Silloin kun joukkolainalle on annettu vakuus, edustajalla on oikeus käyttää joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia, jollei edustussopimuksessa toisin ole sovittu. Edustajan toiminta vakuudenhaltijana sitoo kolmansia tahoja edellyttäen, että vakuus on pätevästi perustettu ja julkivarmistettu esineoikeudellisesti tehokkaalla tavalla.

Yksittäisellä joukkolainanhaltijalla ei ole rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää joukkolainan vakuuksia eikä määrätä niistä.

13 §

Toiselle kuuluvan omaisuuden säilyttäminen erillään edustajan varoista

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

Joukkolainalle annettujen vakuuksien säilyttäminen ja käsittely on toteutettava aina edustajan varoista erillään joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun.

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 vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä

14 §

Vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuus ja peruuttamattomuus

Vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä vakuusagentilla on oikeus käyttää velkojen yhteiseen lukuun kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia, jollei toisin ole sovittu. Vakuusagentin toiminta vakuudenhaltijana sitoo kolmansia tahoja edellyttäen, että vakuus on pätevästi perustettu ja julkivarmistettu esineoikeudellisesti tehokkaalla tavalla.

Yksittäisellä rahoitusjärjestelyssä mukana olevalla velkojalla ei ole rinnakkaista vakuudenhaltijalle kuuluvaa oikeutta käyttää rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia, määrätä niistä eikä

myöskään yksipuolisesti oikeutta peruuttaa vakuusagentille annettuja oikeuksia, ellei toisin ole sovittu.

6 luku

Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana

15 §

Rekisteröitymisvelvollisuus ja rekisteri-ilmoitus

Elinkeinonharjoittaja saa toimia edustajana joukkolainassa, josta on julkaistu tai julkaistaan arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu Finanssivalvonnan hyväksymä esite taikka joka on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla tai mainitussa luvussa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä 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) 17 §:n 1 momentin 1 ja 2 kohdassa tarkoitettut tiedot;
- 2) selvitys 18 §:n 1 ja 2 momentissa tarkoitetuista henkilöistä, joiden luotettavuus ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus tulee arvioitavaksi;
- 3) selvitys 18 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden koulutuksesta ja työkokemuksesta;
- 4) 18 §:n 5 momentissa tarkoitettu liiketoimintasuunnitelma.

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

16 §

Poikkeukset rekisteröitymisvelvollisuudesta

Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (*ETA-valtio*) taikka Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön kuuluvassa valtiossa (*OECD-valtio*) vastaavan valvontaviranomaisen myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, vakuutusyhtiötä, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä, vaihtoehtorahastojen hoitajaa tai muuta rahoituspalveluyritystä eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimiessa edustajana Suomessa.

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.

Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske lainamuotoista joukkorahoitusta, jossa pääomaa kerätään vähemmän kuin 5 000 000 euroa.

17 §

Rekisteriin merkittävät tiedot ja muutoksista ilmoittaminen

Rekisteriin merkitään:

- 1) elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi tai tämän puuttuessa toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistetieto sekä niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa toimitaan edustajana;

2) niiden henkilöiden täydellinen nimi, 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 määrättyt julkiset varoitukset, rikemaksut ja seuraamusmaksut sekä sellaiset kiellot, joiden tehosteeksi on asetettu uhkasakko.

Edustajan on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle 15 §:n 2 momentissa tarkoitettujen rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista sekä liiketoimintansa lopettamisesta.

18 §

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 yrityksen saneerausmenettelyssä eikä hänen toimintakelpoisuut-
taan ole rajoitettu;

4) ilmoituksen tekijä ja sen toimivaan johtoon kuuluvat henkilöt ovat luotettavia;

5) ilmoituksen tekijällä tai sen toimeksiannosta toimivalla on kokonaisuutena arvioiden sel-
lainen joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus, mikä edustajana toimimisen luonteeseen
ja laajuuteen katsoen on tarpeen;

6) muut tässä pykälässä säädetyt edellytykset täyttyvät.

Ilmoituksen tekijän toimivaan johtoon kuuluvaa henkilöä ei pidetä 1 momentin 4 kohdassa
edellytetyllä tavalla luotettavana, jos hänet on lainvoiman saaneella tuomiolla viiden arviota
edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen tai kolmen arviota edeltäneen vuo-
den aikana sakkorangaistukseen rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan il-
meisen sopimaton toimimaan edustajana tai sen toimivassa johdossa, taikka jos hän on muu-
toin aikaisemmalla toiminnallaan osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton toimimaan maini-
tunlaisessa tehtävässä.

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

Finanssivalvonnan riittäväksi arvioiman 3 momentissa tarkoitettun ammatillisen vastuuva-
kuutuksen 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 il-
moituksen tekijälle tai vakuutuksenantajalle vakuutuksen voimassaoloaikana tai kolmen vuo-
den kuluessa vakuutuksen päättymisestä.

Ilmoituksen tekijällä on oltava ja sen on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi liiketoi-
mintasuunnitelmansa. Liiketoimintasuunnitelmaa arvioitaessa on otettava erityisesti huomioon
asiakasvarojen ja vakuuksien hallinnointi, asiakasvarojen erilläänpito edustajan omista varois-
ta, edustajan toiminta suhteessa joukkolainanhaltijoihin ja mahdollisten asiamiespalveluiden
järjestäminen sekä ulkoistamista koskeviin sopimuksiin perustuvien asiantuntijapalvelujen
hankinnat ja niiden dokumentointi.

Finanssivalvonta voi evätä rekisteröitymisen, jos olosuhteet huomioon ottaen on ilmeistä, et-
tä ilmoituksen tekijä aikoo toimia toisen välikätenä, tai jos ilmoituksen tekijä ei kykene esit-
tämään, miten se on varmistanut riippumattomuutensa liikkeeseenlaskijasta ja liikkeeseenlas-
kun järjestäjästä.

19 §

Rekisteristä poistaminen

Finanssivalvonnan on poistettava edustaja rekisteristä, jos:

- 1) edustaja on lopettanut liiketoimintansa;
- 2) 18 §:n 1 momentin 1—4 kohdassa taikka 18 §: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) 18 §: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

20 §

Valvonta

Tämän lain säännösten noudattamista valvoo Finanssivalvonta, lain 5 lukua lukuun ottamatta.

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. 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.

21 §

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 tunnisteen, päätoimipaikka ja niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa edustajana toimimista harjoitetaan;

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

3) rekisteröinnin päivämäärä;

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

22 §

Rangaistussäännökset

Joka tahallaan 15 §:n 1 momentin vastaisesti tai 16 §: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.

23 §

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 menettelleensä huolellisesti ja jollei vahinkoa ole aiheutettu pelkästään rikkomalla 6 §: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 13 §: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

24 §

Muutoksenhaku

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

Tässä laissa tarkoitettua päätöstä 19 §:ssä tarkoitettusta rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää.

25 §

Voimaantulo

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

26 §

Siirtymäsäännökset

Tätä lakia sovelletaan joukkolainan liikkeeseenlaskuun, joka tapahtuu tämän lain voimaantulon jälkeen.

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 15 §:n 1 momentissa tarkoitettuun rekisteriin tämän lain tullessa voimaan.

Tämän lain 22 §: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 30 kohta, 26 §:n otsikko, 26 §:n 8 momentti, 27 §:n otsikko ja 27 §:n 5 momentti, sellaisina kuin niistä ovat 5 §:n 30 kohta laissa 855/2016, 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, 198/2015, 520/2016, 737/2016 ja 855/2016, uusi 31 kohta, seuraavasti:

5 §

Muut finanssimarkkinoilla toimivat

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

30) asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetussa laissa (852/2016) tarkoitettua suomalaista luotonvälittäjää ja ulkomaisen luotonvälittäjän Suomessa toimivaa sivuliikettä;

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

26 §

Toimiluvan ja rekisteröitymisen peruuttaminen ja siihen rinnastettava toiminnan määrittäminen 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 vakuutusedustuksesta annetussa laissa. Tätä pykälää ei sovelleta talletuspankkien yhteenliittymän keskusyh-teisöön.

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 21 kohta ja 6 §:n 1 momentti, sellaisina kuin niistä ovat 1 §:n 1 momentin 21 kohta laissa 856/2016 ja 6 §:n 1 momentti laissa 856/2016,

lisätään 1 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016 ja 856/2016, uusi 22 kohta, seuraavasti:

1 §

Maksuvelvollinen

Finanssivalvonnan valvontamaksun on velvollinen suorittamaan:

21) asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain (852/2016) 6 §:n mukaisesti rekisteröity ja sellainen asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittä-jä, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike;

22) 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:

Maksuvelvollinen	Perusmaksu euroina
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu arvopaperikeskus	260 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu talletussuoja-rahasto	12 000
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahasto	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 korvausrahasto	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 säilytysyhteisö	3 000
yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytysyhteisö	5 000
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytysyhteisö	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) tarkoitetun ryhmittymän 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 jokaista vakuutusmeklariyrityksen tai yksityisen elinkeinonharjoittajan palveluksessa olevaa valvontamaksun määräämisvuotta edeltävän vuoden päättyessä rekisteröityä vakuutusmeklaria kohden.

arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu tilinhoitaja	6 000
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa 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 tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	15 500 Perusmaksua korotetaan 16 000 euroa, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettut likvidit markkinat.
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	12 500
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija, jos kysymyksessä on tämän lain 4 §:ssä tarkoitettu maksuvelvollinen tai jos liikkeeseenlaskijan kotipaikka ei ole Suomessa	10 500 Perusmaksua 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
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 6 §:n mukaisesti rekisteröity suomalainen luotonvälittäjä, joka ei toimi minkään luotonantajan asiamiehenä	1 200

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 vakuutusedustaja, 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
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 2 §:n 1 momentin 6 kohdassa tarkoitettu ulkomainen luotonvälittäjä, jolla on Suomessa sivuliike	400
joukkorahoituslaissa (734/2016) tarkoitettu joukkorahoituksen välittäjä	2 000
joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettu rekisteröity edustaja	3 000

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

1.

Lag

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 vid andra säkrade kollektiva finansieringsarrangemang än obligationslån, om inte något annat har avtalats.

Vad som i denna lag föreskrivs om obligationslån och andelar i obligationslån tillämpas också på sådan lånebaserad gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) och på andra värdepapper huvudsakligen i främmande kapital, om inte något 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,

säkrat kollektivt finansieringsarrangemang en samling avtal där fler än en finansiär ger en gäldenär penninglån och ett säkerhetsombud för borgenärernas gemensamma räkning sörjer för förvaringen och realiseringen av säkerheter och för annat förfogande över säkerheterna i rättsligt hänseende.

3 §

Bestämmelsernas dispositiva och tvingande karaktär

Avvikelse från bestämmelserna i denna lag kan göras genom ett avtal, 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, ombudets oberoende, ombudets verksamhet samt ombudsavtalets bindande verkan

4 §

Utseende av ombud och ombudets oberoende

Om inte något annat har avtalats ska det i ett ombudsavtal bestämmas att det för innehavarna av ett obligationslån ska utses ett eller flera ombud som bedömts vara oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen med uppdrag att i enlighet med avtalet bevaka obligationslåneinnehavarnas intressen.

Den som utses till ombud ska innan han eller hon tar emot uppdraget uppge alla de omständigheter som kan äventyra hans eller hennes oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen eller som kan ge anledning till befogade misstankar i detta avseende.

5 §

Ombudsavtalets bindande verkan

Ett ombudsavtal är bindande både för nuvarande och framtida innehavare av ett obligationslån samt för obligationslåneinnehavarnas borgenärer.

6 §

Rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal

Ett ombud ska vid skötseln av sitt uppdrag behandla innehavarna av ett obligationslån lika.

Ombudet får inte tillämpa förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen (746/2012).

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.

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

7 §

Ombuds rätt att bedriva verksamhet

Om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal har ett ombud rätt att för obligationslåneinnehavarnas del eller i deras namn samt för alla obligationslåneinnehavares räkning

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 föra deras 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 företagssanering (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 alla obligationslåneinnehavares röstetal vid de förfaranden som nämns i 3 punkten,

5) förvara de säkerheter som har ställts för obligationslånet, realisera dem och annars i rättsligt hänseende förfoga över dem,

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,

7) ta emot meddelanden för obligationslåneinnehavarnas räkning i de fall som avses i 1—6 punkten.

I fråga om ombudsavtalet kan det bestämmas att ombudet har rätt eller skyldighet att handla självständigt eller endast i enlighet med anvisningar från alla innehavare av ett obligationslån eller från sådana innehavare av ett obligationslån som företräder en viss andel som bestämts i ombudsavtalet.

8 §

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.

Ombudet ska hålla ombudsavtalet tillgängligt för innehavarna av obligationslånet.

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

9 §

Återkallande och hävning av ombuds representationsrätt samt byte av ombud och ombuds avgång

En enskild innehavare av ett obligationslån kan inte återkalla ett ombuds representationsrätt och befogenheter eller säga upp ett ombudsavtal. Ingen av ombudsavtalets parter kan ensidigt säga upp eller häva ombudsavtalet under dess giltighetstid.

Om en näringsidkare avförs ur det register som avses i 15 § 1 mom. eller har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten, ska det omedelbart vidtas åtgärder för att utse ett nytt ombud på det sätt som överenskommits i ombudsavtalet, om det inte har överenskommits att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga. Om det inte i ombudsavtalet har överenskommits om hur ett nytt ombud ska utses i de fall som avses ovan är emittenten skyldig att vidta åtgärder för att utse ett nytt ombud.

Upphörandet av ett ombuds uppdrag kan inte träda i kraft innan ett nytt ombud har utsetts, om det inte i enlighet med ombudsavtalet har överenskommits att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga.

3 kap.

Obligationslåneinnehavares verksamhet

10 §

Verksamhetsförbud

Innehavare av obligationslån kan inte självständigt utnyttja de befogenheter som ombudet fått med stöd av ombudsavtalet eller de rättigheter som ombudet har med stöd av denna lag eller andra rättigheter som genom ombudsavtalet överförs till ombudet och som annars tillkommer innehavarna av obligationslånet.

11 §

Beslutsförfarande

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

4 kap.

Säkerheter och behandling av tillgångar

12 §

Säkerheter för obligationslån

När säkerhet har ställts för ett obligationslån har ombudet rätt att för obligationslåneinnehavarnas gemensamma räkning utnyttja alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare, om inte annat har överenskommits i ett ombudsavtal. Ombudets verksamhet som säkerhetsinnehavare är bindande för tredje part, förutsatt att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt och fullbordats på ett i sakrättslig mening effektivt sätt.

En enskild innehavare av ett obligationslån har inte den parallella rätt som tillkommer en säkerhetsinnehavare att utnyttja säkerheterna för ett obligationslån eller att bestämma om dem.

13 §

Förvaring av annan tillhörande egendom åtskild från ett ombuds tillgångar

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

Förvaringen och hanteringen av säkerheter för obligationslån ska alltid hållas åtskild från ombudets tillgångar och vara gemensam för innehavarna av obligationslån.

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 säkrade kollektiva finansieringsarrangemang

14 §

Bindande verkan och oåterkallelighet i fråga om säkerhetsombuds rättigheter som säkerhetsinnehavare

Vid ett säkrat kollektivt finansieringsarrangemang har säkerhetsombudet rätt att för borgenärernas gemensamma räkning utnyttja alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare, om inte något annat har avtalats. Säkerhetsombudets verksamhet som säkerhetsinnehavare binder tredje part under förutsättning att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt och fullbordats på ett i sakrättslig mening effektivt sätt.

En enskild borgenär som medverkar i finansieringsarrangemanget har inte den parallella rätt som tillkommer en säkerhetsinnehavare att utnyttja de säkerheter som hänför sig till finansieringsarrangemanget och att bestämma om dem och inte heller rätt att ensidigt återkalla sådana rättigheter som har getts säkerhetsombudet, om inte något annat har avtalats.

6 kap.

Rätt att vara ombud för innehavare av obligationslån

15 §

Registreringsskyldighet och registeranmälan

En näringsidkare får vara ombud i fråga om obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller i fråga om obligationslån för vilka det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas upp till handel på en sådan reglerad marknad i Finland som avses i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen eller på en sådan multilateral handelsplattform som avses i det kapitlet, 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 avses i 17 § 1 mom. 1 och 2 punkten,
- 2) en redogörelse för de personer som avses i 18 § 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 18 §,
- 4) en sådan affärsplan som avses i 18 § 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.

16 §

Undantag från registreringsskyldigheten

Registreringsskyldigheten gäller inte Finansinspektionen eller kreditinstitut, betalningsinstitut, försäkringsbolag, fondbolag, värdepappersföretag, förvaltare av alternativa investeringsfonder eller något annat företag för finansiella tjänster som beviljats auktorisation av en mot-

svarande tillsynsmyndighet i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (*EES-stat*) eller i en stat inom Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (*OECD-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 OECD-stat 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 tredjeland.

Registreringsskyldigheten gäller inte lånebaserad gräsrotsfinansiering där det samlas in mindre än 5 000 000 euro i kapital.

17 §

Uppgifter som ska föras in i registret och anmälan om ändringar

Följande uppgifter ska föras in i registret:

- 1) näringsidkarens fullständiga namn eller, om sådant saknas, firma, bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning och besöksadress till samtliga verksamhetsställen där näringsidkaren är ombud,
- 2) fullständigt namn 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 15 § 2 mom. som införts i registret samt anmäla att affärsverksamheten upphört.

18 §

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 genomgår ett saneringsförfarande för företag 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,
- 6) övriga krav enligt denna paragraf uppfylls.

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. 4 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 självrisken,

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. Vid bedömning av affärsplanen ska särskilt beaktas förvaltningen av kundmedel och säkerheter, hållandet av kundmedel åtskils från ombudets egna tillgångar, ombudets verksamhet i förhållande till innehavarna av obligationslån och ordnandet av eventuella ombudstjänster samt sådan upphandling av sakkunnigtjänster som grundar sig på avtal om utläggning på entreprenad och dokumentationen av upphandlingen.

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 i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen har säkrats.

19 §

Avregistrering

Finansinspektionen ska avregistrera ett ombud, om

1) ombudet har avslutat sin affärsverksamhet,

2) förutsättningarna för registrering i 18 § 1 mom. 1—4 punkten eller 18 § 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 i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen,

4) förutsättningen för registrering i 18 § 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

20 §

Tillsyn

Finansinspektionen utövar tillsyn över bestämmelserna i denna lag, med undantag av bestämmelserna i 5 kap.

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.

21 §

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,
- 4) offentliga varningar som meddelats anmälaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren samt förbud som förenats med vite.

22 §

Straffbestämmelser

Den som uppsåtligen i strid med 15 § 1 mom. eller 16 § 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.

23 §

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 6 § 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 13 § 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

24 §

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 19 § ska iakttas även om det överklagas, om inte besvärsmyndigheten bestämmer något annat.

25 §

Ikraftträdande

Denna lag träder i kraft den 20.

26 §

Övergångsbestämmelser

Denna lag tillämpas på sådana emissioner av obligationslån som genomförs efter det att lagen har trätt i kraft.

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 15 § 1 mom. när lagen träder i kraft.

Bestämmelserna i 22 § 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 § 30 punkten, rubriken för 26 §, 26 § 8 mom., rubriken för 27 § och 27 § 5 mom., av dem 5 § 30 punkten sådan den lyder i lag 855/2016, 26 § 8 mom. sådant det lyder i lag 170/2014 och 27 § 5 mom. sådant det lyder i lag 752/2012, och

fogas till 5 §, sådan den lyder i lagarna 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014, 198/2015, 520/2016, 737/2016 och 855/2016, en ny 31 punkt som följer:

5 §

Andra finansmarknadsaktörer

Med *andra finansmarknadsaktörer* avses i denna lag

30) i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) avsedda finländska kreditförmedlare och filialer som utländska kreditförmedlare har i Finland,

31) registrerade ombud som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/).

26 §

Återkallande av verksamhetstillstånd och av 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 försäkringsförmedling finns i lagen om försäkringsförmedling. Denna paragraf tillämpas inte på centralinstitutet för sammanslutningen av inläningsbanker.

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 § 1 mom. 21 punkten och 6 § 1 mom., sådana de lyder, 1 § 1 mom. 21 punkten i lag 856/2016 och 6 § 1 mom. i lag 856/2016, och
fogas till 1 § 1 mom., sådant det lyder i lagarna 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016 och 856/2016, en ny 22 punkt som följer:

1 §

Avgiftsskyldiga

Skyldiga att betala tillsynsavgift till Finansinspektionen är

- 21) den som är registrerad enligt 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) och en sådan förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom som är registrerad i en annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland och har filial i Finland,
22) 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:

Avgiftsskyldiga	Grundavgift i euro
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 betalningsin-	200

stitut	
ersättningsfonden för investerarskydd enligt lagen om investeringstjänster	3 000
enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder registreringsskyldiga 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 investeringsfonder	3 000
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 holdingsammanslutningar 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 år 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 instrument, när det är fråga om en avgiftsskyldig enligt 4 § i denna lag eller när emittenten inte har hemort i Finland	10 500 Grundavgiften höjs med 11 000 euro 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
finländska kreditförmedlare som är registrerade i enlighet med 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna inte är ombud för någon kreditgivare	1 200
Pensionsskyddscentralen	10 000
trafikskadenämnden 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

utländska kreditförmedlare enligt 2 § 1 mom. 6 punkten i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna har filial i Finland	400
förmedlare av gräsrotsfinansiering enligt lagen om gräsrotsfinansiering	2 000
registrerade ombud enligt lagen om ombud för innehavare av obligationslån	3 000

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

Eriävä mielipide

Olen eri mieltä jäljempänä mainituista, oikeusministeriön toimialaan kuuluvista työryhmän lakiehdotuksista joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi.

Lahjanlupauslaki

Työryhmä ehdottaa lahjanlupauslain ns. notariaattilahjaa koskevan 4 §:n muuttamista. Ehdotuksessa on kysymys lähinnä pykälän ajantasaistamisesta vastaamaan nykyistä rahoitusmarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä ja rahasto-osuuksia koskevien lahjoitusten täytettynä pitämiseen liittyvien kysymysten selventämisestä.

Katson, että lakiehdotuksella ei ainakaan työryhmän ehdottamassa muodossa ole käytännössä vaikutusta joukkolainamarkkinoiden kehittämisen kannalta. Kyseisen kaltaisen oikeusministeriön toimialaan kuuluvan lakiehdotuksen valmistelua valtiovarainministeriön asettamassa joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmässä ei voida pitää työryhmän toimeksiantoon kuuluvana eikä muutenkaan asianmukaisena.

Työryhmän lakiehdotus on sisällöllisesti epäonnistunut ja sen valmistelu jäänyt puutteelliseksi. Esimerkkinä voidaan mainita, että ehdotuksen mukaan lain 4 §:n 1 momentin 2 kohdassa säädettäisiin erikseen rahasto-osuudesta annetusta osuustodistuksesta, vaikka osuustodistuksessa on kysymys samassa kohdassa jo nykyisinkin tarkoitettu arvopaperista. Saman momentin 3 kohdassa säädettäisiin kielellisesti epäonnistuneella tavalla arvo-osuuksien siirtämisestä ”arvopaperikeskukseen tai tilinhoitajaan”. Kyseisen muutoksen sisältö ja tavoite jäävät epäselviksi; aiheellista olisi arvioida, mikä ylipäättään on kyseisen kohdan itsenäinen merkitys suhteessa lain 3 §:n 2 momenttiin.

Kaiken kaikkiaan muutosehdotukset jäävät – laveista perusteluistaan huolimatta – lähinnä näennäisiksi eivätkä millään merkityksellisellä tavalla ratkaise ongelmia, joita rahasto-osuuksien lahjoittamiseen on esitetty liittyvän. Näiden kysymysten arviointi edellyttäisi huomattavasti syvällisempää analyysiä mm. esineoikeuden ja edunvalvontaoikeuden näkökulmasta.

Katson, että joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän ei tulisi ehdottaa lahjanlupauslain muuttamista, vaan kyseisen lain mahdollisia muutostarpeita olisi arvioitava muussa asianmukaisessa yhteydessä siten, että päävastuu valmistelusta on oikeusministeriössä.

Laki yrityksen saneerauksesta, arvopaperimarkkinalaki, laki luottolaitostoiminnasta ja vakuutusyhtiölaki

Työryhmässä on tuotu voimakkaasti esille, että yrityksen saneerausta koskeva lainsäädäntö suosii yrityksen omistajia velkojien kustannuksella ja että tämän epäkohdan poistaminen on keskeistä joukkolainamarkkinoiden kehittämisen näkökulmasta. Työryhmän muistiossa käsitellään tätä ongelmaa ja sen mahdollisia ratkaisutapoja laveasti, vaikkakin jossain määrin sekavasti ja erilaisten otsikoiden alla. Työryhmä on pää-

tynyt ottamaan muistioonsa lakiehdotuksen, jonka mukaan yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:ää muutettaisiin siten, että saneerausohjelmassa voidaan osakeyhtiölain osakeantipäätöstä koskevat säännökset sivuuttaen määrätä velkojen oikeudesta saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Vaihtoehtoisesti arvopaperimarkkinalakiin, luottolaitostoiminnasta annettuun lakiin ja vakuutusyhtiölakiin otettaisiin asiallisesti vastaavat, mutta vain pörssiyhtiöitä ja joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijoita koskevat säännökset.

Yrityksen saneerauksesta annetun lain nykyistenkin säännösten mukaan kysymys on yrityksen kokonaisvaltaisesta saneerauksesta eikä vain velkojen järjestelystä. Tähän liittyen saneerausohjelmassa voidaan jo nykyisin määrätä esimerkiksi yrityksen omistusta koskevista järjestelyistä, kuten velan muuntamisesta osakkeiksi. Lisäksi korkeimman oikeuden käytännössä on katsottu, että saneerausohjelmassa on otettava huomioon velallisyhtiön velkojen asema suhteessa omistajien asemaan ja asianmukainen riskinjako näiden kesken (KKO 2003:120). Tämä asettaa kyseenalaiseksi sen työryhmässä esitetyn väitteen, että voimassa oleva yrityssaneerainsäädäntö – ainakaan oikein tulkittuna – suosisi yrityksen omistajia velkojen kustannuksella.

Voimassa olevan lain mukaan saneerausohjelmassa määrätty omistusjärjestelyt edellyttävät velallisen myötävaikutusta, esimerkiksi velan osakkeiksi muuntaminen osakeyhtiölain mukaista yhtiön päätöstä suunnatusta maksullisesta osakeannista, jossa merkintähinta kuitataan merkitsijän saatavalla yhtiöltä. Tämäkään ei kuitenkaan sellaiseen tarkoita, että saneerainsäädäntö suosisi yrityksen omistajia velkojen kustannuksella. Jos saneerausohjelman ehdot eivät toteudu, uhkana on käytännössä yrityksen konkurssi, jossa noudatetaan yleisiä maksunsaantijärjestystä koskevia sääntöjä ja jossa velkojat ovat ensisijaisessa asemassa omistajiin nähden.

Työryhmän muistiossa ei ole riittävällä perusteellisuudella arvioitu

- onko joukkolainamarkkinoihin vaikuttavana mahdollisena ongelmana vain nykyisen lain virheellinen soveltamiskäytäntö (jolloin ongelman ratkaisemiseksi tarpeen olisi enintään nykyisen lain selventäminen, jotta korkeimman oikeuden käytännössä edellytetty omistajien ja velkojen välisen asianmukaisen riskinjoon huomioon ottaminen kävisi laista paremmin ilmi), vai
- onko joukkolainamarkkinoihin vaikuttavan ongelman ratkaisemiseksi perusteltua tehdä pidemmälle meneviä muutoksia, kuten säätää vastoin yrityksen omistajien tahtoa tapahtuvasta omistuksen siirtämisestä velkojille muuntamalla velkaa osakkeiksi (ns. pakkokonversio).

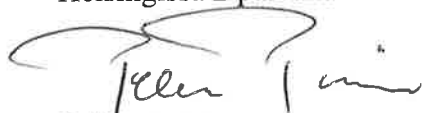
Tästä huolimatta työryhmä on päättänyt ottamaan muistioonsa jälkimmäistä vaihtoehtoa tarkoittavan lakiehdotuksen, vaikka kysymyksessä olisi nykytilaan verrattuna muutos, joka on periaatteellisesti erittäin suuri ja jonka vaikutukset ulottuvat huomattavasti laajemmalle kuin vain joukkolainamarkkinoihin. Tällaisen kauaskantoisen muutoksen asianmukainen valmistelu edellyttäisi asian tarkastelua laajemmin kuin vain joukkolainamarkkinoiden kannalta sekä ylipäättään asian huomattavasti syvälli-

sempää analysointia maksukyvyttömyysoikeuden ja yhtiöoikeuden näkökulmasta. Se edellyttäisi myös kunnollista oikeusvertailua, jollaista työryhmässä ei ole tehty.

Asiallisesti kysymys on maksukyvyttömyysoikeudesta ja yhtiöoikeudesta, joita koskevan lainsäädännön valmistelu kuuluu oikeusministeriön toimialaan. Näin on riippumatta siitä, rajataanko sääntelyn soveltamisalaa työryhmän toissijaisessa ehdotuksessa tarkoitetulla tavalla.

Katson kaiken kaikkiaan, että joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän asiana ei ole ehdottaa yrityksen saneerausmenettelyä koskevien säännösten muuttamista vaan korkeintaan kiinnittää huomiota tätä koskeviin joukkolainamarkkinoihin vaikuttaviin ongelmiin ja mahdollisiin muutostarpeisiin. Yrityksen saneerausta koskevan sääntelyn mahdollisia muutostarpeita on syytä arvioita tarkemmin muussa yhteydessä siten, että päävastuu valmistelusta on oikeusministeriössä. En siksi ota enemmälti kantaa saneerausmenettelyä koskevien lakiehdotusten tai niiden perustelujen yksityiskohtiin, vaikka ne herättävätkin monia kysymyksiä.

Helsingissä 2 päivänä tammikuuta 2017



Pekka Pulkkinen

Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä

PAKOLLINEN VELKAKONVERSIO EI OLE PERUSTELTU

Valtiovarainministeriö asetti helmikuussa 2015 työryhmän valmistelemaan ehdotuksen joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi lainsäädännöksi. Lisäksi työryhmän tehtävänä oli arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi.

Työryhmän ehdotukset ovat lähtökohtaisesti perusteltuja ja hyväksyttäviä. Olen kuitenkin jäljempänä esitetyin perusteluin eri mieltä työryhmän lakiehdotuksista, jotka koskevat ns. velan pakkokonversiota yrityssaneeraustilanteissa.

Työryhmän velkakonversiota koskevat ehdotukset

Joukkolainamarkkinatyöryhmässä on esitetty näkemyksiä nykyisen yrityssaneerauslain kehittämisestä. Voimassa olevaa lainsäädäntöä on kritisoitu erityisesti siltä osin, että laki ei mahdollista niin kutsuttua velkakonversiota osakepääomaan (debt-to-equity swap) tai muuhun omaan pääomaan rinnastettavaan erään ilman velallisen suostumusta.

Työryhmä ehdottaa, että yrityssaneerauslain (47/1993, YSL) 44 §:ää lisätään uusi 5 momentti yrittäjälle pakollisesta velkakonversiosta. Työryhmä esittää muun muassa, että

”Saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Saneerausohjelmassa on tällöin määrättävä kokonaismäärä, jolla alentamiskelpoisen velan määrää on muunnettava velallisyhtiön osakkeiksi. Muuntamista ei kuitenkaan saa tehdä määrään, jonka seurauksena velallisyhtiön osakkeenomistajien yhteenlasketuksi omistusosuudeksi jäisi vähemmän kuin yksi kymmenesosa velallisyhtiön kaikista osakkeista ja äänistä.”

Lisäksi työryhmä ehdottaa vaihtoehtoa YSL:n muuttamiselle. Esityksen mukaan arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) 8 lukuun lisättäisiin uusi 6 c §, joka koskisi joukkovelkakirjan liikkeellelaskijan saneerausmenette-

lyä. Ehdotuksen mukaan velkakonversion sääntely koskisi vain pörssiyhtiöitä tai liikkeellelaskijaa, jonka joukkovelkakirjalaina on otettu kaupan-
käynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupan-
käyntijärjestelmässä.

Yhteenveto

En pidä velkakonversioon johtavaa lainsäädäntökehitystä tarpeellisena tai työryhmän pakkokonversiota koskevia perusteita riittävinä. Muutos koskisi suurta joukkoa yrityksiä. Ehdotukset eivät rajaudu pelkästään suurempiin yrityksiin, vaan velkakonversio voitaisiin kohdistaa myös yksinyrittäjään. Työryhmän ehdotuksessa ei ole arvioitu velkakonversion vaikutuksia pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tai konversion vaikutuksia yrittäjävetoisen toiminnan tervehdyttämiselle.

Voimassa oleva yrityssaneerauslaki mahdollistaa sen, että saneerausohjelman ehdoksi asetetaan velkakonversio. Jos omistaja ei ehtoon suostu, vaihtoehtona on konkurssiin asettaminen. Pakkoon johtava lainsäädäntökehitys ei tue yrittäjän elinkeinovapautta, komission ajamaa lakialoitetta yrittäjän uudesta mahdollisuudesta tai tue rahoittajan ja yrittäjän sopimussuhteen tasapainoa.

Katson, että pääomamarkkinoihin liittyvää lainsäädäntöä, mukaan lukien yrityssaneerailainsäädäntöä, tulee kehittää erityisesti pienille ja keskisuurille yhtiömuotoisille yrityksille sopivammaksi. Joukkorahoitus valtaa alaa pienimpien yritysten parissa kevyemmällä säätelyllä. On mahdollista että jatkossa joukkorahoitus on ratkaisu myös isommille pk-yrityksille. Joukkolainamarkkinaa tulee kehittää niin että nykyistä pienemmät osapuolet voivat jatkossa olla nykyistä paremmin edustettuina sekä liikkeenlaskijoina että sijoittajina.

Lainsäädännön kehittämisessä on syytä huomioida uusien instrumenttien ja markkinoiden kehitys. Koska suurempana tavoitteena on eurooppalaisen pääomamarkkinoiden edistäminen, tarkastelu on perusteltua tehdä samassa aikataulussa EU-tason säädösvalmistelun kanssa. Samalla mahdollisesti toteutettavia kansallisia maksukyvyttömyyslainsäädännön muutoksia tulee arvioida kokonaisuutena, ei yksittäisinä ja irrallisina toimenpiteinä.

Yrityssaneerailain uudistamista tarkasteltava kokonaisuutena

Komissio julkaisi 22.11.2016 aloitteen yritysten maksukyvyttömyyssäntelyn harmonisoimiseksi. Direktiiviehdotuksessa on kaksi yrityksille myön-
teistä kokonaisuutta: (1) Parannetaan taloudellisissa vaikeuksissa olevien yritysten mahdollisuuksia toteuttaa uudelleenjärjestely varhaisessa vai-

heessa ja välttää näin konkurssi sekä henkilöstön irtisanomiset; ja (2) jos yrittäjä kuitenkin epäonnistuu, hänelle suodaan toinen mahdollisuus vapautua nopeasti veloistaan ja aloittaa toiminta uudelleen. Direktiiviehdotus ei edellytä pakkokonversiota.

Komission aloite on tärkeä. EU:n alueella joka vuosi 200 000 yritystä tekee konkurssin ja samalla menetetään 1,7 miljoonaa työpaikkaa. Taloudelliset vaikeudet voivat johtua yrittäjän sairastumisesta, liikekumppanin kohtamista taloudellisista vaikeuksista tai muun kuin yrityksen liiketaloudellisen kannattavuuden vuoksi. Taloudelliset vaikeudet kohdistuvat usein myös aloittaneisiin yrityksiin: puolet yrityksistä ajautuu vaikeuksiin ensimmäisten viiden toimintavuotensa aikana. Suomella ei ole varaa menettää yhtään yritystä ja yrittäjää väliaikaisen maksuvaikeuden tai turhan konkurssin vuoksi.

Maksukyvyttömyyttä koskevassa lainsäädännössä on sovitettava yhteen useita yhteiskunnallisia intressejä. Lainsäädännön tulee turvata velkojien oikeuksien ja sitä kautta markkinoiden toiminta sekä rahoituksen saataavuus. Samaan aikaan lainsäädännöllä tulee huolehtia, että velallisella on mahdollisuus selviytymiseen ja että taloudellisesti elinkelpoisia yrityksiä kannustetaan toteuttamaan uudelleenjärjestelyjä jo varhaisessa vaiheessa maksukyvyttömyyden ehkäisemiseksi.

Suurin osa Suomessa vireille tulevista yrityssaneerauksista koskee pieniä yrityksiä¹. Näille yrittäjävetoisille yrityksille ehdotetun kaltainen velkaomistajuudeksi -ajatus ei ole mielekäs vaihtoehto. Päinvastoin näissä tilanteissa itse saneerausmenettelyä tulisi yksinkertaistaa. Asiassa esitetyissä huomioissa ei näkemyksemme mukaan ole käsitelty lainkaan pienten yritysten näkökulmaa eikä sitä, minkälaisia konkreettisia ongelmia on esiintynyt. Katson, että asiaa pitäisi avata sekä selvittää huomattavasti laajemmin.

Ennen mahdollisiin lainsäädäntömuutoksiin ryhtymistä tulee ensinnäkin saada enemmän tietoa siitä, mistä oikeastaan on kysymys, mitä halutaan ja minkälaisia tilanteita varten muutosta oltaisiin tekemässä. Erityisesti pienissä, kapean omistuspohjan yrityksissä ehdotetun kaltainen menettely voisi johtaa huomattaviin omistusrakenteen muutoksiin. Esimerkiksi tilanteet, joissa pienen yrityksen velkojana on iso rahoituslaitos tai yksi suuri velkoja, voisivat johtaa menettelyyn, joissa velkojan kannalta olisi kannattavampaa odottaa yrityksen ajautumista saneerausmenettelyyn ja tätä kautta velkakonversioon kuin pyrkiä ratkaisemaan velallisyriksen ennakoitavissa olevaa maksukyvyttömyystilannetta vapaaehtoisuuteen perustuvien järjestelyin.

¹Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2015 yrityssaneeraukseen hakeutuneissa yrityksissä työskenteli keskimäärin 9,0 työntekijää.

Edellä kerrottu olisi ristiriidassa sen kanssa, että yrityksen maksuvaikeuksiin tulisi pystyä reagoimaan mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Mitä aikaisemmassa vaiheessa yrityksen maksuvaikeudet havaitaan ja niihin puututaan, sitä paremmat mahdollisuudet yrityksellä on korjata maksuvaikeuksien syyt ja sopia erilaisista järjestelyistä velkojien kanssa. Lisäksi on huomattava, että yrityksen liiketoiminnan on lain mukaan oltava jatkamiskelpoista, jotta se ylipäänsä voisi päästä lain mukaiseen yrityssaneeraukseen.

En pidä perusteltuna, että yrityssaneerauslakiin lähdetäisiin tekemään nyt esitetyn kaltaisia yksittäisiä muutoksia. Mikäli lain tarkastelua tehdään, tulee se tehdä laajamittaisesti, lainsäädäntöä ja muutosten vaikutuksia kokonaisuutena arvioiden. Uudistuksen yhteydessä tulisi yksinkertaistaa yrityssaneerausmenettelyä sekä pyrkiä tekemään menettelystä sellainen, että se soveltuisi nykyistä paremmin myös pienille yhtiömuotoisille yrityksille. On tarvetta tehdä myös kattava oikeusvertailu.

Pakolliseen konversioon ei ole tarvetta minkäänlaisten yritysten osalta. On tärkeää, että lainsäädännöllä vahvistetaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen lisääminen velkarahoituksen sijaan EU:n yhteisen pääomamarkkinaunionin tavoitteiden mukaisesti. Tämä hyödyttää rahoitusjärjestelmän vakautta, kun pääomapohjaltaan vahvistuneet yritykset ovat vähemmän alttiita markkinahäiriöille. Yrittäjän toista mahdollisuutta, omistajuuden merkitystä ja omistajien oikeuksien turvaamista korostetaan myös komission maksukyvyttömyysaloitteessa, mitä ei voida sivuuttaa kansallisella sääntelytasolla.

Pakkokonversio nostaa esiin tärkeitä periaatteellisia kysymyksiä omistajan oikeuksista, joita on syytä pohtia huolella. Arvopaperimarkkinalakiin lisätty velkakonversio merkitsisi omistajuuden kannalta niin merkittävää periaatteellista muutosta, etten voi pitää ehdotusta kannatettavana. Erityisen ongelmallista on se että ehdotettu sääntelymuutos arvopaperimarkkinalakiin saattaa muodostua suomalaisen yrityksen listautumisen ja kasvun esteeksi. Velkakonversio liittyy oleellisesti yhtiö- ja insolvenssisääntelyn kokonaisuuksiin. Ei ole perusteltua tehdä poikkeussäännöksiä erityislakeihin ilman maksukyvyttömyyssääntelyn kokonaisarviointia tai kattavaa kansainvälistä vertailua.

Helsingissä 13.1.2017


Heikki Lehtonen

Eriävä mielipide / ei pakollista velkakonversiota

Valtiovarainministeriön asettama joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä on tehnyt lakiehdotuksia joukkolainamarkkinoiden edistämiseksi. Olen eri mieltä työryhmän lakiehdotuksista liittyen joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettelyyn / pakolliseen velkakonversioon.

Taustaa

Työryhmä on tehnyt ehdotuksen joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi lainsäädännöksi. Lisäksi työryhmä on hyvässä hengessä pyrkinyt löytämään kehityskohteita joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi. Työryhmän tehtäväksiannon mukaisesti fokuksessa on ollut erityisesti nykyistä pienempien sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden osallistuminen markkinoille.

Yksi harvoista asioista, joista työryhmän kesken ei saavutettu yhteisymmärrystä, oli omistajien ja velkojien asema saneeraustilanteessa. Työryhmän lakiehdotuksessa esitetään pakollista velkakonversiota. Moni työryhmän edustaja vastusti tätä. Heikki Lehtonen ja Pekka Pulkkinen ovat esittäneet omat näkemyksensä asiasta myös kirjallisesti.

Ei pakollista velkakonversiota

Työryhmälle esitettiin, että suomalainen oikeuskäytäntö saneeraustilanteessa poikkeaisi kansainvälisestä käytännöstä. Tämän esityksen tueksi ei kuitenkaan asetetussa aikataulussa ollut mahdollista tehdä asian vaatimaa kattavaa kansainvälistä vertailua. Näin ollen mahdollinen ongelma jäi epäselväksi. Lakiehdotuksissa esitetyt muutokset ovat erittäin jyrkkiä ja vaatisivat laajemman pohjatyon. Kyseiset ehdotukset muuttaisivat omistajan oikeutta merkittäväällä tavalla, eikä niitä sen takia voi näin kevyesti ilman vahvoja perusteluja hyväksyä. Pulkkinen esittämällä tavalla on myös epäselvää, onko mahdollisissa ongelmatilanteissa ollut kyse lain soveltamisesta vai laista itsestään.

Nykyisellään saneerauslaki antaa jo mahdollisuuden velkakonversioon eli velkojen muuttamiseen osakkeiksi. Velkakonversio on yksi väline saneeraustilanteessa. Välinettä on myös viime vuosinakin käytetty. Pakollinen velkakonversio sen sijaan ohittaisi omistajien oikeudet dramaattisella tavalla. Luonnollisesti pakottaminen on velkojan näkökulmasta helpompaa kuin sopiminen. Velkojilla on kuitenkin jo käytössään merkittävä pelote. Mikäli saneerausohjelmasta ei päästä yksimielisyyteen, velkojat voivat viedä yrityksen konkurssiin, jolloin velkojat ovat aina paremmassa asemassa omistajiin nähden. Mikäli pakollinen velkakonversio toteutuisi lakiehdotuksen mukaisesti, tämä voisi johtaa jopa vihamielisiin valtauksiin, jolloin velkoja tarkoituksella ajaisi yrityksen ahtaalle saadakseen enemmistöomistuksen itselleen. Ehdotus myös

todennäköisesti vähentäisi omistajien halukkuutta aloittaa saneerausohjelmaa ajoissa, silloin kun pelastettavaa vielä on.

Ei erilaista kohtelua listatuille ja listaamattomille yrityksille

Työryhmä on valmistellut velkakonversioon liittyen kaksi vaihtoehtoista esitystä. Ensimmäinen vaihtoehto koskisi kaikkia yrityksiä, toinen vain pörssiyhtiöitä ja listattuja joukkolainoja. En kannata kumpaakaan esitystä. On erityisen tärkeää, ettei lainsäädäntöön rakenneta ylimääräisiä keinotekoisia raja-aitoja sen perusteella onko yritys listautunut vai ei.

Suomessa on noin 800 000 yksityishenkilöä, jotka omistavat pörssiyhtiöiden osakkeita. Yksityishenkilöiden suorat sijoitukset pörssiyhtiöiden liikkeeseenlaskemiin joukkolainoihin ovat valitettavasti harvinaisia eli yksityissijoittajat eivät yleensä ole pörssiyhtiöiden velkojina, vain omistajina. Yrittäjinä ja joukkorahoituksen kautta yksityishenkilöt ovat lisääntyvissä määrin sekä osakkeenomistajina että velkojina listaamattomissa yrityksissä. Mikäli omistajan asemaa huononnettaisiin pörssiyhtiöissä, heikennettäisiin samalla nimenomaan osakkeita omistavien kotimaisten yksityishenkilöiden oikeuksia.

Erityisesti joukkorahoituksen yleistyessä yksityissijoittajatkin sijoittavat sekä listattuihin että listaamattomiin yrityksiin. On tärkeää sekä sijoittajien oikeuksien että yritysten kasvun näkökulmasta, että omistajan ja velkojan oikeudet ovat samanlaisia kaikissa yrityksissä listautumisstatuksesta riippumatta. Erilainen sääntely voisi aiheuttaa ylimääräisen kynnyksen yritysten listautumiselle ja kasvulle. Työryhmän tehtävään liittyi kasvun rahoituksen edistäminen, ei kasvun esteiden luominen.

Lopuksi

On ollut ilo olla työryhmän jäsenenä. Olemme pohtineet markkinan kehittämisen kannalta tärkeitä kysymyksiä ja joissakin päätyneet yksimielisiin esityksiin. Valitettavasti pakollisen velkakonversion osalta näin ei ole. Kysymys saneerausmenettelyn mahdollisesta kehittämisestä jää mielestäni ratkaistavaksi myöhemmin. Kysymystä on pohdittava laajemmin samalla kun arvioidaan syvällisesti omistajan oikeuksia. Harkitsematon lakimuutos voisi saada aikaan merkittävää haittaa. Tämän takia vastustan tehtyjä esityksiä pakollisesta velkakonversiosta.

Helsingissä 13.1.2017



Sari Lounasmeri

VALTIOVARAINMINISTERIÖ

Snellmaninkatu 1 A

PL 28, 00023 VALTIONEUVOSTO

Puhelin 0295 160 01

Telefaksi 09 160 33123

vm.fi

ISSN 1797-9714 (pdf)

ISBN 978-952-251-827-9 (pdf)

Tammikuu 2017