

Hallituksen esitys eduskunnalle joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi laiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi uusi laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta. Esityksessä ehdotetaan lisäksi muutettavaksi kahdeksaa muuta lakia, joihin tehtäisiin lähinnä uudesta laista johtuvia täsmennyksiä ja teknisiä muutoksia.

Ehdotetussa laissa joukkolainanhaltijoiden edustajalla tarkoitetaan elinkeinonharjoittajaa, joka on sitoutunut joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun toimimaan joukkolainan ehdoissa tai muussa joukkolainaan liittyvässä sopimuksessa, joita ehdotuksessa kutsutaan edustusopimuksiksi, sovitulla tavalla. Lain säännökset olisivat pääosin tahdonvaltaisia eli niistä voitaisiin sopimuksella poiketa. Kuitenkin säännökset, jotka koskevat joukkolainanhaltijoiden edustajan velvollisuutta kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti ja noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, edustajan tiedonantovelvollisuutta sekä velvollisuutta pitää toisen omaisuus erillään edustajan varoista, säädettäisiin nimenomaisesti pakottaviksi. Lisäksi sisältönsä ja tarkoituksensa perusteella pakottavia olisivat edustajan riippumattomuutta, valvontaa ja seuraamuksia koskevat säännökset.

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

Esityksen mukaan vain erityiseen joukkolainanhaltijoiden edustajien julkiseen rekisteriin merkitty elinkeinonharjoittaja saisi toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana, jos liikkeeseen laskettavasta joukkolainasta on julkaistu tai julkaistaan arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu esite tai jos joukkolainan osuudet otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Muutoin edustajana voisi toimia myös rekisteröitymätön elinkeinonharjoittaja. Elinkeinonharjoittajan on oltava oikeushenkilö eli yksityishenkilö ei voi harjoittaa edustustoimintaa. Rekisteri- ja valvontaviranomaisena toimisi Finanssivalvonta. Rekisteröinnin edellytykset määriteltäisiin laissa ja vaatimuksena olisi muun muassa, että ilmoituksen tekijä on luotettava ja että tällä on riittävä joukkolainamarkkinoiden tuntemus. Tällä taataan riittävän tasoinen markkinoille tulonkynnys, mikä lisää sijoittajien luottamusta edustajan toimintaan.

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

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

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

Laissa olisi säännöksiä myös joukkolainan vakuuksien hallinnoinnista sekä vakuusagentin käytöstä ylipäättään vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä ja edustajan kelpoisuudesta kolmansiin nähden käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia kolmansia osapuolia sitovasti ja peruuttamattomasti.

Lisäksi laissa olisi säännökset joukkolainanhaltijoiden rekisteriin merkittävistä tiedoista, rekisteröitymisen edellytyksistä, poikkeuksista rekisteröitymisvelvollisuuteen, rekisteristä poistamisesta, asiakkaansuojasta, tietojen saatavilla pitämisestä, viranomaisvalvonnasta ja seuraamuksista.

Lisäksi ehdotetaan useita täsmennyksiä voimassa olevaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelulakiin ehdotetaan muutoksia joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi, jolloin myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain oletamasääntöjen mukaisesti. Samassa yhteydessä täsmennettäisiin 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 arvopaperimarkkinatapaa koskeva nimenomainen säännös ehdotetaan lisättäväksi paitsi sijoituspalvelulakiin myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin. Joukkorahoituslakia ja vakuutusyhtiölakia ehdotetaan myös täsmennettäväksi.

Useat 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. Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa on puolestaan tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen liikkeeseenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin sekä arvo-osuustileistä annetussa laissa vastaavasti liittyen liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavaan maksusuojaan.

Lait ovat tarkoitetut tulemaan voimaan syksyllä 2017.

SISÄLLYS

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ.....	1
SISÄLLYS.....	3
YLEISPERUSTELUT.....	6
1 JOHDANTO.....	6
1.1 Yleistä.....	6
1.2 Joukkolainamarkkinat.....	7
1.3 Arviomuistio.....	8
1.4 Työryhmä.....	9
1.5 Taloudellinen merkitys.....	11
2 NYKYTILA.....	17
2.1 Yleistä.....	17
2.1.1 Kotimaisen joukkolainamarkkinan erityispiirteistä.....	17
2.1.2 Joukkolainojen jälkimarkkinat Suomessa.....	18
2.1.3 Syndikoitu luotonanto.....	19
2.1.4 Kotimaiset joukkolainaehtot (EK:n malliehdot).....	20
2.2 Voimassa oleva lainsäädäntö.....	21
2.2.1 Yleistä.....	21
2.2.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärjestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys.....	23
2.2.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus.....	26
2.2.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta.....	28
2.2.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin.....	29
2.2.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskija yrityssaneeraukseen.....	31
2.2.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin.....	33
2.2.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin.....	34
2.2.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta.....	35
2.2.10 Muut kehittämis ehdotukset.....	36
2.3 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö.....	37
2.3.1 Yleistä.....	37
2.3.2 Ruotsi.....	37
2.3.3 Norja.....	38
2.3.4 Tanska.....	39
2.3.5 Iso-Britannia.....	40
2.3.6 Ranska.....	41
2.3.7 Saksa.....	42
2.3.8 Yhdysvallat.....	42
2.3.9 Luxemburg.....	43
2.4 Nykytilan arviointi.....	43
2.4.1 Tarve joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalle laille.....	43
2.4.2 Edustajamallin hyödyt.....	44
2.4.3 Esimerkkejä tyypillisistä edustajatoimeksiannoista Suomessa.....	44
2.4.4 Voimassa olevaa sääntelykehikkoa selvennettävä.....	45
2.4.5 Taloudelliset perustelut.....	45
2.4.6 Kansainvälinen kilpailukyky näkökulma.....	47
2.4.7 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja.....	48
2.4.8 Edustajamallin soveltamisala.....	48

3	ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET	49
3.1	Esityksen tavoitteet	49
3.2	Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot	51
3.3	Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia	52
3.3.1	Edustajarakenne ja edustajan toimintamahdollisuudet murroksessa	52
3.3.2	Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja	55
3.3.3	Suhteellisuusperiaate	57
3.3.4	Norminpurku	58
3.4	Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset	59
3.4.1	Yleistä	59
3.4.2	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta	59
3.4.3	Muut esitykseen sisältyvät lait	60
4	ESITYKSEN VAIKUTUKSET	61
4.1	Taloudelliset vaikutukset	61
4.1.1	Vaikutukset kansantalouteen ja kokonaistaloudellinen selvitys vaikutuksista	61
4.1.2	Vaikutukset yrityksiin	62
4.1.3	Vaikutukset kotitalouksiin	65
4.1.4	Vaikutukset julkiseen talouteen	65
4.2	Vaikutukset viranomaisten toimintaan	65
4.3	Yhteiskunnalliset vaikutukset	66
5	ASIAN VALMISTELU	66
5.1	Valmisteluvaiheet	66
5.2	Lausunnot hallituksen esitysluonnokseen ja kehittämisehdotuksiin sekä niiden huomioon ottaminen	69
6	MUITA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA	70
6.1	Riippuvuus muista esityksistä	70
6.2	Kansainväliset velvoitteet	70
	YKSITYISKOHTAISET PERUSTELUT	71
1	LAKIEHDOTUSTEN PERUSTELUT	71
1.1	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta	71
1 luku	Yleiset säännökset	71
2 luku	Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeäminen ja riippumattomuus, edustajan toiminta ja edustusopimuksen sitovuus	79
3 luku	Joukkolainanhaltijoiden toiminta	94
4 luku	Vakuudet ja varojen kohtelu	96
5 luku	Vakuusagentin käyttö vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä	100
6 luku	Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana	102
7 luku	Valvonta ja seuraamukset	113
8 luku	Erinäiset säännökset	117
1.2	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta	118
1.3	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain muuttamisesta	118
1.4	Vakuutusyhtiölaki	118
2 luku	Vakuutusyhtiön perustaminen ja toimilupa	118
1.5	Sijoituspalvelulaki	119
1 luku	Yleiset säännökset	119
4 luku	Ulkomaisten ETA-sijoituspalveluyrityksen sivuliikkeen perustaminen ja palvelujen tarjoaminen Suomeen	121

10 luku	Menettelytavat asiakassuhteessa.....	123
1.6	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä.....	125
1 luku	Soveltamisala ja määritelmät.....	125
2 luku	Pörssitoiminta.....	125
4 luku	Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä.....	127
1.7	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta.....	127
7 luku	Arvopaperin ja rahoitusvälineen liittäminen arvo-osuusjärjestelmään.....	127
8 luku	Erinäiset säännökset.....	127
1.8	Laki arvo-osuustileistä.....	127
1.9	Joukkorahoituslaki.....	128
1 luku	Yleiset säännökset.....	128
2	TARKEMMAT SÄÄNNÖKSET JA MÄÄRÄYKSET.....	128
2.1	Tarkemmat säännökset.....	128
2.2	Tarkemmat määräykset.....	128
3	VOIMAANTULO.....	129
4	SUHDE PERUSTUSLAKIIN JA SÄÄTÄMISJÄRJESTYS.....	129
	LAKIEHDOTUKSET.....	133
1.	Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta.....	133
2.	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta.....	142
3.	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta ...	144
4.	Laki vakuutusyhtiölain 2 luvun 16 §:n muuttamisesta.....	148
5.	Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta.....	149
6.	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta.....	151
7.	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta....	153
8.	Laki arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:n muuttamisesta.....	155
9.	Laki joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta.....	156
	LIITE.....	157
	RINNAKKAISTEKSTIT.....	157
2.	Laki Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta.....	157
3.	Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta ...	159
4.	Laki vakuutusyhtiölain 2 luvun 16 §:n muuttamisesta.....	163
5.	Laki sijoituspalvelulain muuttamisesta.....	164
6.	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain muuttamisesta.....	166
7.	Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain muuttamisesta....	169
8.	Laki arvo-osuustileistä annetun lain 29 §:n muuttamisesta.....	171
9.	Laki joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta.....	172

YLEISPERUSTELUT

1 Johdanto

1.1 Yleistä

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

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

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

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn arviointitarpeen voidaan nähdä olevan korostuneesti osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia. Edustaja on laajasti käytössä erityisesti kansainvälisillä joukkolainamarkkinoilla, mutta yhä enenevässä määrin myös Suomessa. Edustaja toimii toimeksiantonsa mukaisesti kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteisessä intressissä. Toimivasta edustajamallista hyötyvät lähtökohtaisesti kaikki joukkolainamarkkinoilla toimivat osapuolet. Lähtökohtaisesti edustajamalli vähentää transaktiokustannuksia, parantaa joukkolainanhaltijoiden tiedonsaantia liikkeeseenlaskijasta ja sijoituksensa tilasta, tehostaa liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden välistä yhteydenpitoa sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa.

teissa. Tämä oletettavasti lisää myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta kotimaisiin joukkolainamarkkinoihin. Voidaankin arvioida, että toimiva edustajamalli parantaisi Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja auttaisi osaltaan laajentamaan pk-yritysten saatavilla olevia ulkoisen rahoituksen lähteitä.

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

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

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

Lisäksi ehdotetaan useita täsmennyksiä voimassa olevaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn, kuten sijoituspalvelulakiin, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin, joukkorahoituslakiin, vakuutusyhtiölakiin, lakiin arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä lakiin arvo-osuustileistä. Useat työryhmän ehdotukset liittyvät joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksien laajentamiseen.

1.2 Joukkolainamarkkinat

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

Joukkolainat ovat voimassaoloajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) arvopapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin pieniin osiin velkakirjoiksi tai joukkolainan osuuskik-

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

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

1.3 Arviomuistio

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

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

Muistiossa tarkasteltiin yleisesti joukkolainamarkkinoita Suomessa ja Pohjoismaissa, minkä lisäksi kiinnitettiin erityistä huomiota joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämiseen liittyvään voimassa olevaan markkina- ja sopimuskäytäntöön ja niissä havaittuihin, muistiossa tar-

kemmin kuvattuihin epävarmuustekijöihin. Joukkolainanhaltijoiden edustajan lisäksi muistiossa arvioitiin sääntelyn tarvetta vakuudellisessa syndikoidussa luotonannossa ja yleisesti muussa vakuudellisessa kollektiivisessa luotonantotoiminnassa.

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

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

1.4 Työryhmä

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

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

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

- erityishuomion kiinnittäminen edustajan kelpoisuuteen toimia edustamiensa sijoittajien puolesta ja lukuun liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja yrityssaneerauksessa (hakea konkurssiin ja/tai yrityssaneeraukseen ja/tai puoltaa/yhtyä edustamiensa sijoittajien puolesta yrityssaneeraushakemukseen ja valvoa saatavat konkurssissa edustamiensa sijoittajien puolesta) ja ajaa it-

senäisesti kannetta liikkeeseenlaskijaa tai tämän lakisääteisiä toimielimiä vastaan edustamien-
sa sijoittajien puolesta;

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

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

- arvioida tarvetta selkeyttää ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä vakuusagentin asemas-
ta syndikoidussa luotonannossa erityisesti vakuusagentin mahdollisen maksukyvyttömyysme-
nettelyn osalta;

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

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

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

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

- selvittää, arvioida ja yksilöidä asiakokonaisuuteen muuten liittyviä lainsäädännöllisiä kehi-
tyshankkeita (muun muassa komissiokauppaa koskeva sääntely ja mahdolliset kotimaisesta
lainsäädännöstä aiheutuvat kansainvälisen liiketoiminnan esteet) ja ehdottaa toimenpiteitä täl-
laisten kehityshankkeiden toimeenpanolle sekä tarpeen mukaan sovittaa yhteen edustajamallia
koskevan lain muihin säännöksiin edellyttämät muutokset;

- selvittää tarvetta ja mahdollisuuksia piensijoittajille sijoittaa nykyistä kattavammin joukko-
lainamarkkinoille;

- ottaa soveltuvin osin huomioon voimassa oleva ja tuleva joukkolainamarkkinoita koskeva ja
asiakokonaisuuteen muuten liittyvä EU-sääntely (esimerkiksi Euroopan parlamentin ja neu-
voston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja
direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta, jäljempänä *MIFID II*) sekä Euroopan komissiossa
valmisteilla oleva EU:n pääomamarkkinaunionihanke ja siinä kasvun rahoitukselle asetetut
kunnianhimoiset päämäärät.

Työryhmä selvitti työnsä ensimmäisessä vaiheessa alustavasti myös edellä mainittuja kysy-
myksiä, mutta tehtävän laaja-alaisuuden vuoksi työryhmä totesi, että lisäselvitykset olivat tar-
peen. Tämän vuoksi työryhmä pyysi ja sai lisäaikaa selvitystyölle, mikä samalla mahdollisti
työryhmän valmisteleman lakiehdotuksen saaman lausuntopalautteen asianmukaisen käsitte-
lyn ja edisti ehdotuksen ripeää jatkovalmistelua.

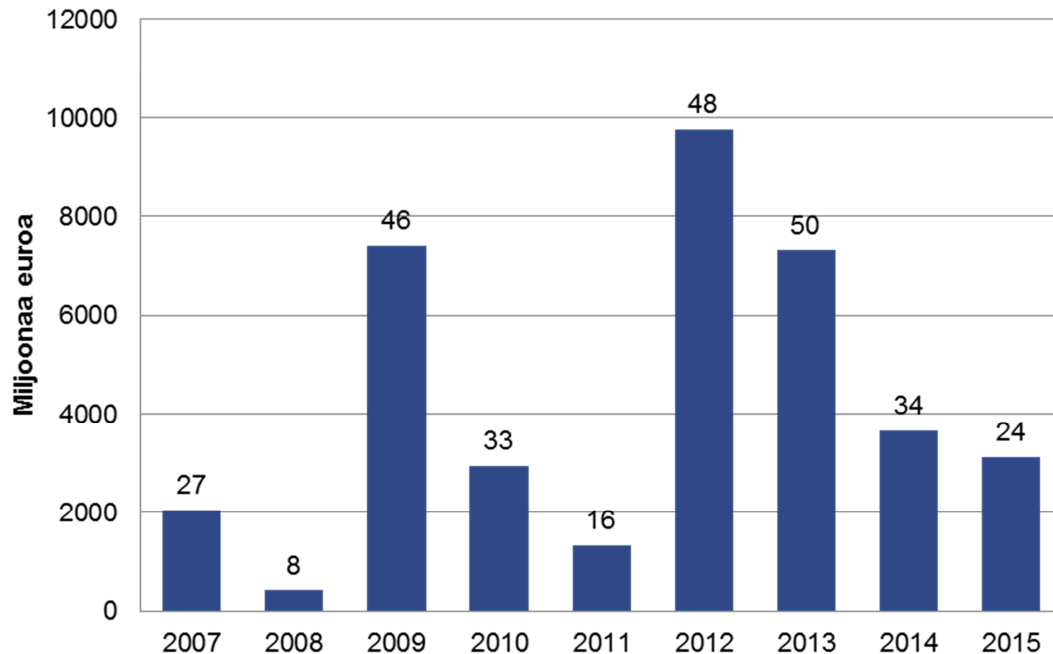
1.5 Taloudellinen merkitys

Joukkolainat ovat vieraan pääoman ehtoisia arvopapereita, joiden maturiteetti yleensä vaihtelee vuoden ja usean vuosikymmenen välillä. Joukkolainoja voivat velkakirjalain 34 §:n 1 momentin mukaan laskea liikkeeseen julkisyhteisöt ja kirjanpitovelvolliset. Merkittävimpiä joukkolainojen liikkeeseenlaskijoita ovat valtio, rahoituslaitokset ja suuret yritykset. Kotimaisten toimijoiden liikkeeseen laskemien pitkien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo on yli kaksinkertaistunut vuodesta 2001, jolloin niiden yhteenlaskettu arvo oli noin 80 miljardia euroa, kun niiden nimellisarvo vuoden 2016 marraskuun lopussa oli 218 miljardia euroa (kuva 3). Suomessa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen nimellisarvo vuoden lopussa oli noin 100 miljardia euroa. Vertailuna Helsingin Pörssin markkina-arvo vuoden 2016 lopussa oli 209 miljardia euroa.

Suomalaisilla yrityksillä ja asuntoyhteisöillä oli vuoden 2016 lopussa lainoja rahoituslaitoksilta noin 76 miljardia euroa. Vastaavasti yrityksillä oli lainoja työeläkevakuutusyhtiöiltä noin viisi miljardia euroa ja ulkomailta (pois lukien suorat sijoitukset) noin 20 miljardia euroa. Yritysten joukkolainakanta oli 26 miljardia euroa ja yritystodistuskanta neljä miljardia euroa.

Suomen Pankin tilastojen mukaan suomalaisyritysten liikkeeseen laskemien joukkolainaemisioiden kokonaisuromäärät ovat vaihdelleet viimeisten vuosien aikana vuoden 2008 runsaasta 400 miljoonasta eurosta vuoden 2012 noin 10 miljardiin euroon. Samalla liikkeeseenlaskujen kappalemäärät ovat vuositasona vaihdelleet alle kymmenestä lähes viiteenkymmeneen liikkeeseenlaskuun. Yhteensä yrityssektori rahoitti toimintaansa vuonna 2015 noin 3,1 miljardin euron joukkolainanotolla, joka oli runsas puoli miljardia vähemmän kuin edellisvuonna (kuva 1).

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



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

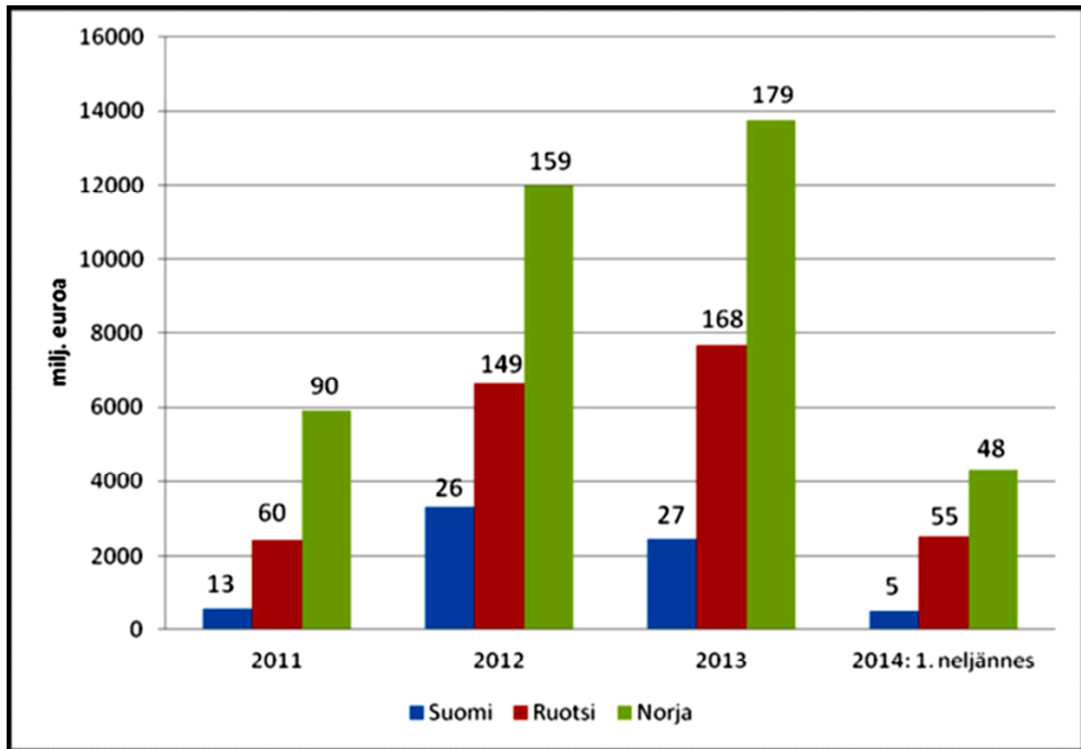
Suomen Pankin vuoden 2015 yritysrahoituskyselyn mukaan merkittävä muutos yritysten rahoituksessa on suurten yritysten voimakkaasti yleistynyt yritystodistusten ja joukkolainojen käyttö. Suurista yrityksistä jo lähes kolmannes hankki rahoitusta näillä velka-arvopapereilla. Lisäksi iso osa suurista yrityksistä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

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

Euroopan keskuspankin (jäljempänä *EKP*) tilastoista havaitaan, että yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuusmäärät ovat olleet Suomessa lähes samaa tasoa kuin muissa Pohjoismaissa. Sen sijaan Stamdata-tietokannan ISIN-tietojen mukaan yritysten liik-

keeseen laskemien joukkolainojen liikkeeseenlaskumäärät ovat Suomessa olleet selvästi pienemmät kuin Ruotsissa tai Norjassa (kuva 2).

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



Lähde: Stamdata, Nordea. ISIN-koodia on käytetty joukkolainojen kohdentamisessa maittain. Pylväiden päällä olevat numerot kertovat liikkeeseenlaskujen kappalemäärän.

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

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

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

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

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

Suomessa eniten joukkolainoja laskee liikkeeseen valtio. Valtion joukkolainoja oli vuoden 2016 marraskuussa liikkeessä 101 miljardin euron arvosta, joista kotimaassa liikkeeseen laskettujen arvo oli noin 88 miljardia euroa. Rahoitus- ja vakuutuslaitoksilla oli liikkeessä 91 miljardin euron arvosta joukkolainoja, joista vain 8 miljardia euroa oli laskettu liikkeeseen Suomessa. Rahoitus- ja vakuutuslaitokset siis laskevat yli 90 prosenttia joukkolainoistaan liikkeeseen ulkomailla. Yritysten liikkeeseen laskettujen joukkolainojen määrä on kasvanut tasaisesti, joskin viimeisten viiden vuoden aikana kasvunopeus on hieman kiihtynyt. Yritysten joukkolainojen arvo oli 26 miljardia euroa, joista 10 miljardia euroa oli laskettu liikkeeseen kotimaassa (kuvat 3 ja 4).

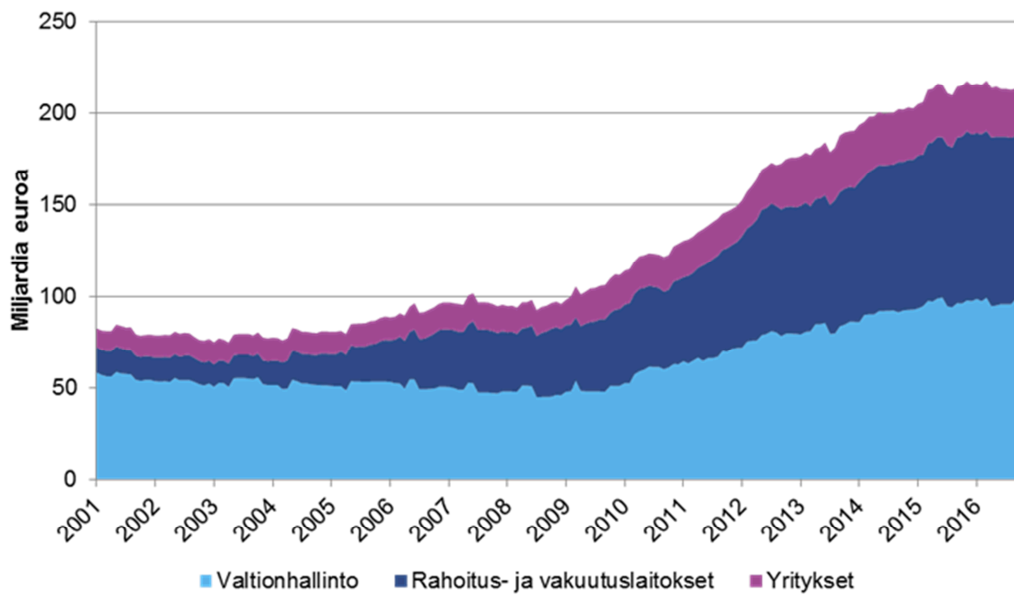
Vuoden 2015 alussa vajaat 70 suomalaista yritystä oli laskenut liikkeeseen joukkolainoja, kun vajaalla 80 kotimaisella yrityksellä oli viimeisten viiden vuoden sisällä ollut joukkolainoja liikkeessä. Yrityksistä vain suuret yritykset pystyvät käytännössä hankkimaan rahoitusta joukkolainoilla, koska likviditeetin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

Suurin osa yritysten joukkolainoista on laskettu liikkeeseen euroissa. Euron lisäksi joukkolainoja laskettiin liikkeeseen muiden Pohjoismaiden valuutoissa ja Yhdysvaltojen dollarissa. Suurin osa yritysten ulkomailla liikkeeseen lasketuista joukkolainoista emittoidaan muualla euroalueella.

Joukkolainat ovat yleistyneet yritysten rahoitusmuotona viime vuosina, sillä yritysainojen kallistuminen ja lainahtojen koventuminen on ajanut yhä useamman suomalaisen yrityksen, etenkin suuret yritykset, hakemaan ulkoista rahoitusta muualta kuin lainoina talletuspankeista.

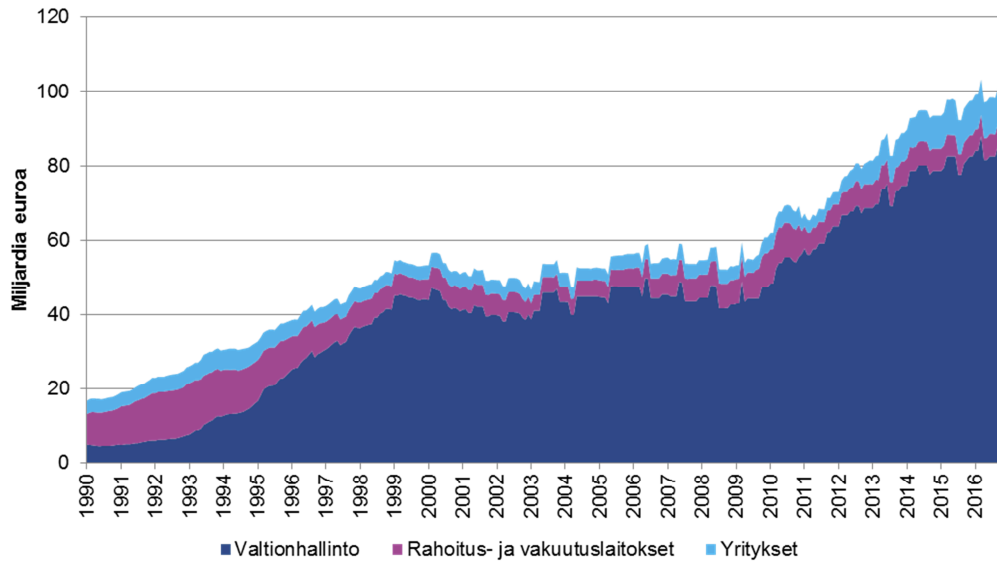
Suomen Pankin vuoden 2015 yritysrahoituskyselyn mukaan vakuusvaatimukset näyttävät edelleen keskimääräisesti kiristyneen. Aiempaa suurempi osuus yrityksistä katsoi suurimmaksi rahoitusongelmakseen vakuusvaatimusten kireyden. Myös yrityslainojen erityisehdot eli kovenantit kiristyivät noin neljänneksellä yrityksistä. Suurten yritysten osuus lähes kaksinkertaistui edellisestä kyselystä, jolloin vain hieman yli joka kymmenes suuri yritys ilmoitti kovenanttiansa kiristyneen. Muissa yrityskokoluokissa muutokset olivat pienempiä.

Kuva 3. Kotimaisten toimijoiden kaikkialla liikkeeseen laskettujen joukkolainojen määrä on kasvanut (joukkolainojen nimellisarvoinen kanta vuosina 2001—11/2016)



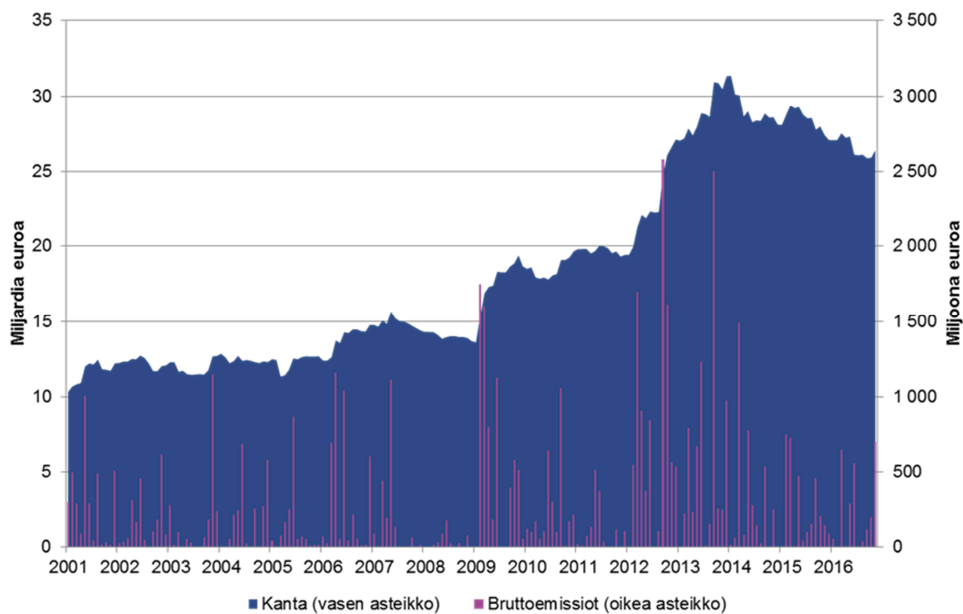
Lähde: Suomen Pankki.

Kuva 4. Kasvua on tapahtunut myös kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen kohdalla (joukkolainojen nimellisarvoinen kanta vuosina 1990—2016)

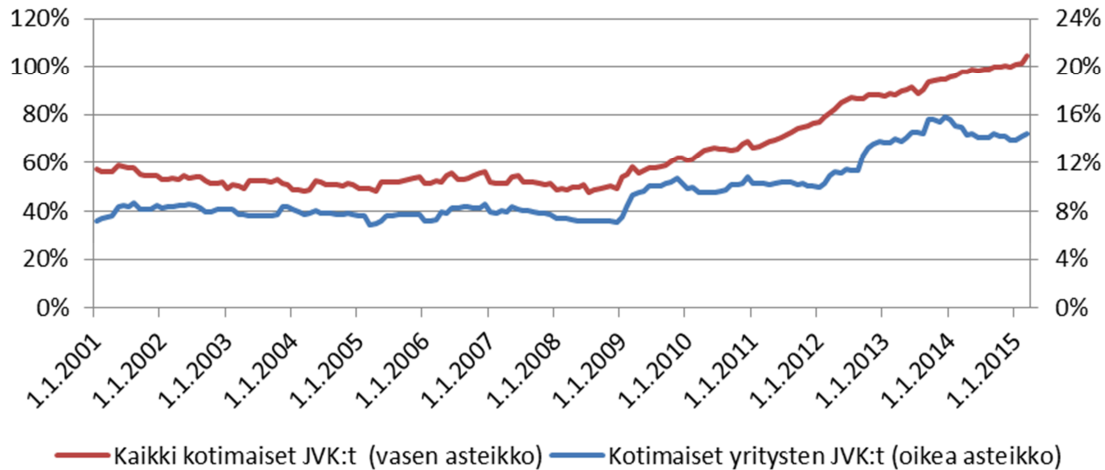


Lähde: Suomen Pankki.

Kuva 5. Finanssikriisin jälkeen yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen määrä on kasvanut vuosina 2001—11/2016



Lähde: Suomen Pankki.

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

2 NYKYTILA

2.1 Yleistä

2.1.1 Kotimaisen joukkolainamarkkinan erityispiirteistä

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

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

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

2.1.2 Joukkolainojen jälkimarkkinat Suomessa

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

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

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

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

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

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

2.1.3 Syndikoitu luotonanto

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

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

jaan kansallisena valinnaisena mahdollisuutena erityissääntelyä joukkolainanhaltijoiden edustajasta puoltaa sijoittajakollektiivin etujen vahvistaminen etenkin tilanteissa, joissa rahoitettavat kansalliset hankkeet ovat pienehköjä ja sovellettaisiin liikkeeseenlaskijan kotivaltion lakia. Tällainen rajausta vastaisi sekä EK:n malliehtojen tavoitteita että joukkolainanhaltijoiden edustajan rekisteröitymisvelvollisuudelle ehdotettuja rajoituksia.

2.1.4 Kotimaiset joukkolainaehtot (EK:n malliehdot)

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

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

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

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

2.2 Voimassa oleva lainsäädäntö

2.2.1 Yleistä

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

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

Joukkolainanhaltijoiden edustajasta ei ole olemassa EU-tason sääntelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan poikkeavasti. Suomalaiset yritykset toimivat kilpailluilla kansainvälisillä rahoitus- ja tuotemarkkinoilla. Kotimaisten yri-

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

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

Euroopan talouden pitkäaikaista rahoitusta koskevalla vihreällä kirjalla KOM (2013) 150 käynnistettiin laaja keskustelu tekijöistä, joiden avulla voidaan kanavoida rahoitusta talouskasvun kannalta tärkeisiin pitkäaikaisiin investointeihin ja ottaa huomioon erityisesti kasvu- ja pk-yritysten rahoitustarpeet EU-tasolla (E 82/2013 vp). Maaliskuussa 2014 annetussa Euroopan komission seurantatiedonannossa Euroopan talouden pitkäaikaisesta rahoituksesta KOM (2014) 168 esitetään painopistealoja, joilla komissio aikoo tehdä aloitteita tavoitteenaan auttaa pk-yrityksiä hankkimaan rahoitusta (E 71/2014 vp). Yhtenä painopistealueena EU:n mittakaavassa tuotiin esiin joukkolainamarkkinoiden edistäminen erityisesti pk-yritysten näkökulmasta. Toukokuussa 2015 Euroopan komissio antoi vihreän kirjan Pääomamarkkinaunionin rakentamisesta KOM (2015) 63, jonka tavoitteina on yritysten, erityisesti pk-yritysten oman ja vieraan pääoman hankinnan sekä listautumisen edistäminen, pääomamarkkinoiden monipuolistaminen ja likviditeetin parantaminen EU:n pääomamarkkinoiden syventämisen kautta (E 3/2015 vp). Lisäksi EU:n pääomamarkkinaunioniin liittyen komissio antoi toimintasuunnitelman syyskuussa 2015 KOM (2015) 468, jonka mukaan pääomamarkkinaunioniin liittyvillä toimenpiteillä ja ehdotuksilla pyritään edistämään pk-yritysten rahoitusten saatavuutta sekä alentamaan yhtiöiden listautumiskynnystä ja parantamaan pääoman saatavuutta julkisilta markkinoilta (E 72/2015 vp). Tämän jälkeen komissio on julkistanut kaksi tiedonantoa ja järjestänyt useita julkisia konsultaatioita. Näin ollen pk-yritysten rahoitusaseman parantamiseen tähtäävät toimenpiteet eivät ole erityishuomion kohteena pelkästään Suomessa, vaan koko EU:n alueella. Suomessa kasvu- ja pk-yritysten rahoitusasemaa on pyritty tukemaan myös joukkorahoituslailla (734/2016), jolla pyritään selkeyttämään lainsäädäntöä, parantamaan sijoittajansuojaa, lisäämään yritysten rahoitusvaihtoehtoja sekä monipuolistamaan rahoitusmarkkinoita. Lain soveltamisalaan kuuluvat ainoastaan elinkeinotoiminnan rahoituksessa hyödynnetyt laina- ja sijoitusmuotoinen joukkorahoitus.

Joukkolainamarkkinoiden kehittäminen sai vuonna 2012 valmistuneen niin sanotun Stadighin työryhmän raportin (Pääomamarkkinat ja kasvu) jälkeen yhä konkreettisempia piirteitä, kun hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan loppuvuonna 2013 tukea joukkolainojen merkittäviä palvelevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. Malliehdot nähtiin yhtenä

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

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

2.2.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys

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

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

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

vana on yleensä pidetty kolmannen henkilön eli valtuutetun sopimuskumppanin käsitystä valitsevasta oikeustilasta eli valtuutetun toimivallasta ja asemasta.

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

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

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

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

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

Suomessa fidusiaarisen oikeustoimen konstruktion on hahmotettu olevan niin sanottu yhdistetty oikeustoimi, jossa luovutus tapahtuu luovuttajan ja luovutuksensaajan tai kolmannen henkilön yhteiseksi eduksi. Yhdistettyyn oikeustoimeen liittyvät erilliset perustamis- tai luovutus-

toimet, joilla objekti tai oikeus siirretään fidusiaarille, ja velvoitustoimet, joilla määritellään fidusiaarin vastuut ja toimivallan rajat suhteessa fidusianttiin. Fidusiaariselle konstruktiolle on tyypillistä, että fidusiaarille luotu oikeus on laajempi kuin olisi tarpeen tarkoitetun päämäärän saavuttamiseksi. Luovutustoimella fidusiaarille eli tässä tapauksessa agentille syntynyttä oikeusasemaa on pidettävä tälle tämän omaan oikeusasemaan ja intressipiiriin kuuluvana valtana, joka ei ole lähtökohtaisesti peruutettavissa eikä rajoitettavissa päämiehen eli joukkolainanhaltijan yksipuolisella tahdonilmaisulla, vaan edellyttää molempien sopijapuolten suostumusta. Fidusiaarisen oikeustoimen oikeusilmiöiden kokonaisvaltaiseen selitykseen pyrkivä oppi on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä eikä se itsessään pysty ratkaisemaan sopimusosapuolten sivullissuhteissa esiintyviä oikeudellisia epävarmuustekijöitä, jotka vaativat poikkeuksetta oman oikeusilmiön kokonaisvaltaisesta hahmottamisesta erillisen tarkastelun.

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

2.2.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus

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

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

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

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

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

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

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

2.2.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta

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

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

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

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

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

sa määriteltä. Sinänsä asialle ei välttämättä ole osoitettavissa mitään fundamentaalisia esteitä Suomessa, koska esimerkiksi tekijänoikeuksia koskeissa asioissa oikeudenhaltijoiden puhevaltaa käyttävät yleensä etujärjestöt, kuten Teosto tai Gramex. Kyseessä ei muodollisesti ottaen ole varsinainen poikkeus niin sanotusta normaalista asialegitimaatiosta, koska oikeudenhaltijat ovat sopimuksin siirtäneet oikeutensa järjestölle. Siirto nimenomaisesti perustaa järjestölle muun muassa legitimaation ajaa omissa nimissään kannetta edunvalvonnan piiriin kuuluvassa asiassa. Vastaavaa toimintamallia voitaisiin siis hyvin soveltaa myös sijoittajien etuja valvovaan edustajaan, joskin tällöin huomiota on kiinnitettävä tällaisen sopimuksen irtisanomisen mahdollisuuteen ja sen vaikutukseen edustajan toimintamahdollisuuksiin ja edustussuhteen perustamisen taustalla vaikuttaneisiin taloudellisiin seikkoihin ja markkinaosapuolten odotuksiin. Toisaalta mainittu määräaikaiseen sopimukseen ja luottosuhteen kesto aikaan liittyvä näkökohta puhuu vahvasti irtisanomisen mahdollisuutta vastaan.

Yhtenä vaihtoehtona edustajan kannevallan vahvistamiselle on nähty Suomen oikeusjärjestyksessä vakiintuneen prokurasiirto-nimisen instituution hyödyntäminen. Prokurasiirtoa voidaan kuvaavammin luonnehtia ”*perimissiirroksi*” eli asianosaisen saatavan siirtämisen toiselle perittäväksi. Asiasta on säännöksiä vekselilaissa (242/1932), shekkilaissa (244/1932) ja laissa saatavien perinnästä (513/1999). Lähtökohtana kaikissa edellä mainituissa laeissa on, että jos velkoja on antanut perinnän jonkun muun tehtäväksi, velallisen tällaiselle toimeksisaajalle suorittama maksu on pätevä alkuperäistä velkojaa kohtaan. Velkojan siirrettyä saatavansa prokurasiirron toimeksisaajalle on tällä lähtökohtaisesti kyseistä saatavaa koskeva kannevalta ja oikeus ryhtyä muihin vastaaviin velalliseen kohdistuviin toimiin siirretyn saatavan perusteella. Ilman erityistä perustetta velkoja ei voi myöskään ryhtyä itsenäisesti siirrettyä saatavaa koskeviin perintätoimiin tai kyseenalaistaa toteuttamaansa saatavan perimissiirtoa. Prokurasiirto näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalta järjestää edustajan asema tälle riittävät toimivaltuudet turvaavalla tavalla. Tulkinnan ongelma on kuitenkin se, että vekseli- ja shekkilait perustuvat kansainvälisiin konventioihin, joiden täydentäminen kansallisilla tulkinnoilla ei kaikissa tapauksissa ole mahdollista.

On kyseenalaista, haluaisivatko joukkolainanhaltijat jo ennakolta siirtää saatavansa peruuttamattomasti edustajalle. Tämä tarkoittaisi käytännössä sitä, että kyseiset saatavat kuuluisivat lähtökohtaisesti edustajan konkurssipesään, mitä ei voida pitää joukkolainanhaltijoiden näkökulmasta toivottavana tilanteena. Toisaalta EK:n malliehtojen mukaan prokurasiirto tapahtuu vasta eräännyttämistointia tehdessä, ei sitä ennen. Näin ollen ennakollinen saatavien siirto ei vastaa EK:n malliehtoihin sisällytettyä järjestelyä. On myös huomattava, ettei prokurasiirrosta ole kyse itse saatavan omistusoikeuden siirrosta, vaan ainoastaan siirrosta perimistarkoituksessa eli omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta. Näin ollen saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla, eikä saatavan pitäisi kuulua edustajan konkurssipesään. Prokurasiirto liittyy keskeisesti 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.

2.2.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin

Konkurssilain (120/2004) 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 omaisuuteen. Tuomioistuin määrää pesänhoitajan hoitamaan omaisuutta ja konkurssipesän hallintoa. Omaisuus realisoidaan ja varat käytetään velkojen suorituksiksi. Konkurssiin asettamisen yleisenä edellytyksenä on velal-

lisen maksukyvyttömyys. Konkurssiin asettamisesta päättää tuomioistuin velallisen tai velkojan hakemuksesta.

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

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

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

Toisaalta on huomattava, että konkurssi on yleistäytöntöönpanoa. Menettely koskee velallisen kaikkia velkoja, kaikkia olemassa olevia velkoja ja kaikkea omaisuutta. Konkurssin tarkoituksena on käyttää velallisen omaisuus tai tarkemmin, omaisuuden rahaksi muutosta saadut varat, velallisen velkojen eli konkurssisaatavien maksamiseen. Vaikka konkurssilain 14 luvun 2 §:n mukaan päätösvaltaa konkurssipesässä käyttävät velkojat siltä osin kuin asia ei kuulu lain mukaan pesänhoitajan päätettäväksi tai hoidettavaksi, edustajan estyminen toimimaan edustamiensa tahojen edustajana tarkoittaa joukkolainanhaltijoille kasvavaa työmäärää ja kustannuksia, jotka pitää ottaa huomioon jo ennen edustajajärjestelyyn ryhtymistä. Konkurssilain

14 luvun 12 §:n mukaan velkojat voivat perustaa myös velkojatoimikunnan, mutta tällöin pitää ottaa huomioon, etteivät velkojatoimikunnassa ole todennäköisesti edustettuna pelkästään joukkolainanhaltijat, vaan siinä voi olla edustajia myös muista velkojaryhmistä. Velkojatoimikunnalla ei ole itsenäistä päätösvaltaa, mutta se avustaa neuvoa-antavana elimenä pesänhoitajaa.

Vaikka nykyisen lainsäädännön sisältö ei kaikilta osiltaan ole selvä, edellä edustajan kanneoikeutta käsiteltäessä mainituin perustein on mahdollista siirtää myös konkurssivelkojen oikeudet heitä edustavalle taholle, kuten heidän nimittämälleen edustajalle. Kyseisenlainen nimenomainen oikeuksien siirto perustaisi edustajalle muun muassa legitimaation hakea omissa nimissään velallista konkurssiin sen toimivaltaan kuuluvassa asiassa sekä antaisi oikeuden valvoa edustamiensa tahojen saatavat velallisen konkurssipesässä. Ottaen lisäksi huomioon konkurssin luonne yleistäytöntöönpanona ja se, että yksittäisellä konkurssivelkojalla on virallinen asema konkurssipesän hallinnossa, ja mahdollisuus tätä kautta toimia ja käyttää päätösvaltaa omalta osaltaan ja vastata itsenäisesti myös toimintansa mahdollisista seurauksista konkurssissa, konkurssivelkojan oikeuksien kollektiiviselle siirtämiselle ei ole varsinaisia lainsäädännöllisiä esteitä. Tätä tulkintaa vastaan puhuu kuitenkin konkurssilain 2 luvun 2 §, jonka mukaan velkojana konkurssia voi hakea vain velallisen velkoja eli se, jolla on velalliselta saatava. Toisaalta edellä kanneoikeuden yhteydessä mainitun prokurasiirto-instituution hyödyntäminen saattaa tuoda edustajalle konkurssilainsäädännön tunnustaman velkoja-aseman. Asian oikeudellinen tulkinta on kuitenkin epäselvä, mikä on markkinatoimijoiden oikeusvarmuuden näkökulmasta epätoivottavaa ja lisää epävarmuutta pk-yritysten joukkolainamarkkinoilla, ja voi näin estää markkinoiden laajenemisen ja syvenemisen nykyisestä.

2.2.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskija yrityssaneeraukseen

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

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

Yrityssaneerausta ja edustajan oikeusasemaa yrityssaneerausprosessissa arvioitaessa toistuvat samat ongelmakokonaisuudet kuin konkurssin ja kanneoikeuden yhteydessä. On arvioitava yhtäältä, onko edustajalla ylipäättään toimivaltaa hakea liikkeeseenlaskija yrityssaneeraukseen edustamiensa sijoittajien puolesta, ja toisaalta, voiko edustaja käyttää kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta puhevaltaa yrityssaneerauksen eri vaiheissa. Yrityssaneerauslain lähtökohtana on, että yrityssaneeraushakemuksen on tullava yksityiseltä asianosaisel-

ta. Jokaisella velkojalla on itsenäinen vireillepano-oikeus. Yrityssaneerauslain perusratkaisu on epätavallinen, koska laki määrittelee velkojan käsitteen hyvin väljäksi. Yrityksen saneerauksen hakijaksi kelpuutetaan myös esimerkiksi niin sanottu todennäköinen velkoja, mikä merkitsee perinteisen velkojakäsitteen huomattavaa laajennusta. Vireillepano-oikeuden perustaa todennäköisyys, että velkojalle syntyy saatava tulevaisuudessa ja että velallisyrittäjän mahdollinen maksukyvyttömyys voi tästä syystä aiheuttaa velkojalle taloudellisia menetyksiä. On kuitenkin huomattava, että yrityssaneerauksessa on jokseenkin teoreettista pohtia edustajan oikeutta hakea yrityssaneerausta, koska käytännössä saneeraushakemuksen tekee aina velallinen.

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

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

Saneerausmenettelyyn voidaan määrätä velkojatoimikunta, joka on harkinnanvarainen, mutta pääsääntöisesti saneerausmenettelyssä on asetettu velkojia edustava taho. Käytännön pääsääntö tosiasiaa on, että velkojatoimikuntaa ei määrätä. Suurimmissa menettelyissä velkojatoimikunta yleensä määrätään, mutta koska saneerausvelallinen on yleensä pienyritys, velkojatoimikunnan määrääminen saneerausmenettelyssä on poikkeus pääsäännöstä. Velkojatoimikunta valvoo selvittäjää, vahvistaa selvittäjän palkkion ja tuo selvittäjän tietoon velkojaryhmien näkemykset saneerausmenettelyn keskeisistä linjanvedoista ja ratkaisuista. Jos velkojatoimikunta määrätään, se periaatteessa pyrkii sovittamaan eri velkojaryhmien keskenään yhteismitattomat intressit yhteen mielekkään saneerausohjelman aikaansaamiseksi. Oikeus velkojatoimikunnan jäsenen esittämiseen on velkojakohtainen. Tämä tarkoittaa, että jokaisella tiettyyn velkojaryhmään kuuluvalla velkojalla on itsenäinen oikeus esittää parhaaksi katsomaansa henkilöä oman ryhmänsä edustajaksi (yrityssaneerauslain 84 §). Tuomioistuimen tehtäväksi jää lopulta päättää velkojatoimikuntaa asettaessa, mitkä velkojaryhmät saavat edustuksen toimikunnassa. Jos samalla velkojaryhmällä on useita ehdokkaita, luonnollinen edustaja on tietenkin se taho, jolla on velkojaryhmän enemmistön kannatus takanaan. Velkojatoimikunta käytännössä valvoo erikseen nimitetyn valvojan lisäksi, että velallinen toteuttaa saneerausohjelman asianmukaisesti.

Edustajan vireillepano-oikeus yrityssaneerausmenettelyssä on siten tietyin varauksin mahdollista. Saneerausmenettelyn voi laittaa vireille mikä tahansa velkojaho ja myös muilla velko-

jilla on mahdollisuus yhtyä kyseisen velkojatahon saneeraushakemukseen tai puoltaa sitä. On otettava huomioon, että yrityssaneeraus aloitetaan tyypillisesti velallisen aloitteesta, mahdollisesti myös täysin ilman velkojien kannatusta. Aloittamisen edellytys on, että velallinen täyttää jonkin yrityssaneerauslain 6 §:n mukaisen saneerausmenettelyn aloittamisen edellytyksen ja että aloittamiselle ei ole lain 7 §:ssä mainittua estettä. Velkojan suostumus tai puolto ei ole aloittamisen edellytys, ja menettely voidaan edellytysten täytyessä aloittaa, vaikka velkojat vastustaisivat menettelyn aloittamista. On kuitenkin huomattava, että suurimpien velkojien puoltamat yrityssaneeraukset ovat suhteellisen yleisiä. Menettelyn aloittaminen tarkoittaa lain mukaisen selvitysprosessin käynnistämistä. Vasta menettelyn aikana selviää, saadaanko aikaan vahvistamiskelpoinen saneerausohjelma ja nauttiiko velallinen sellaista velkojien vähimmäisluottamusta, mikä on välttämätön saneerausohjelman vahvistamiseksi. Jos on perusteltua syytä olettaa, ettei saneerausohjelman aikaansaamiselle tai vahvistamiselle ole edellytyksiä, se muodostaa saneerauksen esteen. Muitakin esteitä voi olla.

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

2.2.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin

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

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

perustetulla panttisuhteella ja ennen kaikkea tehokkaasti toimitetulla julkivarmistuksella saadaan siis myös tehokasta esineoikeudellista suojaa sivullisia vastaan.

Toinen keskeinen kysymys koskee sitä, voidaanko ylipäätään perustaa tehokasta vakuutta joukkolainanhaltijoiden hyväksi joukkolainajärjestelyssä, kun joukkolainanhaltijoiden yksilöinti suurella todennäköisyydellä muuttuu jälkimarkkinoilla käytävässä kaupassa ajan kuluessa. Joukkolainamarkkinoilla on tavanomaista, että joukkolainaan sijoittanut taho myy edelleen tietyn suuruisia joukkolainaosuuksia omille asiakkailleen. Lisäksi joukkolainamarkkinoilla on tehokkaat jälkimarkkinat, joiden seurauksena sijoittajien piiri muuttuu käytännössä väistämättä ajan myötä. Periaatteessa jokaisen sijoittajanvaihdoksen voitaisiin katsoa edellyttävän uutta julkivarmistusta, jolla joukkolainan siirronsaaja hankkii itselleen esineoikeudellista suojaa suhteessa kolmansiin. Tämän kaltainen järjestely olisi kuitenkin raskas niin hallinnollisesti kuin taloudellisesti. Yleisesti ottaen onkin nähty, etteivät joukkolainanhaltijoiden piirissä tapahtuvat muutokset estä perustamasta tehokasta vakuusoikeutta sijoittajien hyväksi juuri vakuusagentin kautta. Tällöin olennaista on käytetty sopimustekniikka ja se, että vakuusagentti hallitsee vakuusmassaa aina kulloinkin mukana olevien sijoittajien yhteiseen lukuun. Keskeistä on tällöin varmistaa, että muodollisjuridinen vakuusvelkojan asema säilyy vakuusagentilla, vaikka niin sanottujen asiallisten vakuudensaajien eli joukkolainanhaltijoiden yksilöinti järjestelyn aikana vaihtelee.

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

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

2.2.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin

Edustajan tai vakuusagentin velvollisuudet suhteessa edustamiinsa tahoihin eivät nykytilanteessa ole juuri herättäneet keskustelua rahoitusmarkkinoiden ja erityisesti oikeustieteellisen tutkimuksen ulkopuolella. Järjestely on rakennettu osapuolten keskenään neuvottelemille sopimusmääräyksille, jolloin edustaja ja tämän edustamien tahojen keskinäiset oikeudet ja velvollisuudet, niiden alkaminen ja lakkaaminen sekä niiden yksityiskohtainen sisältö on voitu räätälöidä tapauskohtaisesti kaikkien osapuolten intressit huomioon ottaen. Suomessa edustaja on toiminut tähän mennessä useimmiten vakuusagenttina ja edustanut joukkolainanhaltijoita

liikkeeseenlaskijan näille joukkolainan myöntämisen turvaksi antaman vakuusmassan hallinnoijana. Tosin viimeisten vuosien aikana on tehty enenevässä määrin myös vakuudettomia joukkolainajärjestelyjä, joissa on hyödynnetty uusia EK:n malliehtoja ja käytetty joukkolainanhaltijoiden edunvalvojana edustajaa.

Markkinoilla on korostettu, että tasavertaisilla ja sofistikoituneilla markkinaosapuolilla on oltava oikeus keskenään sopia oikeuksiensa ja velvollisuuksiensa sisällöstä ilman, että heidän välisensä oikeussuhde ja sen sisältö jää ennalta arvaamattomasti riippumaan tuomioistuinlaitoksen kenties täysin osapuolten alkuperäisen tarkoituksen vastaisesta tulkinnasta. Vakiintuneena pääsääntönä markkinoilla pidetään, että syndikoidussa luotonannossa agenttipankin ja vastaavasti joukkolainajärjestelyissä edustajan luottamuksenvarainen velvollisuus eli niin sanotut fidusiaariset vastuut (engl. *fiduciary duty*) muita osapuolia kohtaan rajataan sopimussuhteen ulkopuolelle yksityiskohtaisin sopimusmääräyksin. Erityisesti Englannin lain mukaisesti tehdyissä järjestelyissä käytetty standardidokumentaatio usein rajoittaa edustajan valvontatehtävät suhteessa liikkeeseenlaskijaan niin, että edustaja voi luottaa liikkeeseenlaskijan hoitavan lainaehdojen mukaiset velvoitteensa, jollei edustaja nimenomaisesti saa tietoa ehtojen vastaisesta toiminnasta. Edustajalla ei siis ole aktiivista velvollisuutta seurata liikkeeseenlaskijan toimintaa, vaan se voi luottaa tämän normaalisti antamaan informaation muun muassa tilinpäätösten muodossa (passiivinen seuranta).

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

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

2.2.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta

Nykytilanteessa joukkolainan liikkeeseenlaskussa joukkolainanhaltijoita edustava edustaja ei lähtökohtaisesti ole velvollinen hakemaan Finanssivalvonnalta toimilupaa tai rekisteröitymään Finanssivalvontaan. Edustaja ei myöskään ole Finanssivalvonnan eikä oikeastaan minkään

muunkaan viranomaisen suorittaman valvonnan piirissä. Viranomaisvalvonnan tavoitteena on osaltaan varmistaa, että valvottavaa johdetaan ammattitaitoisesti ja että valvottavalla on riittävät riskienhallintajärjestelmät sekä eettiset ja ammatillisesti tasokkaat liiketoimintaperiaatteet ja -käytännöt. Finanssivalvonnan valvottavat ovat velvollisia raporttoimaan Finanssivalvonnalle säännöllisesti. Raportoinnin avulla Finanssivalvonta seuraa valvottavien taloudellista tilaa ja riskejä sekä analysoi kannattavuutta, vakavaraisuutta, riskejä ja toiminnan volyyimejä. Esityksessä edustajalle on kaavailtu paikoin sangen laajoja itsenäisiä toimivaltuuksia, minkä lisäksi edustajaa on pidetty työryhmän työssä joukkolainamarkkinoiden tulevan kehityksen ja toiminnan kannalta merkityksellisenä toimijana. Lisäksi joukkolainanhaltijoiden perusteltujen odotusten turvaaminen ja oikeuksien suojaaminen puoltaa sitä, että edustaja on velvollinen rekisteröitymään Finanssivalvontaan ja toimimaan sen valvonnan alaisuudessa.

Vaikka syndikoidun luotonannon ja joukkolainan liikkeeseenlaskun välillä on tietty analogia, ei joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaa lakia ole katsottu olevan tarpeen ulottaa näihin järjestelyihin ja vakuusagentin toimintaan kuin tietyiltä rajallisilta osin tarkoituksena erityisesti selvittää vakuudellisessa kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuutta ja peruuttamattomuutta. Syndikoidussa luotonannossa edustajan ei tyypillisesti ole tarkoitus edustaa lainanantajia maksukyvyttömyysmenettelyissä tai muissa oikeudenkäynneissä, minkä vuoksi joukkolainamarkkinoiden yhteydessä ilmenevät oikeudelliset epävarmuustekijät eivät kaikilta osin ole relevantteja syndikoidun luotonannon näkökulmasta. Syndikoidulla luotonannolla on vakiintuneet kansainväliset markkinakäytännöt ja sopimuskehikot, joihin puuttuminen Suomen lain mukaisesti toimivaa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalla sääntelyllä saattaisi antaa vaikutelman, etteivät markkinat toimi toivotulla tavalla. Näin ollen syndikoidussa luotonannossa toimivien vakuusagenttien rekisteröitymistä Finanssivalvontaan ei esityksessä ole pidetty tarkoituksenmukaisena.

2.2.10 Muut kehittämis ehdotukset

Lisäksi ehdotetaan useita täsmennyksiä voimassa olevaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelulakiin ehdotetaan muutoksia joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi, jolloin myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain olettamasääntöjen mukaisesti. Samassa yhteydessä täsmennetään sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen laissa asetettuja edellytyksiä. Suomalaisten yritysten joukkolainoja ja 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 arvopaperimarkkinatapa perusteluissa esitettyjä tavoitteita, minkä takia säännös ehdotetaan lisättäväksi paitsi sijoituspalvelulakiin myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin. Joukkorahoituslakia ja vakuutusyhtiölakia ehdotetaan täsmennettäväksi.

Useat 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 liikkeeseenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin sekä laissa arvo-osuustileistä vastaavasti liittyen liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavaan maksusuojaan.

2.3 Kansainvälinen kehitys ja ulkomainen lainsäädäntö

2.3.1 Yleistä

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

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

2.3.2 Ruotsi

Ruotsissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä. Elinkeinoelämän etujärjestö Svenskt Näringsliv on tehnyt asiasta lainsäädäntöaloitteen vuonna 2012, mutta asia ei ole edennyt.¹

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

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

¹ Daniel Barr: Den svenska företagsobligationsmarknaden - en förstudie. 29.9.2011.

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

2.3.3 Norja

Norjassa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

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

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

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

Norjan korkein oikeus viittaa edustajan yleistä kanneoikeutta koskevan päätöksensä perusteissa Norjan valtiovarainministeriön suorittaman lainsäädäntöhankkeen aikana tekemän, markkinatoimijoille ja viranomaisille osoitetun konsultaation tuloksiin. Konsultaatioon vastanneet näkivät lainsäädäntötyön tarpeellisuutta nimenomaan siitä syystä, että vireillä ollut oikeusprosessi oli aiheuttanut epävarmuutta markkinatoimijoissa ja saattanut sopimus- ja oikeuskäytäntöön perustuneen edustajamallin toimivuuden kyseenalaiseksi. Vastaajat näkivät syntyneellä epävarmuudella olevan merkittäviä negatiivisia vaikutuksia Norjan joukkolainamarkkinoille ja sen toiminnalle. Vastaajat totesivat, että tilanteen johdosta he olivat pakotettuja ar-

vioimaan Norjan joukkolainamarkkinoiden soveltumista vartenotettavaksi sijoituskohteeksi ja -vaihtoehtoksi. Lisäksi esiin nousi epäily Norjan joukkolainamarkkinoiden toimivuudesta rahoituslähteenä erityisesti pk-yritysten näkökulmasta.

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

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

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

2.3.4 Tanska

Tanskassa oma, erillisen edustajan luomiseen tähdännyt lainsäädäntöhanke esiteltiin kansankäräjille 31 päivänä lokakuuta 2013 ja ehdotuksessa esitetyt säännökset hyväksyttiin 19 päivänä joulukuuta 2013. Säännökset tulivat voimaan 1 päivänä tammikuuta 2014. Lakiehdotus perustui joukkolainamarkkinoita tarkastelleen komitean työhön, jossa arvioitiin, että mahdollisuus edustajan käyttämiseen Tanskan joukkolainamarkkinoilla edistäisi kansallisten joukkolainamarkkinoiden kehittymistä erityisesti tanskalaisten pk-yritysten näkökulmasta. Käytännössä lakiehdotus sisälsi muutokset kahteen tanskalaiseen lakiin: (i) rahoitusmarkkinalakiin (tansk. *lov om finansiel virksomhed*) ja (ii) arvopaperimarkkinalakiin (tansk. *lov om vaedipapirhandel mv.*), joista jälkimmäinen sisältää varsinaisen edustaja- ja vakuusagenttimallin määrittelyn joukkolainan liikkeeseenlaskuissa (tai muissa kollektiivisissa lainamuodoissa, kuten syndikoidussa luotonannossa).

Ennen kyseistä lainsäädäntöhanketta Tanskassa ei ollut erillisiä sääntöjä, jotka olisivat säännelleet edustajan, vakuusagentin ja muiden agenttien käyttämistä. Markkinakäytännössä oli kuitenkin vakiintunut tapa, jonka mukaan joukkolainanhaltijat saattoivat nimittää edustajan yleisen agentuurilainsäädännön perusteella. Edustajan asema erilaisissa kriisitilanteissa joukkolainan voimassaoloaikana herätti kuitenkin laajan joukon oikeudellisesti epäselviä kysymyksiä (muun muassa edustajan kanneoikeus, oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin (asema velkojana konkurssilain näkökulmasta), joukkolainanhaltijoiden oikeuksien siirto peruuttamattomasti edustajalle joukkolainan ehtojen kautta (engl. *no-action clause*) sekä edustajan asema tilanteessa, jossa joukkolainoja myydään ja siirretään edelleen uusille joukkolainanhaltijoille), jotka koettiin markkinatoimijoiden näkökulmasta tarpeettomina epävarmuustekijöinä. Lisäksi Tanskassa oli epäselvää, missä laajuudessa ja voidaanko vakuus antaa edustajan/vakuusagentin hallintaan kulloinkin määrittelemättömän velkojajoukon edustajana.

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

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

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

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

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

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

2.3.5 Iso-Britannia

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

Isossa-Britanniassa *trust* on perinteisesti hahmotettu suhteeksi, jossa *trustee* hallinnoi omaisuutta jonkun kolmannen puolesta ja hyväksi. Yleisesti ottaen *trusteella* on katsottu olevan oikeudellinen edustus- ja hallintaoikeus (muodollinen omistusoikeus eli engl. *legal ownership*)

hallinnassaan olevaan omaisuuteen, kun taas tosiasiallinen omistusoikeus (engl. *beneficial ownership*), oikeus omaisuuden tuottoon ja vahva oikeusasema on *trustin* edunsaajilla. *Trusteella* on *common law* -oikeusjärjestyksissä katsottu olevan niin sanottu luottamuksenvarainen velvollisuus (engl. *fiduciary duty*) suhteessa edustamiinsa tahoihin eli *trustee* on velvoitettu toimimaan aina edustamiensa tahojen edun mukaisesti. *Trusteen* toimia rajoittavat *trustin* edunsaajan intressit, jotka määräytyvät *trusteelle* asetettujen toimintavaltuuksien ja velvollisuuksien perusteella. *Trustee* voi periä toiminnastaan kohtuulliset kertyneet kustannukset ja sovitut palkkiot, mutta muuten kaikki *trusteen* hoidossa olevasta varallisuudesta kertyneet varat ja tuotot pitää palauttaa edunsaajille.

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

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

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

2.3.6 Ranska

Ranskassa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

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

Ranskan korkein oikeus on vuonna 2011 antamassaan ratkaisussa ottanut nimenomaisesti kantaa New Yorkin osavaltion lain mukaisesti liikkeeseen laskettuun ranskalaisyhtiön joukkolainaan, missä oli mukana joukkolainanhaltijoiden edunvalvojana New Yorkin osavaltion lain mukaisesti toimiva *trustee*. Ranskan korkein oikeus päätyi katsomaan kyseisen *trustee*-

järjestelyn päteväksi ja tunnusti sen vaikutukset ranskalaisyhtiön Ranskan lain mukaisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä, koska joukkolaina oli laskettu liikkeeseen New Yorkin osavaltion lain mukaisesti. Käytännössä Ranskan korkein oikeus totesi, että maksukyvyttömyysmenettelyyn itsessään tulee soveltaa Ranskan lakia, mutta kysymys *trusteen* asemasta Ranskan lain mukaisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä ratkaistaan New Yorkin osavaltion lain mukaan. Näin ollen *trusteella* katsottiin olevan toimivalta konkurssissa edustamiensa joukkolainanhaltijoiden puolesta, koska New Yorkin osavaltion lain mukaan se oli joukkolainojen osoittamien saatavien muodollinen omistusoikeus. Ranskan korkeimman oikeuden ratkaisun on nähty vähentävän oikeudellista epävarmuutta ja edistävän rahoitusmarkkinoiden toimivuutta ja modernien tekniikoiden käyttöä Ranskan lain mukaisissa järjestelyissä.

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

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

2.3.7 Saksa

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

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

2.3.8 Yhdysvallat

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

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

2.3.9 Luxemburg

Luxemburgissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

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

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

2.4 Nykytilan arviointi

2.4.1 Tarve joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalle laille

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

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

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

2.4.2 Edustajamallin hyödyt

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

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

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

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

2.4.3 Esimerkkejä tyypillisistä edustajatoimeksiannoista Suomessa

EK:n malliehtojen julkistamisen jälkeen yritykset (mukaan lukien *Large Cap* -yritykset) ovat käyttäneet enenevässä määrin joukkolainoissaan edustajarakennetta myös siksi, että joukkolainan ehtoihin on sittemmin edellytetty sisällytettävän rahoituskovenantteja ja muita liikkeeseenlaskijan toimintaa rajoittavia lausekkeitä. Esimerkiksi Metsä Board Oyj laski keväällä 2014 liikkeeseen vakuudettoman 225 miljoonan euron joukkolainan. Joukkolaina ylimerkittiin kymmenkertaisesti ja sen myynti yhdistettiin Metsä Board Oyj:n syndikaattilainan uusimi-

seen. Saadut varat käytettiin yhtiön olemassa olevien velkojen maksuun. Suomalaisista suurimmista pörssiyhtiöistä edustajarakennetta ovat käyttäneet myös muun muassa Ahlstrom Oyj, Technopolis Oyj, Outokumpu Oyj ja Lemminkäinen Oyj.

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

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

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

2.4.4 Voimassa olevaa sääntelykehikkoa selvennettävä

Edustajan asema Suomen lainsäädäntökehikossa nykyisen markkinakäytännön valossa vaikuttaa ainakin tietyiltä osin epäselvältä. Edustajan asema riippuu pitkälti edustussuhteen tai agentuurin perustavan sopimuksen sopimusmääräyksistä eli joukkolainan kohdalla erityisesti lainan ehdoista ja jossain määrin muusta joukkolainaan sisältyvän sopimuksen (kuten merkitäisoumuksen) sisällöstä ja syndikoidussa luotonannossa vastaavasti luottosopimuksen tai velkojen välisen sopimuksen sisällöstä. Yksityiskohtaisista sopimusmääräyksistä huolimatta edustajan mahdollisuudet toimia edustamiensa tahojen puolesta voivat monessa kohdin olla rajalliset eikä toimivaltuuksien rajoista ole myöskään voimassa olevan lainsäädännön näkökulmasta täyttä varmuutta. Rahoitusjärjestelmän toimivuus ei yleisesti ottaen voi myöskään perustua pelkästään sopimusmääräyksiin ja -käytäntöihin. Nykyistä tilannetta ei voida pitää markkinatoimijoiden näkökulmasta tyydyttävänä, eikä se itsessään luo sellaista oikeusvarmuutta, jota tarvittaisiin, jotta erityisesti kotimaista pk-sektorin joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja kasvua voitaisiin edistää kaikkien markkinaosapuolten perustellut odotukset huomioiden ottaen.

2.4.5 Taloudelliset perustelut

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

suuremmille yrityksille ja että pk-yritysten liikkeeseenlaskukoot ovat pienempiä kuin suurilla yrityksillä.

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

Ideaalitilanteessa edustajamallin vaikutuksia Suomen joukkolainamarkkinoihin voitaisiin arvioida vertaamalla sellaisen maan joukkolainamarkkinoiden kehitystä, jossa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskeva lainsäädäntö on otettu käyttöön, muuten samantyyppisten maiden joukkolainamarkkinoiden kehitykseen, joissa edustajamallia ei ole lainsäädäntötoimenpitein institutionalisoitu. Valitettavasti sopivia vertailumaita ei tähän tarkoitukseen ole olemassa. Tanskassa edustajamalli on institutionalisoitu vuoden 2014 alusta voimaan tulleella lailla, mikä mahdollistaa Tanskan joukkolainamarkkinoiden kehityksen vertaamisen Ruotsiin ja Suomeen. Valitettavasti Tanskassa edustajamallia koskevan lainsäädännön voimaantulosta on kulunut toistaiseksi verrattain liian lyhyt aika kattavan ja perusteellisen vertailun toteuttamiseksi.

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

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

Suomen Pankin vuoden 2015 rahoituskyselyn mukaan mikro- ja pienillä yrityksillä on tyypillisesti enemmän rahoitusongelmia kuin suuremmilla yrityksillä. Yrityskokoluokkien väliset erot rahoitusongelmien yleisyydessä kasvoivat, kun keskisuurten ja suurten yritysten rahoitusongelmat helpottuivat selvästi enemmän kuin pienempien yritysten vastaavat ongelmat. EKP:n kyselytutkimusten tulosten mukaan Suomen pk-yritysten rahoitustilanne on kuitenkin säilynyt varsin hyvänä verrattuna muihin EU:n jäsen maihin.

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

Valtiovarainministeriön kesällä 2013 tekemien sijoittajakyselyjen mukaan institutionaaliset sijoittajat näkevät hyvin tärkeänä selkeän ja ennakoitavan edustajamallin luomisen joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi. Rahoituksen monipuolistamisen onnistuminen riippuu käytännössä paljolti siitä, että joukkolainapohjaisella rahoituksella on selkeät peli-

säännöt. Tässä suhteessa lainsäädännöllisesti ennakoitavasti toimivalla edustajamallilla on ratkaiseva rooli.

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

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

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

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

Ulkoisten rahoituslähteiden saatavuuden parantaminen ja uusien rahoituskanavien toiminnan tukeminen edistävät yritysten kasvumahdollisuuksia ja tätä kautta niillä on myönteinen vaikutus työllisyyteen, verotuloihin ja julkisen talouden tasapainoon. Suomen joukkolainamarkkina on toistaiseksi kooltaan suhteellisen pieni verrattuna esimerkiksi Norjaan ja Ruotsiin. Suomen joukkolainamarkkinoilla on siis mahdollisuus kasvaa ja laajentua, kun toimintaympäristö ja pelisäännöt antavat siihen mahdollisuuden. Myös tämä puoltaa kansallisia toimenpiteitä, joilla pyritään saamaan nykyinen oikeustila mahdollisimman selkeäksi ja näin houkuttelemaan ulkomaisia sijoittajia kotimaisille markkinoille.

2.4.6 Kansainvälinen kilpailukykykökulma

Maaailmanpankki (*International Bank for Reconstruction and Development*) on vuodesta 2003 julkistanut *Doing Business* -raportin, joka on saavuttanut aseman Maaailmanpankin jokavuotisena lippulaivajulkaisuna. Raportti on standardoitu koskemaan kysymyksiä, jotka liittyvät pienen paikallisessa omistuksessa olevan teollisuusyrityksen (engl. *start-up*) perustamiseen ja toimintaan. Vaikka raportissa rajataan ulkopuolelle rahoitusjärjestelmää ja rahoitusmarkkinoita koskevat asiat, analyysi on rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta merkityksellinen muun muassa arvioitaessa pk-yritysten rahoitusympäristöä ja listautumiseen liittyviä haasteita. Globaalissa vertailussa tehdyt havainnot kulmineoivat yrityksen perustamisedellytyksiin. Mitä helpompaa on aloittaa yritystoiminta, sitä pienempi on kyseisen maan epävirallinen talous,

mutta vastaavasti tuottavuus- ja työllisyysvaikutukset ovat suurempia. Suomen sijoittuminen kansainvälisessä vertailussa viittaa siihen, että pk-yritysten rahoituksen kehittäminen on tärkeää.

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

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

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

2.4.7 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja

Edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei saisi erityislainsäädännöstä huolimatta kärsiä liikaa, koska muuten riskinä on, ettei nykyistä paremmin toimivia ja ennen kaikkea markkinaehtoisia joukkolainamarkkinoita erityisesti pk-yrityksille saada luotua tai niiden kehittymistä tuettua pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmassa kirjatun tavoitteen mukaisesti. Esityksessä on otettu nimenomaisesti huomioon muun muassa kysymys edustajan yksinomaisesta oikeudesta toimia edustamiensa tahojen edustajana saatavien perinnässä, vakuuksien realisoinnissa, oikeudenkäynneissä ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelyssä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi- ja yrityssaneerausmenettely. Järjestelyn toimivuuden näkökulmasta on keskeistä, että edustaja voidaan nimittää joukkolainanhaltijoiden edustajaksi niin joukkolainanhaltijoita kuin näiden velkojia sitovasti niin, etteivät joukkolainanhaltijat voi mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa ajaa erillisiä kanteita tai eräännyttämistoimenpiteitä liikkeeseenlaskijaa vastaan (engl. *no action clause*) tai perusteettomasti irtaantua edustusjärjestelystä. Monet näistä edustajamallin toimivuudelle asetetuista keskeisistä tekijöistä ovat nykyisen lainsäädännön puitteissa toteutettavissa oikeusvarmuuden näkökulmasta puutteellisesti, mikä perustelee esityksen joukkolainamarkkinoiden toimivuutta edistävää vaikutusta.

2.4.8 Edustajamallin soveltamisala

Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa esityksessä ei ole keskitytty yksinomaan vain pk-yritysten rahoituksen saatavuutta tukemaan perustettuun joukkolainamarkkinaan, vaan samassa yhteydessä on käsitelty myös muita vakuudelliseen kollektiiviseen luotonantoon liittyviä Suomen lainsäädännössä toistaiseksi sääntelemättömiä ja ratkaisemattomia epävarmuustekijöitä. Esimerkiksi syndikoidussa luotonannossa käytetyn vakuusagentin asema ja siihen liit-

tyvät mahdolliset tulkinnanvaraisuudet on pyritty ratkaisemaan samassa yhteydessä, kuten Tanskassa tehtiin vuoden 2014 alussa voimaan tulleella lainsäädännöllä. Tarkoituksena on ollut olla puuttumatta toimiviin markkinakäytäntöihin enempää kuin on nähty tarpeelliseksi muun muassa vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sitovuuden ja peruuttamattomuuden selventämiseksi.

Esityksen soveltamisalaa on pohdittu kattavasti ja nähty tarkoituksenmukaiseksi laatia kattava ja laajasti eri sijoitusyhteisöjä palveleva, edustajamallia koskeva esitys. Näin ollen on päädytty siihen, että esityksessä joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Käytännössä säännöksellä mahdollistetaan lain soveltamisalan laajentaminen analogiatulkinnalla myös muihin pääosin vieraan pääoman ehtoihin rahoitusvälineisiin kuin joukkolainoihin.

Tällä varaudutaan edustajarakenteen hyödyntämiseen tulevaisuudessa todennäköisesti yleistyvissä ja nykyistä useammin käytettävissä finanssiteknologiaan (engl. *fintech*) pohjautuvissa innovatiivisissa rahoitusjärjestelyissä, kuten joukkorahoituksessa. Lisäksi esityksessä on kiinnitetty huomiota sijoittajien asemaan erityisesti siitä näkökulmasta, että edustajamalli on tulevaisuudessa merkityksellinen ammattimaisten sijoittajien lisäksi myös vähittäissijoittajille eli ei-ammattimaisille sijoittajille. Tätä on pyritty esityksessä tukemaan muun muassa saattamalla edustaja Finanssivalvonnan valvonnan alaisuuteen asettamalla se Finanssivalvonnalle rekisteröimisvelvolliseksi toimijaksi.

3 ESITYKSEN TAVOITTEET JA KESKEISET EHDOTUKSET

3.1 Esityksen tavoitteet

Joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaa ohjaavan lainsäädännön sisällön esitetään muodostuvan suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututa markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen arviomuistiossa, lausuntopalautteessa ja työryhmän työssä esiin tulleiden oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavien oikeudellisten epävarmuustekijöiden poistamiseksi. Esityksellä ei näin ollen luotaisi markkinaosapuolille tarvetta muuttaa olemassa olevien joukkolainojen ehtoja tai muita niihin liittyviä sopimuksia, vaan esitys mahdollistaa edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä.

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

Suomessa yritysrahoitus on edelleen hyvin pankkikeskeistä eivätkä ulkoisen rahoituksen lähteet ole merkittävästi monipuolistuneet viime vuosina. Lisäksi pohjoismaisten joukkolainojen jälkimarkkinat ovat markkinatakauksen edellytyksiä kiristäneen pankkien vakavaraisuussäätelyn johdosta hiljentyneet Lontoossa. Kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kilpailukyvyyn

edistämiseksi etenkin pk-yritysten näkökulmasta nykytilaa täydentävien vaihtoehtojen rahoituskanavien luominen ja tukeminen on tärkeää. Pk-yritysten joukkolainamarkkinoiden edistämällä voidaan osaltaan laajentaa Suomessa perinteisesti käytössä olleiden rahoituslähteiden valikoimaa. Edustajamallin oikeusvarmuuden parantamisella ja joukkolainamarkkinoiden kehittämällä voidaan lisätä kotimaisten joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta myös institutionaalisten ulkomaisten sijoittajien piirissä ja tätä kautta ulkomaisten sijoitusten ja pääoman määrää kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla.

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

Esityksessä on painottunut tavoite kotimaisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn edistämisestä, rahoitusjärjestelmän monipuolistamisesta ja joukkolainamarkkinoiden kansallisesta edistämisestä ja tukemisesta. 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 infrastruktuuriin tehokkuus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostaminen parantaa suomalaisten yritysten pääomien saatavuutta ja toisaalta suomalaisten sijoitusmahdollisuuksia. Kansallisen lainsäädännön tulisi tukea tätä muutoskehitystä siten, että muutoskustannukset jäävät mahdollisimman pieniksi ja saavutettavissa olevat muutoshyödyt toteutuvat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.

Markkinoiden houkuttelevuuden ja kilpailukykyyn vastinparina arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tulee myös varmistaa riittävän korkeatasoinen sijoittajansuoja. Esitystä valmisteltaessa ei ole havaittu voimassa olevassa sääntelyssä merkittäviä sijoittajansuojan aukkoja. Monet esityksessä esitetyistä muutoksista kuitenkin parantavat sijoittajansuojaa ja lisäävät oikeusvarmuutta. Erityistä huomiota on kiinnitetty mahdollisuuteen lisätä piensijoittajien osallistumista joukkolainamarkkinoille.

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

Tavoitteena on lisäksi saattaa edustajan harjoittama liiketoiminta hyväksytyksi ja säännellyksi toiminta- ja elinkeinomuodoksi rahoitusmarkkinoilla. Riittäväntasoisiksi arvioitujen sijoittajansuojaa koskevien säännösten ja niiden noudattamisen varmistamiseksi säädettyjen seuraamusten avulla markkinoilla tapahtuvasta toiminnasta pyritään tekemään läpinäkyvää ja ennakoitavaa sekä sijoittajien perustellut odotukset huomioon ottavaa. Lisäksi edustajaa ja sitä

koskevien keskeisten määritelmien nostamisen lain tasolle voidaan arvioida selkeyttävän yleisön käsitystä edustustoiminnasta osana joukkolainamarkkinoiden toimintaa.

3.2 Lakitekniset toteuttamisvaihtoehdot

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

Esityksessä on valittu käytettävissä olevista vaihtoehdoista sekä joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan sääntelyn rakenteen että sisällön näkökulmasta ne, jotka parhaiten edistävät Suomen rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä lisäävien sekä hallitusohjelmaan sisältyvien tavoitteiden täyttymistä. Pyrkimys joukkolainanhaltijoiden edustajan hallinnollisen taakan vähentämiseksi vastaa pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen puoliväli-istunnossa 28 päivänä helmikuuta 2013 tehtyä päätöstä, jossa hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Vastaavanlaiset kirjaukset ovat sisältyneet myös pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan vuonna 2014 sekä pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmaan vuonna 2015.

Arviomuistion ja sen perusteella järjestetyn lausuntokierroksen sekä esitystä valmistelleen työryhmän työssä esiin tulleiden tulosten perusteella joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskeva erillislaki on nähty tärkeäksi, koska edustajan toimintakentän selkeä sääntelevä edellyttää tarvetta tarkentaa niin tiettyjä siviilioikeudellisia säännöksiä korostuneesti juuri edustajan osalta kuin ottaa huomioon myös edustajan asema elinkeinopoliittisessa tarkastelussa.

Nämä näkemykset on pyritty ottamaan huomioon joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasa erillislaisissa, jossa keskeistä on edustajan nimeämisen ja edustussopimuksen sitovuuden, edustussopimuksesta johtuvien oikeuksien ja velvollisuuksien sekä edustajan toimintaoikeuksien lainsäädännöllisen selkeyttämisen lisäksi myös säätää edustajan tiedonantovelvollisuudesta ja edustajan edustusoikeuden peruuttamisesta ja purkamisesta sekä edustajan vaihtamisesta ja eroamisesta nimenomaan sijoittajansuojan parantamisen näkökulmasta.

Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana sidotaan esityksessä rekisteröitymiseen Finanssivalvontaan. Poikkeus rekisteröintivelvollisuudesta koskee ainoastaan muutamaa harvaa tilannetta, joissa joukkolainasta julkaistaan tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalain 3—5 luvussa tarkoitettu esite taikka jos joukkolainaa on haettu tai haetaan Suomessa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske Finanssivalvonnan tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (jäljempänä *ETA-valtio*) taikka Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön kuuluvassa valtiossa (jäljempänä *OECD-valtio*) vastaavan valvontaviranomaisen myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, 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 myöskään 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. Muuten joukkolainanhaltijoiden edustajana toimimaan haluavan elinkeinonharjoittajan on täytettävä esityksessä tarkasti määritellyt rekisteröinnin edellytykset. Samalla luodaan alan toimijoille tai markkinoille tuloa pohtiville elinkeinonharjoittajille käytökelpoinen vaihtoehto edustustoimintaa koskevan liiketoiminnan harjoittamiseksi joukkolainamarkkinoilla suhteellisuusperiaatteen mukaisesti säänneltynä toimijana.

Keskeisiä rajapintoja muuhun kansalliseen lainsäädäntöön on esityksessä kaikkiaan seitsemän. Esityksessä ehdotetaan, että edustajalla on oikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta ja nimissä sekä kaikkien edustamiensa joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun ainakin: nostaa kanteita joukkolainaa koskevista asioista liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia vastaan ja käyttää joukkolainaa koskevista oikeudenkäynneistä puhevaltaa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta oikeudenkäymiskaassa asetetuilla edellytyksillä, hakea liikkeeseenlaskijan asettamista konkurssilain mukaiseen konkurssiin sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa ja kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää liikkeeseenlaskijan konkurssissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta; hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneerauslain mukaiseen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan kotimaiseen tai ulkomaiseen maksukyvyyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn; puoltaa liikkeeseenlaskijan saneerausmenettelyhakemusta sekä edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää puhevaltaa sekä kaikkien joukkolainanhaltijoiden äänimäärää mainituissa maksukyvyyttömyysmenettelyissä; säilyttää joukkolainalle annettuja vakuuksia, muuttaa ne rahaksi ja muutoin oikeudellisesti määrätä niistä; toimia liikkeeseenlaskijan yhteisörakenteen tai yhteisömuodon muuttamista koskevassa asiassa edustamaan joukkolainanhaltijoita sitovasti; ja ottaa vastaan tiedonantoja joukkolainanhaltijoiden puolesta edellä tarkoitetuissa tapauksissa.

Lisäksi esityksessä ehdotetaan, että joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös joukkorahoituslaissa tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Joukkolainan määritelmää ei ole nähty tarpeelliseksi säätää laissa sen yleisesti tunnetuksi katsotun sisällön vuoksi, vaan se on jätetty suhteellisen avoimeksi, jotta lain soveltamisala kattaisi mahdollisimman laajasti erilaiset vieraan pääoman ehtoiset vaihdanta- ja siirtokelpoiset arvopaperit. Tältä osin esityksessä on viitattu velkakirjalakiin ja arvopaperimarkkinalakiin. Arvopapereita on mahdollista räätälöidä niiden sisällön ja niiden antamien oikeuksien kannalta monin eri tavoin. Kaikki arvopaperit eivät ole arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita esimerkiksi siksi, että ne ovat lain tai sopimusmääräyksen nojalla vaihdanta- ja siirtokelvottomia ja jäävät tämän takia arvopaperimarkkinalain ja sijoituspalvelulain (747/2012) soveltamisalan sekä tässä laissa tarkoitettua joukkolainan käsitteen ulkopuolelle. Esityksessä ehdotetaan, että lain analoginen soveltaminen sijoituskohteisiin, jotka eivät ole arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita, on mahdollista edellyttäen, että kysymys on pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin rinnastettavasta rahoitusvälineestä. Tämä rajaa kuitenkin esimerkiksi selkeästi oman pääoman ehtoiset sijoituskohteet, kuten osakeyhtiöiden osakkeet, lain soveltamisalan ulkopuolelle. Lakia ei myöskään ehdoteta sovellettavaksi syndikoituihin tai bilateraalisiin lainoihin lukuun ottamatta lain 5 luvussa säädettyä vakuusagentin käyttöä vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä.

3.3 Esityksessä huomioon otettavia keskeisiä asiakokonaisuuksia

3.3.1 Edustajarakenne ja edustajan toimintamahdollisuudet murroksessa

Yleistä

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

Kunnat, Sote-alueet ja niiden omistamat yritykset

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

Suoralainaus (direct lending) ja hallinnointiagenttitoiminta (facility agent)

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

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

- Viipymättä tiedon/informaation eteenpäin toimittaminen osapuolille, esimerkiksi koron laskeminen ja säännöllinen raportointi;
- Osapuolten tiedottaminen viipymättä ilmoituksen saamisen jälkeen;
- Osapuolten tiedottaminen viipymättä saatuaan tiedon maksuhäiriöistä;
- Jos määriteltä lainasopimuksessa, edustaja tarkistaa myös eteenpäin toimittamiensa asiakirjojen asianmukaisuuden, virheettömyyden tai täydellisyyden;
- Rekisterien ja osapuolten yhteystietojen ylläpito; ja
- Vakuuden vapauttaminen ja täytäntöönpano ohjeiden mukaisesti.

Monenkeskiset pankkilainat (bilateraaliset pankkilainat, klubilainat, syndikaattilainat)

Syndikoitu tai monenkeskinen luotto on useamman rahoittajan yhdessä myöntämä luotto yhden yhteisen dokumentaation mukaisesti. Luoton avulla yrityksen on mahdollista hankkia rahoitusta yhdenmukaisin ehdoin useammalta rahoittajalta samanaikaisesti. Luoton hallinta, kuten nostot, takaisinmaksut ja raportointi, hoidetaan rahoittajien yhteisesti valitseman agentin

kautta. Syndikoitu luotto käyttää siten samankaltaista edustajarakennetta kuin joukkolainoissa, kuitenkin niin, että yleensä edustajana toimii yksi (syndikaatti)pankeista. On kuitenkin mahdollista, että syndikoitu laina ja joukkolaina jakavat saman vakuuden, jolloin tarvitaan edustajaa hallinnoimaan vakuuksia jokaisen luotonantajakollektiivin yhteiseen lukuun. Lainanantajien ulkopuolisen edustajan käyttö muun muassa hallinnointirooleissa on melko yleistä Norjassa myös monenkeskisissä lainoissa.

Sijoittajayhteisöjen osake- ja kommandiittiyhtiömuotoinen edustuspalvelu

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

Unitranche

Unitranche-luotonanto sisältää ainoastaan yhden lainaerän, joka yhdistää seniori- ja juniorilainoja yhdeksi velkainstrumentiksi. Unitranche-luotonantoa on yleensä käytetty rahoittamaan velkarahoitteisia yritysostoja (LBO, engl. *leveraged buyout*). Lainanottaja maksaa ainoastaan yhden koron yhdelle lainanantajalle, ja korkotaso asettuu yleensä seniori- ja juniorilainan välimaastoon. Unitranche-luotto luotiin yksinkertaistamaan velkarakennetta ja nopeuttamaan os-toprosessia. Tämän tyyppisissä vieraan pääoman ehtoisissa rahoitusvälineissä olisi mahdollista käyttää edustajarakennetta. Suomessa Euroloan Consumer Finance Oyj:n 26 päivänä lokakuuta 2015 julkaisema 300 miljoonan euron järjestely Pausa Capital s.a.r.l:n kanssa on unitranche-muotoinen.

Joukkorahoitus

Suomessa Invesdor Oy on johtava osake- ja velkapohjaisen joukkorahoituksen palvelu. Sen perustamisesta lähtien Invesdor Oy:n ylläpitämän palvelualustan kautta on sijoitettu vuoden 2017 alkuun mennessä noin 26,2 miljoonaa euroa kasvuyrityksiin. Joukkolainat, joiden sijoitukset on kerätty joukkorahoituksella, eivät käytä edustajarakennetta. Syy tähän on joukkolainojen pieni koko. Esimerkiksi ICON Kiinteistörahastot Oy:n joukkolainan minimimitavoite on vain 250 000 euroa, mikä on normaaleihin joukkolainojen liikkeeselaskuihin verrattuna erittäin pieni.

Escrow-palvelut

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

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

3.3.2 Asiakkaana kuluttaja, ammattimainen vai ei-ammattimainen sijoittaja

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

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

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

Kansainvälinen vertailu on osoittanut, että Isossa-Britanniassa käytetään käsitteitä ”*sophisticated investor*” ja ”*high net worth individual*”, Saksassa käsitettä ”*semi-professionellen Anleger*” ja Luxemburgissa käsitettä ”*well-informed investors*”. Nämä käsitteet ovat sijoittajien kokemukseen ja osaamiseen perustuvan ryhmittelyn janalla käsitteiden ammattimainen asiakas ja kuluttaja välimaastossa. Myös Suomessa on tarve ryhmitellä sääntelyssä niitä ei-ammattimaisia asiakkaita, jotka eivät ole kuluttajia. Tämän ryhmittelyn tarve korostuu erityisesti joukkolainamarkkinoilla. Erilaisia toimijoita tarkemmin arvioimalla havaitaan merkittäviä eroja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä. Jo kuluttajien, joiden lähtökohtaisesti edellytetään olevan luonnollisia henkilöitä, kesken ei-ammattimaiset asiakkaat vaihtelevat yksiselitteisesti kuluttajana toimimisesta ammattimaiseen sijoittajaan verrattavan tuntemuksen ja osaamisen omaavaan yksityissijoittajaan. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä heikomman osapuolen suojan taso ja sisältö poikkeaa riippuen siitä, onko sääntelyn kohteena asiakas, sijoittaja tai kuluttaja. Erot liittyvät joukkolainamarkkinoilla korostuneesti markkinoinnin, asiakkaan asianmukaisuusarvioinnin ja järjestäjäpankin selonottovelvollisuuden sääntelyyn. Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain soveltamisalalla ei ole käytännön syistä perusteltua pitäytyä tiukasti rajatuissa ei-ammattimaisen asiakkaan ja ammattimaisen asiakkaan käsitteissä.

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

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

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

Kaikki luonnolliset henkilöt ovat lähtökohtaisesti kuluttajia. Kuluttajan käsitteelle on olemassa, että kyseessä oleva luonnollinen henkilö hankkii kulutushyödykkeen pääasiassa muuhun tarkoitukseen kuin harjoittamaansa elinkeinotoimintaa varten. Kyseisen määritelmän ulkopuolelle voidaan kuitenkin katsoa jäävän tiettyjä keskeisiä tahoja, jotka eivät tarvitse sen kaltaista suojaa, joka on yhdistettävissä kuluttajien suojaamiseen rahoitusmarkkinoilla. Ei-ammattimaisilta asiakkailta eli ei-kuluttajilta, joilta pääomia joukkolainamarkkinoilla kerätään, edellytetään aina lisäksi sekä sijoitusriskien ymmärtämistä että niiden kantokykyä. Komission antamissa yhteisön suuntaviivoissa valtiontuesta pk-yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi (2006/C 194/02, suuntaviivat) määritellään niin sanotut bisnesenkelit (enkelsijoittajat). Näillä tarkoitetaan taloudellisesti riippumattomia varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat itsenäisillä päätöksillä omia varojaan suoraan ja pitkäjänteisesti uusiin kasvaviin pörssissä listaamattomiin yrityksiin, ja opastavat niitä. Tavallisesti bisnesenkelit saavat vastikkeeksi osuuden yrityksen pääomasta, mutta ne saattavat järjestää myös muuta pitkäaikaista rahoitusta. Jos bisnesenkelit toimivat kukin erikseen, mutta joku koordinoi heidän sijoituksiaan, toimintaa voidaan pitää yhteishankkeena (engl. *joint venture*). Suuntaviivoissa tarkoitettu bisnesenkeli ei voi omistaa enemmän kuin 30 prosenttia osakepääomasta eikä hänellä saa olla enemmän kuin 30 prosenttia äänivallasta. Suomen bisnesenkelien verkosto, *Finnish Business Angels Network* (jäljempänä *FiBAN*), arvioi Suomessa olevan noin 300–400 bisnesenkeliä. Bisnesenkelit Suomessa ovat FiBAN:in kautta aktivoituneet jossain määrin myös joukkolainamarkkinoilla.

Ei-ammattimaisina asiakkaina voidaan pitää ainakin sukujen omaisuudenhoito-yhteisöjä, säätiöitä ja muita yleishyödyllisiä yhteisöjä, teollisuusyhtiöiden sijoitustoimintoja (engl. *corporate venture*), kuntia sekä yliopistoja ja korkeakouluja. Näiden toimijoiden voidaan katsoa yleisesti ottaen ymmärtävän sijoitukseen liittyvät riskit, minkä lisäksi niillä lähtökohtaisesti on, toki sijoituksen koko huomioon ottaen, riittävät edellytykset kantaa sijoitukseensa liittyvä riski. Sen sijaan se, että ei-ammattimainen asiakas harjoittaa sijoittamista järjestämällä tämän toimintan-

sa sijoitusyhtiöön tai muuhun yritysmuotoon, ei sellaisenaan osoita, että kyseinen henkilö on verrattavissa edellä tarkoitettuihin tahoihin.

3.3.3 Suhteellisuusperiaate

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

Lainsäädäntövallan käyttöön kohdistuu yhtäältä Suomessa suhteellisuusperiaate, joka on yksi hallinto-oikeutemme vakiintuneista yleisistä periaatteista. Viranomaisen päätöksentekoa ja toimivallan käyttöä määrittävä suhteellisuusperiaate edellyttää hallintolain (434/2003) 6 §:n hallinnon oikeusperiaatteiden mukaan, että viranomaistoimet ovat oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään nähden (tarkoitussidonnaisuus). Suhteellisuusperiaatteen mukaan lain sisältämien velvollisuuksien ja rajoitusten on oltava oikeassa suhteessa niillä tavoiteltaviin, lain mukaisiin päämääriin. Tämä tavoite on pyritty esityksessä täyttämään. Sama koskee Finanssivalvonnan lakiin perustuvien määräystenantovaltuuksien käyttöä.

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

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

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

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

Myös eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain säätämisen yhteydessä painottanut suhteellisuusperiaatteen merkitystä erityisesti hallinnollisen taakan keventämisen ja ylisääntelyn torjumisen näkökulmasta: *”Jotta sääntely ei tavoitteensa vastaisesti laajenisi kattamaan myös sellaista pienimuotoisempaa toimintaa, josta ei voida ennakoida koituvan merkittävää systeemiriskin vaaraa, hallituksen esityksessä on pyritty suhteellisuusperiaatetta noudattaen rajaamaan sääntelyä. Valiokunta pitää esityksen läh-*

tökohtia perusteltuina. Käyttämällä direktiivin suoma kansallista harkintavaltaa (esim. hallinnollisesti kevyemmän rekisteröintimahdollisuuden käyttöönotto, oikeus markkinoida vaihtoehtorahaston osuuksia ei-ammattilaisille ja itsesääntely) uuden sääntelyn aiheuttama hallinnollinen taakka on pyritty minimoimaan ja turvaamaan erikokoisten toimijoiden kohtuulliset kilpailuedellytykset markkinoilla. Tämä on erityisen tärkeää Suomessa, sillä sijoitusmarkkinamme ovat hyvin keskittyneet ja kilpailu markkinoilla on vähäistä.” (TaVM 38/2013 vp, s. 4)

Hallitus arvioi puoliväli-istunnossaan 28 päivänä helmikuuta 2013 hallitusohjelman toteutumisen sekä Suomen talouden tilannetta. Hallitus sitoutui päätöksissään loppuvaalikauden aikana välttämään teollisuudelle aiheutuvien kustannusten tai sääntelytaakan lisäämistä. Myös olemassa olevaa sääntelytaakkaa tarkastellaan. Nämä linjaukset liittyvät huoleen hiipuneesta talouskasvusta, yritysrahoituksen saatavuuden vaikeutumisesta ja vähenevästä yrittäjyydestä. Vastaavanlaiset kirjaukset ovat sisällyneet myös pääministeri Alexander Stubbin minihallitusohjelmaan vuonna 2014 sekä pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelmaan vuonna 2015. Suhteellisuusperiaatteen korostaminen tukee myös näitä hallituksen poliittisia tavoitteita. Hallinto-oikeudessa noudatettavan lojaliteetti-ideologian mukaisesti hallitusohjelman tai hallituksen periaatepäätösten suuntaviivat on otettava huomioon myös lainvalmistelussa.

3.3.4 Norminpurku

Norminpurku on pääministeri Juha Sipilän hallituksen kärkihankkeita 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 muun muassa tarpeettoman hallinnollisen taakan poistamiseksi ja uusien liiketoimintamallien mahdollistamiseksi. Sama koskee lakia alemmanasteista sääntelyä. Myös Euroopan komission lippulaivahanke 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 takellut 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.

Useat esitykseen sisältyvät ehdotukset liittyvät norminpurkuun ja niillä pyritään kehittämään joukkolainamarkkinoita ja parantamaan niiden toimintaedellytyksiä. Kansallisia norminpurkuhankkeita ovat lisäksi (i) sijoitusrahastolain kokonaisuudistus, jossa mahdollisuuksien mukaan pyritään keventämään puhtaasti kansallista sääntelyä, jollei sille ole ilmeistä tarvetta (hankkeessa valmistunut arviomuistio on julkistettu 2 päivänä marraskuuta 2016), ja (ii) joukkorahoituslaki, 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 (esimerkiksi 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.

3.4 Lakikohtaiset keskeiset ehdotukset

3.4.1 Yleistä

Esityksessä ehdotetaan säädettäväksi laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta, joka koskee joukkolainanhaltijoiden edustajana toimivia elinkeinonharjoittajia. Lain rakenteellisina ja teknisinä esikuvina ovat joukkorahoituslaki, laki eräiden luotonantajien ja luotonvälittäjien rekisteröinnistä (853/2016) ja laki vakuutusedustuksesta (570/2005). Uusi puitesääntelyyn perustuva erillislaki on perusteltu ottaen huomioon tarve korjata nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät oikeudelliset epäselvyydet edustajan toimintakelpoisuuden ja -edellytysten sekä edustussuhteen pysyvyyden näkökulmasta. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiin on nähty oikeudellisia epävarmuustekijöitä erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullisittavuuden näkökulmasta. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien on nähty aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä.

Lisäksi edustajatoiminnan tulevaisuudessa mahdollisesti tapahtuva monimuotoistuminen, monimutkaisuus, liityntä useaan mahdolliseen olemassa olevaan lainsäädäntökehikkoon pääasiallisena vieraan pääoman ehtoisissa rahoitusjärjestelyissä sekä toimijoiden ja toimialan pienuus suhteessa muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin säänneltyihin ja valvottuihin osapuoliin edellyttävät suhteellisuusperiaatteen mukaisesti selkeät toimintaedellytykset mahdollistavan lainsäädäntökehikon luomista edustajatoiminnan vakiinnuttamiseksi Suomessa ja riittävääntasoisien sijoittajansuojamekanismien luomiseksi erityisesti ei-ammattimaisille sijoittajille.

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

3.4.2 Laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta

Laki jakautuu kahdeksaan lukuun, jotka koskevat yleisiä säännöksiä, joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämistä ja riippumattomuutta, edustussopimuksen sitovuutta ja edustajan toimintaa, joukkolainanhaltijoiden toimintaa, vakuuksia ja varojen kohtelua, vakuusagentin käyttöä vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä, oikeutta toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana, valvontaa ja seuraamuksia sekä erinäisiä säännöksiä. Lain 1 luvussa säädettyihin yleisiin säännöksiin kuuluvat soveltamisala, määritelmät sekä säännösten tahdonvaltaisuus ja pakottavuus. Vain harvat lain säännökset ovat pakottavia. Lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajaan ja muun vakuudellisen kollektiivisen rahoitusjärjestelyn kuin joukkolainan vakuusagenttiin, jollei toisin ole sovittu. Määritelmät liittyvät välittömästi edustajan toimintaan.

Lain 2 luvussa säädetään joukkolainanhaltijoiden edustajan ja edustajana toimivan vakuusagentin nimeämisestä joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä tai myöhemmin joukkolainan voimassaoloaikana. Luvussa säädetään myös edustajan riippumattomuudesta, edustajan velvollisuudesta noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, edustussopimuksen sitovuudesta joukkolainanhaltijoita ja myöhempiä siirronsaajia sekä joukkolainanhaltijan velkojia kohtaan, edustajan toiminnasta sekä edustajan tiedonantovelvollisuudesta.

Lain 3 luvussa säädetään yleisluontoisesti joukkolainanhaltijoiden toiminnasta ja erityisesti toimintakiellosta, jonka mukaan 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 ja määräyksiä joukkolainanhaltijoiden päätöksentekomenettelystä. Lain 4 luvussa säädetään joukkolainan vakuuden perustamisesta edustajalle, sen oikeusvaikutuksista suhteessa kolmansiin sekä edustajan hallinnassa olevien asiakasvarojen kohtelusta. Lain 5 luvussa säädetään vakuusagentin käytöstä muissa vakuudellisissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä kuin joukkolainoissa sopimusperusteisesti käytetyn vakuusagentin vakuudenhaltijan oikeuksien sivullissitovuudesta ja peruuttamattomuudesta.

Lain 6 luku koskee elinkeinonharjoittajan oikeutta toimia edustajana, siihen liittyvää velvollisuutta rekisteröityä Finanssivalvontaan, poikkeuksia lähtökohtaisesta rekisteröitymisvelvollisuudesta sekä rekisteröinnin edellytyksiä ja rekisteristä poistamista. Lain 7 luku koskee valvontaa, tietojen saatavilla pitämistä ja seuraamuksia, kuten rikosoikeudellisia rangaistussäännöksiä ja vahingonkorvausvelvollisuutta. Lain 8 luku koskee muutoksenhakua, voimaantuloa ja siirtymäsäännöksiä. Sääntely vastaa niin sisällöltään kuin muodoltaan pitkälti muuta rahoitusmarkkinalainsäädäntöä.

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

3.4.3 Muut esitykseen sisältyvät lait

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi kahta muuta lakia, jotka ovat laki Finanssivalvonnasta (878/2008) ja laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008). Muutosehdotukset liittyvät pääosin joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain edellyttämiin teknisiin ja osin sisällöllisiin tarkistuksiin voimassa olevassa muussa lainsäädännössä.

Lisäksi ehdotetaan useita täsmennyksiä voimassa olevaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. Sijoituspalvelulakiin ehdotetaan muutoksia joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi, jolloin myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain oletettavien sääntöjen mukaisesti. Samassa yhteydessä täsmennetään sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen laissa asetettuja edellytyksiä. Suomalaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseen laskemalla tapahtuvaan kansainväliseen varainhankintaan liittyy puolestaan tarve selvittää ulkomaisen palveluntarjoajan oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Hyvää arvopaperimarkkinatapaa 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.

Useat ehdotukset liittyvät joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksien laajentamiseen. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettussa 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 liikkeeseenlaskutiliin ja hallintarekisteröintiin sekä laissa arvo-osuustileistä vastaavasti liittyen liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavaan maksusuojaan.

4 ESITYKSEN VAIKUTUKSET

4.1 Taloudelliset vaikutukset

4.1.1 Vaikutukset kansantalouteen ja kokonaistaloudellinen selvitys vaikutuksista

Kotimaisten toimijoiden liikkeeseen laskemien pitkien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo vuoden 2016 marraskuun lopussa oli 218 miljardia euroa. Suomessa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen nimellisarvo vuoden lopussa oli noin 100 miljardia euroa. Vertailuna Helsingin Pörssin markkina-arvo vuoden 2016 lopussa oli 209 miljardia euroa. Vuoden 2016 marraskuussa yritysten joukkolainakanta oli 26 miljardia euroa ja yritystodistuskanta neljä miljardia euroa.

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

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

Esityksellä arvioidaan olevan monia erilaisia ja erisuuruisia taloudellisia vaikutuksia, joita on osin erittäin vaikea ennakoida. Sääntelyn mahdollisesti aiheuttamat vaikutukset riippuvat paljolti markkinaosapuolten omista ratkaisuista. Toisaalta esityksen uskotaan lisäävän kotimaisten joukkolainamarkkinoiden toimivuutta ja houkuttelevuutta erityisesti ulkomaisille sijoittajille tarjotessaan alan toimijoille selkeät lainsäädännölliset puitteet toiminnan järjestämiselle. Esityksellä myös pyritään tarjoamaan alan toimijoille suhteellisuusperiaatteen mukaisesti hallinnollisesti kevyt ja kustannustehokas toimintamalli, jonka toivotaan houkuttelevan markkinoille myös uusia edustajatoiminnasta kiinnostuneita elinkeinonharjoittajia. Sääntelyllä edustusta koskeva liiketoiminta pyritään myös kytkemään nykyistä paremmin osaksi vakiintuneita ja säänneltyjä rahoitusmarkkinoita, mikä on omiaan lisäämään edustustoiminnan luotettavuutta. 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 toiminto-oikeuksien varmistamiseksi joukkolainan ehdoissa on ollut käytäntönä turvautua vekselilaissa, shekkilaissa 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.

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

4.1.2 Vaikutukset yritysliikkeen

Liikkeeseenlaskijat

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

Lisäksi esitetyn lainsäädännön toivotaan kannustavan myös pk-yrityksiä joukkolainojen liikkeeseenlaskuun. Tällä hetkellä Suomessa yrityssektorilla joukkolainoja laskevat liikkeeseen pitkälti ainoastaan suuret ja kansainväliset yhtiöt. Esimerkiksi Ruotsissa myös pk-yritykset rahoittavat toimintaansa joukkolainoilla, minkä johdosta Ruotsin yrityssektorin liikkeeseenlaskijoiden määrä on ollut viisinkertainen verrattuna Suomeen. Vastaavasti liikkeeseen laskettujen joukkolainojen laskennallinen keskimääräinen koko on ollut Ruotsissa noin puolet Suomen vastaavasta. Toisin sanoen Ruotsissa yrityssektorilla lasketaan liikkeeseen enemmän joukkolainoja, jotka ovat kooltaan pienempiä kuin Suomessa. Suomessa liikkeeseen lasketuista jouk-

kolainoista selvästi alle kymmenesosa on arvoltaan alle kymmenen miljoonaa euroa. Edustajamallin avulla yritetään rohkaista myös pienempiä yrityksiä laskemaan liikkeeseen joukkolainoja tarkoituksena parantaa rahoituksen saatavuutta yleisestikin yrityssektorilla.

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

Sijoittajat

Joukkolainoihin sijoittavat yleensä institutionaaliset sijoittajat. Tarkkaa arviota joukkolainoihin sijoittaneista tahoista ei ole, mutta esimerkiksi vuonna 2015 julkaistun Keloharjun ja Lehtisen tutkimuksen², joka perustuu Euroclear Finlandin tietoihin, mukaan Suomessa liikkeeseen laskettuihin arvo-osuusmuotoisiin joukkolainoihin oli sijoittanut noin 25 000 sijoittajaa, joista 1 600 oli institutionaalisia sijoittajia. Paperimuotoisiin joukkolainoihin sijoittaneiden määrää ei tiedetä, mutta niihin sijoittavat lähes poikkeuksetta institutionaaliset sijoittajat. Vaikka määrittäen institutionaaliset sijoittajat näyttävät pieneltä, niin niiden merkitys joukkolainamarkkinoilla on huomattavasti tärkeämpi kuin yksittäisten sijoittajien. Ehdotetulla joukkolainojen edustajamallin käyttämisellä on joukkolainanhaltijoiden ja muiden sijoittajien kustannuksia keventäviä vaikutuksia. Sijoittajien hallinnollinen taakka kevenee edustajamallia käytettäessä edustajan huolehtiessa esimerkiksi saatavien perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyysmenettelystä. Lisäksi edustajan käyttäminen tehostaa liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden välistä yhteydenpitoa sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Edustajamallin käyttämisellä sijoittajat saavat myös skaalautuja edustajan valvoessa joukkolainan ja sen liikkeeseenlaskijan toimia usean yksittäisen sijoittajan sijaan. Tällöin myös passiivisen eli usein ei-ammattimaisen sijoittajan oikeudet toteutuvat nykyistä paremmin, minkä lisäksi sijoittajansuoja on esityksen johdosta yleisestikin parempi niissä joukkolainoissa, joissa edustajaa käytetään.

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 arvон odotetaan vastaavasti moninkertaistuvan. Osakesijoittamisessa tuottoa ei olekaan rajattu sovitun koron määrään, vaan tuottomahdollisuus on periaatteessa rajaton.

² Keloharju ja Lehtinen, 2015. *Shareownership in Finland 2015*. Saatavilla: http://finance.aalto.fi/en/midcom-serveattachmentguid-1e514c15992929c14c111e5b527198c6e877c107c10/shareownership_2015.pdf

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 pörssiyrityksistä ei ole kansainvälistä luottoluokitusta (engl. *credit rating*), jolloin ne sijoittajien näkökulmasta määritetään alhaisemman luottoluokituksen korkeariskisiksi sijoituskohteiksi (engl. *high yield*). Kun vaikeasti hinnoiteltavaan riskiin (esimerkiksi oikeudellinen riski) suhtaudutaan epäluuloisesti, emissio edellyttäisi merkittävän lisätuoton tarjoamista sijoittajan houkuttelemiseksi (toisin sanoen suomalainen liikkeenlaskija joutuisi maksamaan korkeampaa korkoa ottamalleen joukkolainavelalle). Lisäksi liikkeenlaskija voi oikeudellisen riskin vuoksi pudota kokonaan tavanomaisen institutionaalisen sijoittajan sallitun sijoitusuniversumin ulkopuolelle. Mahdollisen sijoittajakunnan supistuessa jäljelle jäävät esimerkiksi sellaiset erikoistuneet vipurahastot (engl. *hedge funds*), joilla on halu ottaa oikeudellista riskiä.

Joitakin suomalaisyritysten *high yield* -joukkolainaemissioita on jäänyt toteutumatta pääsääntöisesti siksi, että on esiintynyt varovaisuutta ja jopa pelkoa liikkeenlaskijan takaisinmaksuvuodesta. Kun vaihtoehtoina on sijoittaa vakiintuneeseen länsimaiseen *high yield* -regiimiin (esimerkiksi New York) tai suomalaiseen *high yield* -regiimiin, myös kotimaisten institutionaalisten sijoittajien valinta kallistuu vakiintuneeseen länsimaiseen regimiin ja enenevässä määrin ulkomaisiin liikkeenlaskijoihin. Kansainväliset institutionaaliset sijoittajat ovat vielä varovaisempia ja sijoittavat pääsääntöisesti tuntemillaan markkinoilla ja tuntemissaan konventioissa. Myös liikkeenlaskijat 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 liikkeenlaskijan ulkomailta, asetetaan saneerausmenettelyyn, liikkeenlaskupaikalla ei kuitenkaan ole merkitystä, vaan yritykseen sovelletaan yritys-saneerauslain mukaista sääntelyä yrityssaneerauksesta.

Edustajatahot

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

Esityksessä ehdotettu 3 000 euron valvontamaksu vastaa suuruudeltaan pientä osaa joukkolainanhaltijoiden edustajan hoitaman yksittäisen joukkolainan vuosittaisesta palkkiosta. Niin kauan kuin Suomen joukkolainamarkkinoilla edustajaa hyödyntävien joukkolainojen liikkeenlaskujen määrä säilyy nykytilaa vastaavana, on uusia toimeksiantoja lukumääräisesti suhteellisen vähän jaettavaksi usean edustajan kesken. Valvontamaksu tullee nostamaan uusien edustajien markkinoille tulon kynnystä, koska toimeksiantoportfolion kasvattaminen ja valvontamaksun jakaminen sitä kautta useammalle toimeksiannolle säilynee haasteellisenä. Toisaalta edustajan käyttäminen voi tulevaisuudessa myös yleistyä, kun uusi finanssiteknologia ja sen esiinmarssi mahdollistaa uusien pääosin vieraan pääoman ehtoisten arvopapereiden liikkeenlaskun nykyistä pienemmällä kulurakenteella suoraan laajalle joukolla ei-ammattimaisia sijoittajia.

4.1.3 Vaikutukset kotitalouksiin

Esityksellä ei ole merkittäviä vaikutuksia kotitalouksien asemaan. Mahdollisia vaikutuksia kotitalouksille voi syntyä niiden toimiessa sijoittajina joukkolainoissa. Vuonna 2015 julkaistun Keloharjun ja Lehtisen tutkimuksen mukaan noin 23 000 yksityistä sijoittajaa on sijoittanut suoraan arvo-osuusmuotoisiin joukkolainoihin, mikä tarkoittaa, että 0,4 prosentilla suomalaisista on suoria joukkolainasijoituksia. Yksityisen sijoittajan keskimääräinen joukkolainoihin sijoitettu varallisuus oli vuoden 2015 alussa 38 000 euroa ja mediaani sijoitusvarallisuus 15 000 euroa. Yhteensä yksityisten sijoittajien varallisuus arvo-osuusmuotoisissa joukkolainoissa oli vuoden 2015 alussa 887 miljoonaa euroa. Joukkolainojen nimellisarvojen ollessa yleensä miljoonissa ei yhdellä yksityisellä sijoittajalla ole ollut tuhansien eurojen sijoituksella päätävävaltaa joukkolainan suhteen, joten edustajamallin ei arvioida ainakaan huonontavan yksityisen sijoittajan asemaa, vaan mahdollisesti parantavan joukkolainaan sijoittavien yhteisen edustavan tahon kautta.

Esitetyillä säännöksillä voi olla välillisiä vaikutuksia kotitalouksiin niiden epäsuorien joukkolainasijoitusten kautta. Useimmiten kotitaloudet sijoittavat joukkolainoihin välillisesti, kuten sijoitusrahastojen kautta, jolloin joukkolainamarkkinoihin kohdistuvalla lainsäädännöllä voi olla sijoitusrahastojen kautta välillisiä vaikutuksia kotitalouksiin.

Esityksellä ei ole vaikutusta verotukseen. Toisaalta 1. lakiehdotuksen 1 §:n 3 momentissa tarkoitettun lainamuotoisen joukkorahoituksen verokohtelu ei ole vakiintunut. Keskusverolautakunta on 18 päivänä tammikuuta 2017 antanut äänin 4-3 ennakkoratkaisun, jonka mukaan yksityishenkilön vertaislainapalvelun kautta tekemän sijoituksen kohteena olevia velkakirjoja pidettiin tuloverolain 50 §:ssä tarkoitettuina arvopapereina. Hakija sai näin oikeuden vähentää velkakirjojen luovutuksista mahdollisesti aiheutuvat luovutustappiot verotuksessa. Tappion ja menetyksen vähennyskelpoisuuden kannalta ei ollut merkitystä sijoituksen suuruudella, velallisten oikeudellisella muodolla tai sillä, tekikö sijoituksen hakija itse tai sijoituspalveluyhtiö hänen valtuuttamanaan. Ennakkoratkaisu ei ole lainvoimainen mutta se on toistaiseksi voimassa vuosina 2016–2018 ja antaa näin suuntaviivoja myös joukkorahoituslaissa tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen, vaikka ennakkoratkaisu ei koskenutkaan tällaista toimintaa.

4.1.4 Vaikutukset julkiseen talouteen

Esitetyillä säännöksillä ei ole vaikutusta valtion talousarvioon.

4.2 Vaikutukset viranomaisten toimintaan

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

4.3 Yhteiskunnalliset vaikutukset

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

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

Voidaan nähdä, että edustajina toimivien tahojen perehtyneisyys joukkolainamarkkinoihin, sen lainsäädäntöihin ja käytäntöihin tulee olemaan keskimääräistä syvempää kuin yksittäisen liikkeeseenlaskijan tai sijoittajan. Tätä kautta edustajan toimiessa joukkolainanhaltijoiden edustajana myös passiivisen tai ei-ammattimaisen sijoittajan oikeuksista huolehditaan nykyistä paremmin. Esitys voi myös lisätä halua edustajan käyttöön tilanteissa, joissa liikkeeseenlaskija harkitsee ensimmäisen joukkolainansa liikkeeseenlaskua ja tätä kautta tuoda lisää aktiivisuutta joukkolainamarkkinoille ja vastaavasti uskallusta ja varmuutta joukkolainan liikkeeseenlaskua harkitsevalle pk-yritykselle. Täten edustajamallin tuomisella joukkolainamarkkinoille voidaan nähdä olevan markkinoita tehostavaa vaikutusta. Yksityiskohtaisen joukkolainamarkkinatiedon keskittyessä edustajille markkinoilla voidaan päästä skaalaetuihin, jolloin toiminta ja resurssit joukkolainamarkkinoilla on nykyistä tehokkaammin järjestelty.

Esityksen vaikutusten koskiessa pitkälti rahoitusmarkkinatoimijoita ja liikkeeseenlaskijoita sillä ei nähdä olevan ympäristövaikutuksia eikä vaikutuksia eri kansalaisryhmien asemaan tai tasa-arvoon.

5 ASIAN VALMISTELU

5.1 Valmisteluvaiheet

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

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

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

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

Arviomuistio lähetettiin 24 päivänä kesäkuuta 2014 lausunnolle (Valtioneuvoston hankerekisteri VM056:00/2014) lausuntopyyntöissä yksilöidyille tahoille. Lausuntoaika päättyi 22 päivänä elokuuta 2014, mutta lausunnoille myönnettiin muutaman tahon esittämästä pyynnöstä lisääaikaa 5 päivänä syyskuuta 2014 saakka.

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

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

Toisaalta monet lausunnonantajat korostivat, että mahdollisen erityislain pitäisi olla nimenomaan suppea puitelaki, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pä-

tevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin. Erityislailla tulisi nimenomaisesti poistaa nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät epäselvyydet eikä perustaa markkinaosapuolille (liikkeeseenlaskija, sijoittaja ja edustaja) uusia vastuita tai velvoitteita. Näin ollen erityislailla ei tulisi puuttua markkinaosapuolten sopimusvapauteen kuin pakottavissa määrin, jotta edustajamalli mahdollistaa edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä. Useat lausunnonantajat yhtyivät valtiovarainministeriön näkemykseen, jonka mukaan suppealla erityislailla ratkaistaisiin keskeiset nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät edustajamallia koskevat ongelmat, edistettäisiin edustajamallin hyödyntämistä, parannettaisiin sijoittajansuojaa ja lisättäisiin joukkolainamarkkinoiden houkuttelevuutta niin yritysten kuin sijoittajien näkökulmasta. Lausuntoyhteenveto ja silloisen valtiovarainministeri Antti Rinteen tiedote hankkeen tilasta ja etenemisestä on julkaistu 24 päivänä marraskuuta 2014 valtiovarainministeriön internetsivuilla ja Valtioneuvoston hankerekisterissä.

Valtiovarainministeriö asetti oikeusministeriötä kuultuaan 25 päivänä helmikuuta 2015 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi sekä lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi. Työryhmän toimikausi alkoi 1 päivänä maaliskuuta 2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30 päivänä kesäkuuta 2016 mennessä. Työryhmälle myönnettiin 9 päivänä toukokuuta 2016 kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammikuuta 2017 saakka työn viimeistelyä varten. Työryhmä otti nimekseen Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä, lyhenteenään JLM - kehittämistyöryhmä. Laaja-alainen työryhmä, jossa oli edustajat keskeisistä viranomaisista ja etujärjestöistä, teki 1 päivänä heinäkuuta 2016 yksimielisen ehdotuksen laiksi joukkolainanhaltijoiden edustajista. Työryhmä hioi ja täydensi ehdotustaan 24 päivänä lokakuuta 2016 julkistetun lausuntopalautteen pohjalta. Lisäksi työryhmä selvitti joukkolainamarkkinoiden kehittämistä ja toimivuuden parantamista, josta sen julkistama toinen muistio lähetettiin lausunnolle 27 päivänä tammikuuta 2017.

Työryhmä on pitänyt täydellä kokoonpanolla yhteensä 18 kokousta. Työryhmän muistion valmistelussa on avustanut vahvennettu kirjoittajaryhmä, joka on tavannut 12 kertaa, sekä kehittämisalatyöryhmä, joka on tavannut viisi kertaa. Työryhmä järjesti lakiehdotuksensa luonnoksesta sidosryhmille laajan kuulemistilaisuuden 10 päivänä maaliskuuta 2016, 25 päivänä marraskuuta 2016 ja 16 päivänä joulukuuta 2016. Kuulemistilaisuuteen oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia. Lisäksi työryhmä on kokouksissaan kuullut useita asiantuntijoita.

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

Esityksen ja hankkeen merkittävyyttä on entisestään korostanut Valtioneuvoston kanslian 28 päivänä syyskuuta 2015 julkistamaan toimintasuunnitelmaan strategisen hallitusohjelman kärkihankkeiden ja reformien toimeenpanemiseksi (Hallituksen julkaisusarja 13/2015) otettu kirjaus, jonka mukaan osana toimintasuunnitelman ensimmäistä kärkihanketta (Kilpailukyvyyn

vahvistaminen elinkeinoelämän ja yrittäjyyden edellytyksiä parantamalla) ja tarkemmin sen toisena toimenpiteenä (Yritysten rahoitusaseman ja oman pääoman aseman vahvistaminen) hallitus pitää tärkeänä, että valtiovarainministeriö valmistelee hallituksen esityksen joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi lainanhaltijoiden edustajamallin avulla. Samassa yhteydessä todetaan myös, että hallitus tukee komission pyrkimyksiä pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi ja pyrkii huolehtimaan siitä, että sen käytännön toteutus parantaa myös suomalaisten pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksia, mikä osaltaan on myös kotimaisen joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan esityksen tavoite yhdessä joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muuta työtä joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi.

5.2 Lausunnot hallituksen esitysluonnokseen ja kehittämis ehdotuksiin sekä niiden huomioon ottaminen

Valtiovarainministeriö julkisti valtiovarainministeriön internetsivuilla 1 päivänä heinäkuuta 2016 joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmässä valmistellun yksimielisen työryhmämuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi hallituksen esitykseksi. Työryhmämuistio lähetettiin samana päivänä lausunnotte lausuntopyynnössä tarkemmin yksilöidylle taholle. Lausuntoaika päättyi 9 päivänä syyskuuta 2016, mutta lausunnoille myönnettiin muuttaman tahon esittämästä pyynnöstä lisää aikaa 16 päivä syyskuuta 2016 saakka.

Lausuntopyyntöön vastasi kaikkiaan 31 tahoa. Kaikkiaan 21 lausunnonantajaa ilmaisi tukensa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistarpeelle.

Eräissä lausunnoissa ei otettu kantaa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lain tarpeellisuuteen. Lausunnonantajista ainoastaan yksi kyseenalaisti sen, onko lainsäädäntö oikea tapa yrittää parantaa joukkolainamarkkinoiden kehitystä.

Lausunnoissa yleisesti pidettiin tärkeänä suomalaisten joukkolainamarkkinoiden kehittämistä, koska sen nähtiin monipuolistavan yritysrahoitusta sekä tarjoavan sijoittajille uusia sijoituskohteita. Lausunnoissa kuitenkin esiintyi eriäviä kantoja siitä, minkälainen tarkempi edustajaa koskeva lainsäädäntö on tarpeen. Kaikki työryhmämuistiossa ehdotetun lain luvut ovat saaneet osakseen lausuntopalautetta. Eniten lausunnonantajien huomiota ovat herättäneet ehdotetun lain 2 luku Joukkolainanhaltijoiden edustajan nimeämisestä, edustussopimuksen sitovuudesta ja edustajan toiminnasta, ehdotetun lain 5 luku Vakuusagentin käytöstä kollektiivisissa rahoitusjärjestelmissä sekä ehdotetun lain edustajan rekisteröitymiseen, valvontaan ja seuraamukseen pitkälti elinkeinopoliittista harkintaa sisältävät luvut 6 Oikeus toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana ja 7 Valvonta ja seuraamukset.

Keskeiset esiin nousseet ehdotettua edustajaa koskevaa lainsäädäntöä koskevat sisällölliset palautteet liittyivät (i) edustajan rekisteröitymiseen ja valvontaan, (ii) pakottaviin säännöksiin ja niiden sisältöön (sisällön tarkempi määrittely suoraan laissa vai yksityiskohtaisissa perusteluissa) ja (iii) lain soveltumiseen muihin kollektiivisiin rahoitusjärjestelyihin kuin joukkolainoihin ja vakuusagentin asemaan tässä yhteydessä. Näitä asiakokonaisuuksia on edelleen täsmennetty hallituksen esityksen jatkovalmistelussa lausuntopalautteen mukaisesti.

Työryhmämuistion sisältämän lakiesityksen lisäksi useammassa lausunnossa on lausuttu velkakonversion (engl. *debt-to-equity swap*) mahdollistamisen tarpeellisuudesta ja sen pikaisesta sisällyttämisestä kotimaiseen maksukyvyttömyysääntelyyn (erityisesti osaksi yrityssaneerauslakia). Näitä asiakokonaisuuksia on käsitelty työryhmän kaksiosaisen toimeksiannon toisessa osassa, jonka tarkoituksena oli arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi ja tässä yhteydessä selvittää joukkolainamarkkinoiden toimintaa tai kehitystä mahdollisesti haittaavaa lainsäädäntöä ja esittää rat-

kaisu- ja korjausvaihtoehtoja. Työryhmälle 9 päivänä toukokuuta 2016 myönnetty kuuden kuukauden lisäaika 2 päivään tammikuuta 2017 saakka liittyi keskeisesti kehittämisehdotuksia koskevan työn viimeistelyyn. Samalla lisäaika mahdollisti työryhmän valmisteleman lakiehdotuksen saaman lausuntopalautteen asianmukaisen käsittelyn ja edisti sen ripeää jatkovalmistelua. Kehittämisehdotuksia koskeva muistio luovutettiin ministerille 27 päivänä tammikuuta 2017 ja lähetettiin laajalle lausuntokierrokselle samana päivänä. Lausuntoja saatiin kaikkiaan 27 ja lausuntoyhteenvedo niistä julkistettiin 27 päivänä maaliskuuta 2017. Keskeinen lausuntopalaute koski velkakonversiota, jossa lausunnonantajien näkemykset jakautuivat voimakkaasti.

Työryhmä järjesti laatimastaan ja lausuntopalautteella täydennetystä ja osin korjatusta luonnoksesta joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevaksi lakiehdotukseksi kuulemistilaisuuden 16 päivänä joulukuuta 2016. Kuulemisen tarkoituksena oli kartoittaa viranomaisen, markkinatoimijoiden ja etujärjestöjen näkemyksiä täydennetystä ja osin korjatusta lakiluonnoksesta sekä tunnistaa siinä mahdollisesti edelleen esiintyvät epäjohtamukaisuudet, puutteet ja virheet ennen lakiehdotuksen lopullista viimeistelyä. Kuulemistilaisuuteen oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia.

Työryhmän ehdottamista lahjanlupauslain (625/1947) sekä velkakonversiota koskevista yrityssaneerauslain, luottolaitostoiminnasta annetun lain (610/2014), arvopaperimarkkinalain ja vakuutusyhtiölain (521/2008) muutosehdotusten kiireellisestä jatkovalmistelusta, joihin liittyi työryhmän jäsenten eräviä mielipiteitä, on luovuttu. Näiden ehdotusten jatkovalmistelu tapahtuu oikeusministeriön johdolla.

6 MUITA ESITYKSEN VAIKUTTAVIA SEIKKOJA

6.1 Riippuvuus muista esityksistä

Samaan aikaan tämän esityksen kanssa eduskunnan käsiteltävänä on valtiovarainministeriössä valmisteltu hallituksen esitys laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 28/2016 vp). Esityksissä muutetaan lakia arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä Finanssivalvonnan valvontamaksusta annettua lakia samoilta osin kuin tässä esityksessä on esitetty muutettavaksi.

6.2 Kansainväliset velvoitteet

Esitys ei sellaisenaan perustu EU:n sääntelyyn, vaan kansalliseen harkintaan, joka pohjautuu laajaan eurooppalaiseen lainsäädännön vertailuun. Esityksellä on kuitenkin välillisiä yhtymäkohtia Euroopan komission suunnitelmaan EU:n pääomamarkkinaunionista, jossa yhtenä elementtinä ovat jäsenvaltioiden kansalliset toimenpiteet muun muassa joukkolainamarkkinoiden ja pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksien edistämiseksi. Esitys tukee näin laaja-alaisemmin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämistä ja on laajemmin sidoksissa muun muassa kasvun rahoituksen mahdollistamiseen ja EU:n pääomamarkkinaunionin pyrkimykseen edistää pankkijärjestelmän ulkopuolista markkinaehtoista rahoituksenvälitystä.

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 konkurs- si 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 määrittäjä 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 päivänä kesäkuuta 2008, sopimusvelvoitteisiin sovellettavasta laista eli niin sanotussa Rooma I -asetuksessa sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EY) N:o 864/2007, 11 päivänä heinäkuuta 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, jollei toisin ole sovit- tu. 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 selventää, 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 tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen ja muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu. Joukkolainan määritelmää ei ole tarpeen säätää laissa sen yleisesti tunnetuksi katsotun sisällön vuoksi, vaan on syytä jättää käsite suhteellisen avoimeksi.

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 I:n 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaa sekä liitteen 1 C osan 1 kohdan käsitet-

tä ”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 arvopapereiden kanssa.

MIFIR:n johdosta joukkolainat tulevat tarkan instrumenttikohtaisen EU-tasaisen luokittelun kohteeksi. Tavoitteena on lisätä joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvyyttä ja ulottaa nykyisin osakemarkkinoilla käytössä oleva läpinäkyvyyssääntely soveltuvien 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 muutkaan rahoituspalveluja koskevat direktiivit eivät määrittele siirtokelpoisen arvopaperin siviilioikeudellisia edellytyksiä. Laissa tarkoitettuihin arvopapereihin sisältyvät edelleen ne arvopaperit, joilla on Suomen lain mukaiset vaihdantakelpoisten arvopapereiden 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 arvopapereiden taikka muiden vastaavien rahoitusvälineiden yleisseuraanto on mahdollinen, toisin sanoen luonnollisten henkilöiden kohdalla perimys ja yhteisöjen kohdalla sulautumisen kautta tapahtuva siirto. Siirtokelvottomuus tai rajoitettu siirtokelpoisuus ovat poikkeuksia arvopaperin vapaata luovutettavuutta koskevasta pääsäännöstä.

Joukkolaina 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 lainsäädännön 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-, merkin- ja tuotto-oikeudet, jotka liittyvät yhtiön velkaan tai omaan pääomaan. Esimerkkejä tällaisista ovat erilaiset osakeoikeuksiin liittyvät todistukset. Arvopaperit voivat vaihtoehtoisesti olla sellaisia, että ne johtavat käteissuoritukseen, joka määräytyy siirtokelpoisten arvopapereiden, valuuttojen, korkojen tai tuottojen, hyödykkeiden taikka muiden indeksien tai mittareiden perusteella. Esimerkkinä tällaisista ovat warrantit.

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 tarkoitetussa 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 tarkoitetut joukkolainat laske- taan liikkeeseen dematerialisoituina arvosuuksina. Jos liikkeeseenlasku tapahtuu Suomessa, arvosuuksien käsittelyyn sovelletaan lakia arvosuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (749/2012) ja tilimerkintöjen oikeusvaikutuksiin lakia arvosuustileistä (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 arvosuusjärjestelmän ulkopuolella, sovelletaan tilimerkintöihin lakia arvopaperitileistä (750/2012).

Useat arvosuusjärjestelmässä 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 määrin 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 sisältönsä perusteella oman ja vieraan pääoman välimaastoon, mutta ovat aina kuitenkin selkeästi joko vieraan tai oman pääoman ehtoisia instrumentteja. Tällaisena pidetään muun muassa pääomallainaa, jolla on sekä oman että vieraan pääoman tunnusmerkkejä. Pääomallaina on aina viimesijainen laina eli pääomallaina voidaan yhtiön konkurssissa maksaa vasta muiden lainojen maksamisen jälkeen. Pääomallainan ja sen koron maksamiselle on osakeyhtiölaissa asetettu myös tietyt muita rajoituksia, jotta pääomallainan tai sen koron maksaminen ei vaaranna yhtiön muiden velkojen maksamista. Pääomallaina voidaan kirjanpidossa tietyissä tilanteissa laskea omaan pääomaan rinnastettavaksi eräksi, mutta pääomallainavelkojalta 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 kauppaedustajista 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 lakisäätteistä määritelmää, käsitteellinen sisältö nimenomaan edustajainstituutiota koskevassa asiayhteydessä ja vastaavasti joukkolainamarkkinoiden edustussuhteessa päämiestä asiallisesti vastaavaan osapuoleen viitataan termillä joukkolainanhaltija. Näin on pyritty kuvaamaan paremmin joukkolainamarkkinoiden ja sen yhteydessä toimivan edustajainstituution erityispiirteitä. Lain soveltamisalan näkökulmasta ei myöskään ole syytä rajoittaa mahdollista liikkeeseenlaskijaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:ssä tarkoitettuun liikkeeseenlaskijaan, vaan liikkeeseenlaskijana voi toimia myös muu suomalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö riippumatta siitä, 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 käytetään yleisesti termiä sijoituskohde, joka on merkitykseltään laaja-alaisempi kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu arvopaperi. Tällaisia muita sijoituskohteita ovat perinteisen tulkinnan mukaan muut kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettut arvopaperit, jotka ovat 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 (389/1988) tarkoitettuja kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen yhtiöosuuksia. Muita kuin arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita voivat lisäksi olla esimerkiksi tapauskohtaisesti räätälöidyt tuottoosuudet sekä golf- tai viikko-osakkeet. Muu sijoituskohde on kansallinen käsite eikä sellaiseen sisälly MIFID I:n (engl. *Markets in Financial Instruments Directive*) mukaisiin rahoitusvälineisiin eikä näin ollen ole myöskään MIFID I:n soveltamisalan piirissä. Kansallisena ratkaisuna on, muun muassa asianmukaisten menettelytapojen noudattamisen varmistamiseksi, ulotettu sijoituspalvelulaissa oheispalveluja koskeva sääntely myös muuhun sijoituskohteeseen.

seen. Muu sijoituskohde voi myös sisältää esimerkiksi erilaisia lainaratkaisuja ja kapitalisatiosopimuksia. Jos tällaiset sijoituskohteet eivät ole arvopaperimarkkinalaissa 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 sijoituskohteet 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 digitalisoitumisen ja tästä johtuvan murroksen seurauksena. Näin ollen edustajan toimintaa ei tule pyrkiä rajaamaan pelkästään joukkolainamarkkinoilla tapahtuvaan toimintaan, vaan se on jätettävä mahdollisuuksien mukaan avoimeksi, jotta edustajaa voidaan hyödyntää laajasti erityyppisissä rahoitusjärjestelyissä. Määritelmät ovat kuitenkin hyödyllisiä edustajainstituution vakiinnuttamiseksi kotimaiseen lainsäädäntökehikkoon erityisesti rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta.

Edustajasta on monissa yhteyksissä puhuttu englannin kielessä ja muissa anglosaksisissa *common law* -pohjaisissa oikeusjärjestelmissä vakiintuneella termillä ”*trustee*”, joka perustuu anglosaksiseen trust-instituutioon. Kotimaisessa keskustelussa samankaltaisesta, mutta oikeudellisesti huomattavasti erilaiseen järjestelyyn perustuvasta asiasta on eri yhteyksissä käytetty termiä ”*luottamusmies*”, ”*agentti*” tai ”*asiamies*”. Agentilla on viitattu erityisesti syndikoidun luotonannon yhteydessä toimivaan hallinnoijapankkiin (engl. *facility agent*) tai vakuusagenttiin (engl. *security agent*), joka hallinnoi sopimussuhteen perusteella vakuuksia kaikkien luotonantajien yhteiseksi hyväksi. Englanninkielisessä Suomen lain mukaisessa joukkolainoja koskevassa dokumentaatiossa on viitattu sangen 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 käytän-

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

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 omissa 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 luotonottajaan aina joko suoraan lainasopimuksessa sovitulla tavalla tai muutoin syndikaattipankkien määränemmistöltä saamansa ohjeistuksen mukaisesti. Mikäli syndikoitu lainajärjestely on vakuudellinen, toimii agenttipankki yleensä myös vakuusagenttina. Vaikka syndikoidun rahoitusjärjestelyn lainaosuuksien siirrettävyys (velkojan vaihdos) on keskeinen järjestelyn ominaisuus, syntyy uuden rahoittajan ja agenttipankin välille kuitenkin aina suora sopimussuhde siirtohetkellä allekirjoitettavan dokumentaation allekirjoituksin. Syndikoidun luoton tyypillisiä käyttöaloja ovat muun muassa käyttöpääomarahaus, 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 vaikiintunut joukkolainanhaltijoiden edustusta koskeva sopimuskäytäntö voi pääosin jatkua. Laissa järjestetään ennen muuta sopimusjärjestelyjen sivullissitovuutta 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 pitänytäkään tietää joukkolainanhaltijoiden edustajalle antamista toimiohjeista eikä niiden ylittämistä. Oikeustoimen edustajan kanssa tehneen henkilön vilpittömä mieltä suojataan toimivallan ylittämistapauksissa. Vilpittömä mieli 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 ylittämisestä, 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 sijoituspalvelulaissa 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 edustussopimuksella 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 arvo-

paperimarkkinatapaa 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 olettamasaäntöjä. Olettamasaäntö on siten lähtökohta, jollei muusta ole nimenomaisesti sovittu.

Pakottavista säännöksistä huolimatta lainsäädännön on tarkoitus muodostua suppean puitelain pohjalle, jolla ei ole tarkoitus puuttua markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavien oikeudellisten epävarmuustekijöiden poistamiseksi. Joukkolainanhaltijoiden, edustajan ja liikkeeseenlaskijan toimintaa ei näin ollen pyritä ohjaamaan lainsäädännöllä enempää kuin esimerkiksi riittävän tasoisen sijoittajansuojan saavuttaminen ja osapuolten oikeusvarmuuden näkökulmasta merkittäväksi arvioitu sopimusjärjestelyjen sivullissitovuus 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 kiinnostavan 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 sivullissitovuuteen siten kuin siitä säädetään arvo-osuustileistä annetussa laissa ja laissa arvopaperitileistä. Lailla 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.

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 velkoja 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 joukkolainanhaltijoita (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 edustussopimuksessa 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 edustussopimuksessa 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 edustussopimuksessa tai muussa joukkolainaan liittyvässä sopimuksessa. Viimeksi mainitulla voidaan tarkoittaa velkojien välistä sopimusta tai joskus vakuussopimusta.

Edustaja nimetään valvomaan yleensä kaikkien joukkolainanhaltijoiden etuja, koska tällainen ratkaisu edistää käytännön tasolla asioiden tasapuolista ja keskitettyä hoitoa sekä liikkeeseenlaskijan että joukkolainanhaltijoiden kannalta. Toisaalta tilanteiden moninaisuuden näkökulmasta on tarkoituksenmukaista jättää kysymys viime kädessä sopimusvapauden piiriin. On myös mahdollista, joskin poikkeuksellista, että edustaja nimetään valvomaan vain erikseen sovittujen joukkolainanhaltijoiden etuja, tai että useamman edustajan kesken eri tehtävät on jaettu 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 edustajana toimivassa yhteisössä omistuksen tai muun seikan perusteella taikka edustajaksi nimettävän 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 siirronsajat 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 mukaiseen konkurssiin, yksityishenkilön velkajärjestelystä annetussa laissa (57/1993) tarkoitettuun yksityishenkilön velkajärjestelyyn tai yrityksen saneerauksesta annetun lain 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 suojaa. Tällaisessa tapauksessa yhdenvertaisuusvaatimuksen vastainen toiminta voidaankin luonnehtia toimivallan ylityksen kaltaiseksi tilanteeksi. Tällöin edustajan kanssa oikeustoimen tehnyt osapuoli, joka ei tiennyt ja jonka ei pitänyt tietää edustajan toimivallan ylitykseen verrattavasta yhdenvertaisuusvaatimuksen vastaisesta toiminnasta, voisi saada vilpittömän mielen suojaa, ja oikeustoimi jäisi voimaan.

Yhdenvertaisuusvaatimuksella tarkoitetaan, että kaikissa tilanteissa eri joukkolainanhaltijoiden muodostamien ryhmittymien sisällä joukkolainanhaltijoita on kohdeltava keskenään tasapuolisesti ja vastaavasti eri ryhmittymiä on käsiteltävä keskenään tasapuolisesti. 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 hoidtaessaan joukkolainanhaltijoita kohtaan edustussopimuksessa 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 11 luvun 7 §:n mukaan asettaa kohdeyhtiön 11 luvun 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu). Muitakin eroja on, sillä osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain soveltamisalojen erilaisuuden takia kaikki osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n soveltamistilanteet eivät kuulu arvopaperimarkkinalain soveltamisalan piiriin jo siksi, ettei arvopaperimarkkinalakia sovelleta listaamattomiin yhtiöihin. Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaate ei myöskään tule sovellettavaksi yhtiön ja sen velkojien tai yhtiön osakkeenomistajien ja yhtiön velkojien välisiin suhteisiin. Tasapuolisen kohtelun vaatimusta on luonnehdittu yhdenvertaisuusperiaatetta yksityiskohtaisemmaksi, sillä se koskee ensisijaisesti tietyn arvopaperilajin omistajien keskinäistä suhdetta. Samaan lajiin kuuluvasta arvopaperista ei saa tehdä tietyille omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan samaan lajiin kuuluvien arvopaperien muille omistajille. Toisaalta erilaisten arvopaperien ehdot voidaan määrittää lajikohtaisesti erilaisiksi. Tasapuolisen kohtelun vaatimuksesta seuraa muun muassa, että vastikkeiden on oltava keskenään järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa.³ Pykälän 1 momentin säännös on pakottava eikä siitä voida sopia toisin.

Pykälän 2 momentissa säädetään hyvästä arvopaperimarkkinatavasta. Hyvää tapaa koskevia säännöksiä on vakiintuneesti sisältynyt rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Esimerkiksi luottolaitostoinnasta annetun lain menettelytapoja asiakasliiketoiminnassa koskevan 15 luvun 1 §:n mukaan luottolaitoksen on noudatettava hyvää pankkitapaa. Vielä kauemmin, jo 1930-luvulta alkaen, on vakuutusyhtiölaissa säädetty hyvästä vakuutustavasta, ja nykyisen sanamuodon (25 luvun 1 §) mukaan ”*Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa, että vakuutusyhtiöt noudattavat vakuutustoimintaa koskevaa lainsäädäntöä ja hyvää vakuutustapaa*”. Finanssivalvonnasta annetun lain 3 §:n 1 momentin mukaan ”*Finanssivalvonta edistää lisäksi hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla*”. Lisäksi saatavien perinnästä annetun lain 4 §:n 1 momentin mukaan perinnässä ei saa käyttää hyvän perintätavan vastaista tai muutoin velallisen kannalta sopimatonta menettelyä. Kun toimialakohtainen hyvä tapa ja käytäntösäännöt muotoutuvat itsesääntelyssä, kysymys on myös oikeusnormien ja itsesääntelyn vuorovaikutuksesta, jossa pitää ottaa huomioon oikeudelliset, eettiset ja moraaliset näkökohdat. Itsesääntelyn tavoitteena on tavallisesti varmistaa oman elinkeinoalan tai ammattiryhmän toiminnan laatu.

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 liiketoimintasuunnitelmaa ja vähimmäispääomaa koskevien vaatimusten osalta kohdistuvaa suhteellisen kevyttä sääntelyä, jonka voidaan katsoa edellyttävän säännöstä hyvän tavan noudattamisesta. Kuten arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §, säännös koskee muitakin rahoitusväli-

³ Seppo Villa: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? Lakimies 2008 s. 563—581.

neitä 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 yhtiökokouksien julkistamista. Tulkinta, jonka mukaan hyvää arvopaperimarkkinatapaa olisi kauttaaltaan sovellettava myös osakeyhtiölakia noudatettaessa, koska useimmat transaktiot arvopaperimarkkinoilla sisältävät yhtiöoikeudellisia piirteitä, olisi normaalia 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 (162/2014) 12 luvun 2 §:ssä säädettyä viittausta. Lakiin lisättävä säännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta on tarpeen edustajan toiminnan luotettavuuden ja sijoittajansuojan vahvistamiseksi etenkin joukkolainamarkkinoilla, koska arvopaperimarkkinalainsäädännön pääasiallinen näkökulma on osakemarkkinoiden sääntely. Edustajan laajat toimintaoikeudet sekä oikeus asiakasvarojen ja vakuuksien säilyttämiseen ja oikeudelliseen määräämiseen puoltaisivat toimialan itsesääntelystä säätämistä, mutta koska toimijoita on vähän, velvollisuus itsesääntelyn kodifiointiin saataisi olla liian raskas. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen korvaa velvollisuuden itsesääntelyn kodifiointiin.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan merkitys korostuu edustajan toiminnassa sen fidusiaarisen 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 edustussopimuksessa. Edustaja saa kelpoisuuden toimia edustajana suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja kolmansiin, kun edustaja on edustussopimuksessa nimetty tehtävänsä ja edustussopimus 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 edustussopimuksen 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 jälkitointia joukkolainanhaltijoilta.

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

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

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

Sopimuskäytännössä on syytä varautua myös siihen, ettei ensimmäiseen velkojainkokoukseen osallistu yhtään joukkolainanhaltijaa tai sellaista määrää joukkolainanhaltijoita kuin 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 tärkeätä, että edustaja voi käyttää joukkolainaa koskevista 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 päätösvallan käyttämisen joukkolainanhaltijoiden puolesta konkurssilain 15 luvun säännösten mukaisesti, joukkolainanhaltijoiden konkurssisaatavien valvomisen konkurssilain 12 luvun 6 §:n mukaisesti (ja mainitun säännöksen sitä estämättä) sekä pesänhoitajan laatiman jakoluettelohdotuksen riitautusoikeuden konkurssilain 13 luvun säännösten mukaisesti ilman erillistä

valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. Myöskään pesänhoitajalla tai muilla velkojilla ei ole oikeutta riitauttaa jakoluettelossa olevaa saatavaa tai sen etuoikeutta perusteineen konkurssilain 13 luvun 1 §:n 3 kohdan tai 13 luvun 4 §:n nojalla pelkästään sillä perusteella, että saatavan on ilmoittanut edustaja joukkolainanhaltijoiden puolesta.

Konkurssilain 1 luvun 1 §:n mukaan velallinen, joka ei kykene vastaamaan veloistaan, voidaan asettaa konkurssiin. Konkurssi on velallisen kaikkia velkoja koskeva maksukyvyttömyysmenettely, jossa velallisen koko omaisuus käytetään konkurssisaatavien maksuun. Konkurssin alkaessa velallinen menettää määräysvallan omaisuuteensa. Omaisuus realisoidaan ja saadut varat käytetään velallisen velkojen suoritukseksi. Konkurssiin asettamisen yleisenä edellytyksenä on velallisen maksukyvyttömyys eli velallinen on muutoin kuin tilapäisesti kyvytön suoriutumaan maksuvelvoitteistaan niiden erääntyessä. Konkurssiin asettamisesta päättää toimivaltainen tuomioistuin velallisen tai velkojan hakemuksesta. Tuomioistuin määrää pesänhoitajan hoitamaan velallisen omaisuutta ja konkurssipesän hallintoa. Velallista voi hakea konkurssiin velallisen lisäksi myös velkoja, jos konkurssilain 2 luvussa 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 jakoluetteloehdotuksen 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, shekkilaissa 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.

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 vaikutuksiltaan 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 säädännön 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 saneerausmenettelyyn ja puoltaa liikkeeseenlaskijan omaa saneeraushakemusta edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli joukkolainanhaltijoiden puolesta ja lukuun sekä käyttää näiden puolesta puhevaltaa kyseiseen joukkolainaan perustuvien oikeuksien täytäntöönpanossa sekä ottaa vastaan selvittäjältä tiedoksiantoja saneerausmenettelyn eri vaiheissa ilman eri valtuutusta joukkolainanhaltijoilta. 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 maksukyvyttömyysmenettelyt, joihin sellaisen joukkolainan, johon tämä laki soveltuu, liikkeeseenlaskija voidaan asettaa, mistä syystä 1 momentin 3 kohdassa on selvyuden vuoksi viittaus myös muihin soveltuviin maksukyvyttömyysmenettelyihin tai vaikutuksiltaan vastaaviin virallismenettelyihin. Muulla soveltuvalle maksukyvyttömyysmenettelyllä viitataan esimerkiksi ulkomaisiin maksukyvyttömyysmenettelyihin, joiden kohteena liikkeeseenlaskija tai

sen asianomaisen oikeusjärjestyksen alueella sijaitseva omaisuus voi olla. Mikäli liikkeeseenlaskija on erityislainsäädännössä säännelty yhteisö, kuten luottolaitos tai sijoituspalveluyritys, muulla soveltuvalla maksukyvyttömyysmenettelyllä voidaan tarkoittaa esimerkiksi luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annetussa laissa (1194/2014) tarkoitettuja menettelyjä.

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

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 vakuuksien 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 maakaaressa (540/1995) säänneltyä sähköistä panttikirjaa, sähköiseen lainhuuto- ja kiinnitysrekisteriin tulisi voida merkitä, että ”*edustaja hallinnoi panttia joukkolainanhaltijoiden lukuun*”. Sähköisen panttikirjan järjestelmässä ei laadita lainkaan kirjallista panttikirjaa, vaan sen korvaa sähköinen merkintä julkisessa lainhuuto- ja kiinnitysrekisterissä. 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 annettun 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 yh-

teisöoikeudellisista 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 edustussopimuksessa voidaan määrätä, että edustaja on oikeutettu tai velvoitettu toimimaan itsenäisesti tai ainoastaan kaikkien joukkolainanhaltijoiden tai edustussopimuksessa 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 oikeuksia. Joukkolainanhaltijoiden edustussopimuksessa sovitun osuuden antama ohjeistus sitoo myös vähemmistöön jääneitä ja äänestämättä jättäneitä joukkolainanhaltijoita.

Sen sijaan, että edustajalle annettaisiin edustussopimuksessa nimenomainen oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin, saneerausmenettelyyn tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn, edustussopimuksessa on käytännössä vakiintuneesti ollut tapana sisällyttää niin sanottu *no action* -lauseke, jonka mukaan joukkolainanhaltijat luopuvat nimenomaisesti näistä velkojan oikeuksistaan. Nykyistä sopimuskäytäntöä tulee tulkita siten, että kyseinen oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin, saneerausmenettelyyn tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn on joukkolainanhaltijoiden sijasta yksinomaan edustajalla (pois lukien ne tilanteet, joissa on nimenomaisesti sovittu rinnakkaisesta toimintaoikeudesta). Selvyyden vuoksi todetaan, että edustajan tämän pykälän mukaiset toimintaoikeudet koskevat ainoastaan sitä joukkolainaa, jota 7 §:ssä tarkoitettun edustajan oikeudet koskevat tai jonka ehdoissa edustajalle annetut täydentävät oikeudet on perustettu. Mikäli joukkolainanhaltija on samassa maksukyvyttömyys-

menettelyssä 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 (soveltuvin osin arvopaperimarkkinalain 8 luvun 4 §:n mukaisesti), joissa äänestetään kulloinkin tehtävistä merkittävistä joukkolainanhaltijoita koskettavista niin liikkeeseenlaskijaa, liikkeeseen laskettua joukkolainaa kuin edustajaa koskevista toimenpiteistä. Edustaja voi täyttää tiedonantovelvollisuutensa suhteessa joukkolainanhaltijoihin monin eri tavoin. Tämän vuoksi momentissa ei säädetä siitä, miten joukkolainanhaltijoita on tiedotettava edustajan taloudellisessa tilanteessa tapahtuneista olennaisista muutoksista ja muista seikoista, jotka vaikuttavat edustussopimuksen täyttämiseen. Edustajalle laissa asetetun tiedonantovelvollisuuden toteuttamistapa on sovittava edustussopimuksessa.

Edustajan ja vakuusagentin toiminnasta, oikeuksista ja velvollisuuksista säädetään lisäksi arvopaperimarkkinalaissa, jonka 1 luvun yleiset säännökset voivat tulla sovellettavaksi myös edustajaan, jos edustaja tai vakuusagentti hallinnoi arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja arvopapereita. Tämä koskee koko lain soveltamisalaa. Arvopaperimarkkinalaki ei kuitenkaan tule sovellettavaksi, jos edustajan tai vakuusagentin hallinnoimat arvopaperit ovat joko lain tai

sopimusmääräyksen nojalla siirtokelvottomia tai rajoitetusti siirtokelpoisia taikka muita vastaavia rahoitusvälineitä eivätkä näin ollen täytävä 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 liikkeesenlaskijaa 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 edustusoikeuden järjestelyjen osalta kysymys sen peruutettavuudesta on aiheuttanut epävarmuutta voimassa olevan oikeuden kannalta. Keskustelua on käyty siitä, voidaanko edustus sopimuksen 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 edustus sopimusta edustus sopimuksen 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 toimissaan 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 sovittulla tavalla, jollei edustussopimuksen mukaisesti ole nimenomaisesti sovittu, ettei kyseisessä joukkolainassa jatkossa enää käytetä edustajaa. Riippumattomuuden menettämällä 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 tarkoitettulle joukkolainalle, jossa kyseinen elinkeinonharjoittaja toimii edustajana, on edustussopimusten mukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä nimetty uusi edustaja. Säännöksen tarkoitus on asettaa velvollisuus ryhtyä toimenpiteisiin edustajan vaihtamiseksi, jos rekisteröinti perutaan. Säännös liittyy lain luonteeseen puitelakina ja sen mahdollistamaa sopimusvapautta korostavaan tahdonvaltaisuuteen, minkä vuoksi laissa on vain harvoja pakottavia säännöksiä. Jos edustussopimuksessa ei ole sovittu uuden edustajan nimeämismenettelystä edellä tarkoitetuissa 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 päättymisen, 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 liikkeenlaskijaa 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 liikkeenlaskija, 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 liikkeenlaskijaa vastaan niin kauan kuin heidän eduistaan huolehtiva edustaja on toimintakelpoinen (niin sanottu negatiivinen kanneoikeus). Kyseessä on vastakkainen oikeus sille, että joukkolainanhaltijat voivat edustussopimuksessa siirtää osan heille normaalisti kuuluvasta toimivallasta edustajalle nimenomaisilla edustussopimukseen tai merkintäsitoumukseen otettavilla ehdoilla (edustajan itsenäinen toimivalta).

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

Vastaavaa lopputulosta voidaan perustella myös Suomen oikeusjärjestelmässä vakiintuneella instituutiolla nimeltään prokurasiirto, jota voidaan kuvaavammin luonnehtia ”*perimissiirroksi*” eli asianosaisen saatavan siirtämiseksi toiselle perittäväksi. Asiasta on säännöksiä vekselilaissa, shekkilaissa ja laissa saatavien perinnästä. Lähtökohtana kaikissa edellä mainituissa laeissa on, että jos velkoja on antanut perinnän jonkun muun tehtäväksi, velallisen tällaiselle toimeksisaajalle suorittama maksu on pätevä alkuperäistä velkojaa kohtaan. Velkojan siirrettyä saatavansa prokurasiirroin toimeksisaajalle on tällä lähtökohtaisesti kyseistä saatavaa koskeva kannevalta ja oikeus ryhtyä muihin vastaaviin velalliseen kohdistuviin toimiin perimistarkoituksin siirretyn saatavan perusteella. Ilman erityistä perustetta velkoja ei voi myöskään ryhtyä itsenäisesti perittäväksi siirrettyä saatavaa koskeviin perintätoimiin tai kyseenalaistaa toteuttamaansa saatavan siirtoa. Prokurasiirto näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalla järjestää edustajan asema tälle riittävät toimivaltuudet turvaavalla tavalla ilman, että joukkolainanhaltija voi käyttää edustajan kanssa rinnakkaista toimivaltaa. Tätä konstruktiota on myös laajasti hyödynnetty kotimaisessa markkinakäytännössä. Prokurasiirrosta ei ole kyse kuitenkaan itse saatavan omistusoikeuden siirrosta, vaan ainoastaan siirrosta perimistarkoituksessa eli omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta. Näin ollen saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla eikä saatavan pitäisi kuulua edustajan konkurssipesään. Prokurasiirto liittyy keskeisesti edustajan saamis- ja perintäoikeuksien turvaamiseen. Edustajalla on kuitenkin joukkolainan voimassaoloaikana myös monia muita aineellista päätösvaltaa sisältäviä tehtäviä, jotka eivät liity 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 täytäntöönpanotoimien mahdollistamiseksi sopimukseen sisällytetään usein yhdenmukaiset ja standardoidut yhteistoimintalausekkeet (engl. *Collective Action Clauses, CACs*). Ne mahdollistavat joukkolainanhaltijoiden kokouksen usein määräenemmistön 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 sovittu. Osapuolet voivat sopimusvapauden puitteissa sopia tarvittavan enemmistön suuruudesta taloudellisesti merkittävien asioiden osalta. Markkinoilla nykyisin vakiintuneena määräenemmistövaatimuksena voidaan pitää joko 2/3:n tai 3/4:n enemmistöä, mutta tietyt asiat on voitu joukkolainan ehdoissa sopia ratkaistavan myös yksinkertaisella enemmistöllä. Kyseiset määräenemmistövaatimukset 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 määräenemmistövaatimus 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 yrityksen investointirahoituksessa, yrityskaupparahoituk-

nessa, saatavan tai liiketoiminnan arvopaperistamisessa taikka projektirahoituksessa silloin, kun niissä turvaututaan vakuudellisen joukkolainan liikkeeseenlaskuun, käytetään edustajaa tai edustajana toimivaa vakuusagenttia säilyttämään rahoitusjärjestelyyn liittyviä vakuuksia ja oikeudellisesti määräämään niistä velkojen 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 tilityselvöllisyyksineen.

Arvopaperistamisjärjestelyssä erillisyhtiö (engl. *Special Purpose Vehicle, SPV*) laskee liikkeeseen vakuudellisen joukkolainan. Saatavan arvopaperistamisessa joukkolainanhaltijoiden saatavan vakuutena on erillisyhtiön ostama saatavakanta (yksilöidyt saatavat) ja näiden vakuutena ovat 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 projektityhtiö laskee liikkeeseen vakuudellisen joukkolainan, jonka vakuutena on periaatteessa projektityhtiön koko varallisuus. Vakuutena voi tulla kysymykseen kiinteistön panttaus, yritys kiinnitys ja ennen muuta projektityhtiön sopimuksiin perustuvat tulevat saatavat ja pankkitilit.

Arvopaperistamisjärjestelyssä erillisyhtiön ja projektirahoituksessa projektityhtiön liikkeeseen laskeman vakuudellisen joukkolainan yhteydessä joukkolainanhaltijoiden edustajan tehtävänä on aktiivisesti seurata liikkeeseenlaskijan (erillisyhtiön/projektityhtiön) liiketoimintaa (sopimuksiin otettuja kovenantteja) ja pystyä neuvottelemaan joukkolainanhaltijoiden (sijoittajien/velkojen) 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 varojen suhteen tehtäviä toimeksiannon mukaisesti, kuten tilillä olevien varojen jakaminen käytettäväksi eri toimijoiden kesken. Normaalitylanteessa edustaja ei hoida joukkolainan maksuliikennettä, vaan tämä tehtävä kuuluu erilliselle maksuagentille, joka on liikkeeseenlaskijan asiamies. Joukkolainalle tehtävät pääoman ja koron maksut ohjautuvat edustajalle käytännössä ainoastaan tilanteissa, joissa joukkolainaa on eräännytetty ennen aikaisesta 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 arvo-paperitileistä. 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 olettamassääntö.

Yksittäisen joukkolainanhaltijan oikeusasema jäsenyyty 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 pitänytkaan tietää siitä, että edustaja vakuudenhaltijana on ylittänyt toimivaltansa oikeustoimen tehdessään. Tällainen tilanne voi syntyä käy-

tännössä erityisesti silloin, kun edustaja toimii vakuudenhaltijana omissa nimissään vaikkakin joukkolainanhaltijoiden lukuun. Tällöin syntyy tarve suojata vakuudenhaltijana toimivan edustajan tekemän oikeustoimen osapuolen perusteltua vilpittömyyttä. Osapuolen vilpittömyyden 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 vilpittömyyden 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 määräämävallasta eli hallinnasta. 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 velkoja 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 velkoja 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 hallintaa, 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 lainanottajien 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 vakiintunutta 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 tärkeää, että vakuusagentin nimeämistä koskeva sopimusjärjestely osana vakuudellista kollektiivista rahoitusjärjestelyä perustaa vakuusagentille oikeuden käyttää kaikkia vakuudenhaltijalle kuuluvia oikeuksia edustussopimuksessa sovitulla tavalla kaikkia vakuudensaaajia 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 vakuudensaaajan 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 kolmansiiin 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 pitänytkaan 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 arvoosuustileistä 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 päivänä tammikuuta 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 liikkeeseenlaskua, 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 säännellyllä 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 OECD-valtiossa. Sääntely ei siten rajoitu ETA-valtioihin tai jos edustajana toimiminen Suomessa on ainoastaan tilapäistä.

Finanssivalvonta ylläpitää rekisteriä, johon 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 lu-

vussa 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 säädetystä rekisteröitymisvelvollisuudesta saatujen tuoreiden kokemusten valossa lisätä pienyritystä, innovaatioita ja kilpailua.

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

Jaottelun perustuminen listaamattoman ja listatun joukkolainan eroihin asettaa listaamattomat ja listatut joukkolainat eri asemaan, saattaa lisätä listautumiskynnystä aiheuttomasti 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 Euroopan talousalueella (jäljempänä *ETA-alue*) 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 likviditeettisistä 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 yrityslainat ovat niin sanottuja *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 rekisteröitynyttä 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 vähit-

täissijoittajille (ei-ammattimaisille asiakkaille) ja joka perustuu esitedirektiivin (2003/71/EY)⁴ 3 artiklan 2 kohdan toisen kappaleen ensimmäiseen virkkeeseen.⁵ 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*”.⁶ Retail cascade -poikkeus estää joukkolainan tarjoamisen ei-ammattimaisille asiakkaille, jos joukkolainasta ei ole tehty Finanssivalvonnan hyväksymää esitettä. Joukkolainan listattaessa on tehtävä esite, vaikka joukkolainaa olisi alun perin tarjottu vain kokeneille sijoittajille tai alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia (arvopaperimarkkinain 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 prosenttia 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.

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

⁴ 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.

⁵ ”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.”

⁶ ”Säännöksen tarkoituksena on myös estää esitteen julkaisemisvelvollisuuden kiertäminen. Jos edelleen myynti tai välitys katsotaan erilliseksi tarjoukseksi, esite on julkaistava edelleen myyntiä varten samoin edellytyksin kuin alkuperäisessä tarjouksessa. Esimerkiksi tarjottaessa arvopapereita vain kokeneille sijoittajille tai tarjottaessa tietty määrä tai tietynlaisia velka-arvopapereita, esitedirektiivin mukaisesti 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).

edellytysten näkökulmasta pidettävä toimialalle hallinnollista taakkaa aiheuttavana ja tarpeettoman raskaana vaatimuksena sillä saavutettaviin lähinnä sijoittajansuojaan liittyviin hyötyihin nähden. Sijoittajansuojaa lisäävät erityisesti edustajan toimivaltaa toimia joukkolainanhaltijoiden puolesta koskevat lukuisat säännösethdotukset, 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 annetussa laissa tarkoitettuihin rekisteröitymisvelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin ja joukkorahoituslaissa 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 arvopaperimarkkinain 2 luvussa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla tai mainitussa luvussa tarkoitetussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Rekisteröitymistä koskevan sääntelyn rakenteellisina ja lakiteknisinä esikuvina ovat laki eräiden luotonantajien rekisteröinnistä (747/2010)⁷ ja laki vakuutusedustuksesta, joita on käytetty mallina myös joukkorahoituslaissa. Kyseiset lait liittyvät paljolti kuluttajansuojaan, mikä on myös joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi perusteltua. Etenkin pk-yritysten ja kasvuyritysten joukkolainojen tarjoamisen edellytyksiä yksityissijoittajille ja muille ei-ammattimaisille asiakkaille on pidetty tarpeellisenä lisätä, mikä edellyttää yhtäältä sijoittajansuojan vahvistamista esityksen mukaisella tavalla ja toisaalta joukkolainan liikkeesenlaskukustannusten alentamista, kuten kehittämällä joukkolainoille kotimaisia malliehtoja itsesääntelyn kautta.

Euroopan komission 30 päivänä marraskuuta 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 yksikkökokoo (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 tukkimarkkinapoiikeus esitteentekovelvollisuudesta on 100 000 euron minimimerkintä (ei litterakoko), mikä ei ole muuttumassa esiteasetusehdotuksen johdosta. 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.

⁷ 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.

Rekisteröityminen on toteutunut, kun Finanssivalvonta on merkinnyt ilmoituksen tekijän 17 §:n mukaisesti rekisteriin. Finanssivalvonnalla on velvollisuus pitää joukkolainoissa, joista on julkaistu tai aiotaan julkaista arvopaperimarkkinalain 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 arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 §:n ja 3 §:n mukaisesti, ei edellytetä rekisteröidyn edustajan käyttämistä. Kysymyksessä on kansallisessa harkinnassa oleva hallinnollinen järjestely eikä EU-säädösten mukainen rekisteröitymis- tai toimilupaprosessi. Vaatimus ylittää siten EU-sääntelyn vähimmäisvaatimukset. Velvollisuus sangen raskaan toimilupaprosessin läpiviemiseen on vaatimuksena ylimitoitettu, joten on tarpeen luoda vaihtoehtoinen menettely, joka keventää edustajien hallinnollista taakkaa. Toimilupa, jos se perustuisi EU-sääntelyyn, antaisi oikeuden sen sisältämien palvelujen tarjoamiseen rajojen yli EU-valtiosta toiseen. Kansalliseen sääntelyyn perustuva toimilupavaatimus ei kuitenkaan anna oikeutta palvelun tarjoamiseen EU-valtiosta toiseen, eikä EU-sääntelyyn 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 kovenanteja 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 tarkoitetut tiedot eli elinkeinonharjoittajan täydellinen nimi. Lisäksi on ilmoitettava toiminimi, aputoiminimi, yritys- ja yhteisötunnus tai muu vastaava tunnistus ja jokaisen 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 tarkoitettu 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 Isossa-Britanniassa FCA:n (*Financial Conduct Authority*), myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, vakuutusyhtiötä, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä, joukkorahoituksen välittäjää 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. Vastavalla 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-säätelyyn. Lisäksi kansallinen säätely 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 lain-säädännön 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. Ulko-

maisen 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 tunniste sekä niiden toimipaikkojen käyntiosoite, 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 päivänä tammikuuta 1994, jolloin Finanssivalvonnan edeltäjälle Rahoitustarkastukselle säädettiin esitteiden ennakkohyväksyntävelvollisuus kaikista joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskujen yhteydessä julkistettavista tiedoista. Rahoitustarkastus piti tämän jälkeenkin velkakirjalainan nyttemmin kumotun 34 §:n 4 momentin mukaista luetteloa yleisölle tarjotuista joukkovelkakirjalainoista ja niiden liikkeeseenlaskijoista.⁸ Luettelon pitämisen velvollisuus kumottiin 1 päivänä heinäkuuta 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 toisessa ETA-valtiossa asetetaan rajat ylittävälle palveluntarjonnalle sellaisia edellytyksiä, että rekisteröitynyt edustaja ei voi tarjota palveluja kyseisessä ETA-valtiossa.

Pykälän 2 momentin mukaan edustajan on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle 15 §:n 2 momentissa tarkoitettujen rekisteriin merkittyjen tietojen muutoksista sekä liiketoimintansa lopettamisesta.

18 §. Rekisteröitymisen edellytykset. Pykälässä säädetään edellytyksistä, joiden täyttyessä Finanssivalvonnan on merkittävä rekisteri-ilmoituksen tekijä joukkolainanhaltijoiden edustajien rekisteriin. Rekisteröitymismenettelyyn ei siis liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa. Pykälän 1

⁸ Vanhempaan lainsäädäntöön viitattaessa on pitäydytty niissä käytetyssä joukkovelkakirjalainakäsitteessä, vaikka 1. lakiehdotuksessa käytetään lyhyempää joukkolaina-käsitettä.

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.

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

Joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemuksella tarkoitetaan esimerkiksi niiden lainsäädännön alojen tuntemista, jotka tulevat kysymykseen joukkolainanhaltijoita edustettaessa. Lisäksi toiminnan tuntemus kattaa edustamisen edellyttämän teknisen tiedon, taidon ja muun vastaavaan valmiuden. Joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus voi perustua usean vuoden käytännön kokemukseen esimerkiksi eri tehtävissä toisen rahoitusmarkkinatoimijan palveluksessa tai koulutukseen, joka voi olla joko suoritettu tutkinto tai muulla koulutuksella saatu ammattipätevyys. Koska edustajana toimiminen edellyttää hyvää ammattitaitoa ja lainsäädännön tuntemusta, ilmoituksen tekijällä 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 4 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 tarkoitettun 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 liiketoimintakielto on edelleen voimassa, edustajana toimiminen ei tule kysymykseen, mutta päättynytkin liiketoimintakielto voidaan ottaa huomioon arvioitaessa henkilön luotettavuutta.

Pykälän 3 momentin mukaan rekisteröitymisen edellytyksenä on, että ilmoituksen tekijällä on oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai Finanssivalvonnan riittäväksi arvioima ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus. Vaatimuksen on täyttyttävä myös rekisteröitymishetken jälkeen ja oltava voimassa edustajan koko toiminta-ajan. Säännös perustuu kansalliseen harkintaan ja sallii myös Finanssivalvonnan 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 perustamispääomaan nähden, on tarpeen epäluotettavien toimijoiden ja muiden kokeilijoiden pitämiseksi poissa toimialalta.

Säännös ylittää EU-säätelyn vähimmäisvaatimukset. Koska joukkolainanhaltijoiden edustajien markkinat ovat nykyisin keskittyneet muutamaa 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 riittävaksi 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 edustusopimuksessa, 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 riittävaksi 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. Koska momentissa tarkoitetut asiat yleensä sovitaan edustusopimuksessa, 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 liikkeeeseenlaskijasta ja liikkeeeseenlaskun 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 rekisteröitymisvelvolli-

sena 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—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 vaihtoehtorahastojen hoitajista annettua lakia. Toisaalta esimerkiksi vahingonkorvausvastuun sääntely ulottuu osakeyhtiölain 22 luvun säännösten mukaisesti sekä joukkolainanhaltijoiden edustajaan että sen toimivaan johtoon, jos edustajan oikeudellinen muoto on osakeyhtiö.

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 edustussovimukset eivät ole 6 §:n 1 ja 2 momentissa, 8 §:ssä ja 13 §:ssä tarkoitettujen pakottavien säännösten vastaisia. Edustussovinnuksesta 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 5 §:stä. Täsmällisten valvontavelvollisuuksien määrittely on tarpeen, jotta ei synny väärää mielikuvaa Finanssivalvonnan valvonnan laajuudesta ja jotta vastuu rekisteröitymättömän edustajan toiminnasta ei tosiasiallisesti siirry valvontaviranomaiselle.

Pykälän 2 *momentin* mukaan Finanssivalvonnalla on oikeus saada sakan täytäntöönpanosta annetun lain (672/2002) 46 §:ssä tarkoitetusta sakkorekisteristä tiedot, jotka ovat tarpeen edustajaksi rekisteröidyn tai edustajan toimivaan johtoon kuuluvan luonnollisen henkilön luotettavuuden selvittämiseksi. Säännös vastaa vakuutusedustuksesta 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 luovutuksensaajalla on oikeus henkilötunnuksen käsittelyyn henkilötietolain (523/1999) 13 §:n tai muun lain nojalla. Järjestelmä on tarkoitettu järjestää siten, että massahaut eivät ole mahdollisia. Rekisterinpitäjää koskee vaatimus suojata tiedot asianmukaisesti tietosuojalainsäädännön mukaisesti henkilörekisterissä ja tietoja luovutettaessa riippumatta siitä, millä tavalla sähköinen luovutus teknisesti toteutetaan.

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 tunnistus, päätoimipaikka ja niiden toimipaikkojen käyntiosoite, joissa joukkolainanhaltijoiden

edustamista harjoitetaan; (ii) toimitusjohtajan ja hänen sijaisensa nimi, hallituksen jäsenten ja varajäsenten nimet, hallitukseen rinnastettavan toimitusjohtajan 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 tarkoitettuna käännetyksi todistustaakan ja 6 §:n 2 momentissa tarkoitettuna 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 kanavointisäännön 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 sopimussuhteissa aiheutuneita vahinkoja niin, että henkilö- tai esinevahinkoon liittymätön niin sanottu

puhdas varallisuusvahinko tulee korvattavaksi ilman vahingonkorvauslaissa (412/1974) säädettyjä erittäin painavia syitä ja että osakeyhtiölaista poiketen laissa säädetään myös yhtiön aiheuttamien vahinkojen korvaamisesta. Sopimusvastuussa on rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä yleisenä periaatteena, että vahingon aiheuttajan on vastuusta vapautuakseen pystyttävä näyttämään, että on toiminut huolellisesti (käännetty todistustaakka). Ehtojen 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 6 §: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 oletettua huolellisesta toiminnasta, joten edustajan vetoaminen saatuaan 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 viittaussäännöksen 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 19 §:ssä tarkoitetusta rekisteristä poistamisesta on muutoksenhausta huolimatta noudatettava, jollei valitusviranomainen toisin määrää. Rekisteristä poistaminen perustuu yleensä siihen, ettei edustaja enää täytä rekisteröitymisen edellytyksiä tai siihen, että se on jatkuvasti ja vakavasti menetellyt lainvastaisesti. Tämän vuoksi ei ole asianmukaista, että edustajana toimiminen voisi jatkua usein pitkäänkin kestävästä valitusprosessin ajan. Sijoittajien oikeusturvan voidaan katsoa edellyttävän, että rekisteristä poistamista koskeva päätös pannaan viivytyksettä täytäntöön.

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

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 tarkoitettuun 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 päättyttyä.

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 3 210 euroa. Perusmaksun suuruutta harkittaessa kuitenkin on otettava huomioon ehdotettujen valvontatehtävien aiheuttama työmäärä, sillä esimerkiksi vakuuksien hallinnointia (12 §) tai asiakasvarojen erillään pitoa (13 §) koskevien vaatimusten tarkastaminen 1. lakiehdotuksessa saattaa vaatia Finanssivalvonnalta huomattavaa resurssipanostusta. Tämän vuoksi perusmaksun suuruus on ehdotettu korkeammaksi kuin mainituissa kahdessa muussa laissa.

1.4 Vakuutusyhtiölaki

2 luku Vakuutusyhtiön perustaminen ja toimilupa

16 §. *Liitännäistoiminnan harjoittaminen.* Joukkorahoituslain muutokseen liittyen pykälän 1 momenttia ehdotetaan täydennettäväksi uudella 2 a kohdalla, 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 vakuutustoimintaa harjoittavien yritysten edustajana sekä markkinoida ja myydä näiden yritysten lukuun 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 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. Lisäksi on tarpeen ottaa huomioon oheispalveluyrityksen määritelmä komission delegoidussa asetuksessa (EU) 2015/35, annettu 10 päivänä lokakuuta 2014, vakuutus- ja jälleenvakuutus-toiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/138/EU täydentämisestä (Solvenssi II). Asetuksen 1 artiklan 53 kohdan mukaan oheispalveluyrityksellä tarkoitetaan sääntelemätöntä yritystä, jonka pääasiallinen liiketoiminta koostuu kiinteistöjen hallinnasta tai hoidosta, tietojenkäsittelypalveluista, terveys- ja hoivapalveluista tai muusta vastaavasta toiminnasta, jolla avustetaan yhden tai useamman vakuutus- tai jälleenvakuutusyrityksen pääasiallista toimintaa.

1.5 Sijoituspalvelulaki

1 luku Yleiset säännökset

2 §. Poikkeukset sijoituspalvelulain soveltamisalasta. Pykälää oikeudesta harjoittaa sijoitus- ja oheispalvelun tarjoamista satunnaisesti muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan ohessa ehdotetaan täsmennettäväksi lisäämällä siihen esimerkkinä säännellystä liike- tai ammattitoiminnasta laissa asianajajista (496/1958) tarkoitettu toiminta. Lain täydentäminen on tarpeen joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi ja ottamalla paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain (487/2015) oletamasääntöjen aiheuttamassa tilanteessa. 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 merkitsijöiden asiamiehenä toimimista. Muutos on tarpeen, sillä käytännössä liikkeeseenlaskun järjestäjien voi yhteyksien puutteiden, lyhyiden merkintäaikaisten ja alhaisten merkintäallokaatioiden takia olla hankalaa markkinoida merkintöjä sellaisille muille kuin ammattimaisille asiakkaille, kuten säätiöille ja muille pienille ja keskisuurille 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 ole estettä, joka johtuisi laista asianajajista, yleisen asianajajayhdistyksen säännöistä tai hyvää asianajajatapaa koskevista ohjeista. Muutosta sovellettaessa on otettava huomioon Euroopan komission 25 päivänä huhtikuuta 2016 annettu delegoitu asetetus (EU) 2017/565, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta, jonka 4 artiklassa asetetaan tarkempia vaatimuksia sijoituspalvelun satunnaiselle (engl. *incidental*) tarjoamiselle. Nämä vaatimukset liittyvät asiakassuhteen luonteeseen ja niiden on täyttyttävä kumulatiivisesti. Vaatimukset edellyttävät seuraavien ehtojen täyttymistä: a) ammattitoiminnan ja samalle asiakkaalle annettavan sijoituspalvelun välillä on läheinen ja tosiasiallinen sidos, jolloin sijoituspalvelua voidaan pitää pääammattitoiminnan lisänä; b) sijoituspalvelujen antamisen pääammattitoiminnan asiakkaille ei ole tarkoitus olla järjestelmällinen tulonlähde ammattitoimintaa harjoittavalle henkilölle; ja c) ammattitoimintaa harjoittava henkilö ei markkinoi tai muuten edistä kykyään antaa sijoituspalveluja, jollei asiakkaille ilmoiteta, että ne ovat pääammattitoiminnan lisä. Ottaen huomioon merkitsijöiden

asiamiehenä toimimisen vähäinen merkitys asianajotoimiston tulonmuodostuksessa ja Suomen joukkolainamarkkinoilla tapahtuvien liikkeeseenlaskujen harvalukuisuus, komission delegoidun asetuksen edellytysten täyttäminen ei ole 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 selvyyden 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 (neuvoston direktiivi 93/22/ETY, annettu 10 päivänä toukokuuta 1993, sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla ja MIFID I:iin) ja on nykyisin samansisältöisenä MIFID II:n 2 artiklan 1 c kohdassa.

Muutos liittyy ammattimaista ja ei-ammattimaista asiakasta koskevaan lain täsmennysehdotukseen luvun 18 §:ssä. Merkintöjen tekeminen asiamiehenä ilman sijoituspalveluyrityksen toimilupaa ei asiakkaansuojan varmistamiseksi edellytä sellaista yhteydenpitoa tilinhoitajaan ja arvo-osuusjärjestelmään, joka merkintöjen vastaanottajalla on oltava.

Kysymys ei ole noussut esille muiden ammatinharjoittajien kuin asianajajien, kuten tilintarkastajien kohdalla.

18 §. Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas. Säätiöiden asema sijoittajina on muuttunut, sillä 1 päivänä joulukuuta 2015 voimaan tulleen uuden säätiölain 1 luvun 6 §:n 1 momentin olettamasäännöksen mukaan sijoitustoiminta oletetaan kaikille säätiöille lähtökohtaisesti sallituksi toiminnaksi, jollei säätiön säännöissä ole toisin määrätty. 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. Olettamasääntö johtaa käytännössä siihen, että kun säätiön säännöt on liitettävä säätiön perustamiskirjaan, säännöt laaditaan vähimmäisvaatimukset täyttäväksi. Tällöin lähes kaikki säätiöt tulevat suoraan lain nojalla lähtökohtaisesti oikeutetuiksi harjoittamaan sijoitustoimintaa, jolleivät ne rajaa säännöissään mahdollisuutta sijoitustoiminnan harjoittamiseen. Jos säätiöt päätyvät laajamittaisesti muuttamaan sääntöjään, on tärkeää, että Patentti- ja rekisterihallituksen säätiörekisterin hallinnollinen prosessi säilyy joustavana ja tehokkaana.

Varainhoidolta säätiölain 1 luvun 5 §:n 1 momentissa 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. Kun säätiörekisteriin oli merkitty 2836 säätiötä, joista säätiöiden omistajaroolia selvittäneen tutkimuksen otos oli 889 säätiötä, kymmenen suurimman säätiön taseiden yhteenlaskettu loppusumma oli peräti 40 prosenttia ja 50 suurimman säätiön 72 prosenttia kaikkien säätiöiden taseiden yhteenlasketusta loppusummasta.

Ongelmallista on, että säätiölain 1 luvun 6 §:n 1 momentin lakisääteisen olettamasäännön perusteella voi syntyä myös olettama 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 olettamasäännöksestä. Säätiöt voivat menettää siten huomattavan osan lakisääteistä sijoittajansuojaansa, jos niillä ei enää ole ei-ammattimaisen asiakkaan automaattisia oikeuksia tiedonsaantiin palveluntarjoajalta. Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan asiakasta, jolla on riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien asianmukaiseen arviointiin. Sijoitustoimintaa koskeva lakisääteinen olettamasääntö edellyttää säätiöiltä ammattimaisuuden ohella huomattavaa huolellisuutta sijoitustoiminnassa, mikä nostanee säätiöiden aktiivisuutta rahoitusmarkkinoilla, mutta toisaalta saattaa vähentää kiinnostusta osallistua säätiöiden hallintoelimiin. Tämä liittyy osaltaan Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (jäljempänä *markkinoiden väärinkäyttöasetus*) sääntelyyn vaikutusvaltaisyhteisöistä, jolloin säätiön hallituksen jäsenten sidonnaisuuksista seuraa, että arvopaperikauppaa käyvälle säätiölle syntyy ilmoitusvelvollisuuksia. 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 oletaman 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. Säätiöiden mediaanikoko on taseen loppusummalla mitattuna noin 1,3 miljoonaa euroa. Suurin osa säätiöistä on siten kooltaan verrattain pieniä. Jollei säätiön taseen koko ylitä kymmentä miljoonaa euroa, sen sijoitustoimintaa ei ole pidettävä merkittävänä. Muutos liittyy poikkeuksia lain soveltamisalasta koskevaan täsmennysehdotukseen luvun 2 §:ssä.

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

2 §. *Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä perustamatta.* Suomalaisten yritysten joukkolainoja liikkeeseen laskemalla tapahtuvaan kansainväliseen varainhankintaan liittyy tarve selvittää oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Pykälässä säädetään siitä, millä edellytyksillä ulkomaisella ETA-sijoituspalveluyrityksellä on oikeus tarjota sijoitus- ja oheispalvelua rajan yli Suomeen eli toimia Suomessa perustamatta tänne sivuliikettä. Toiminnan aloittaminen edellyttää MIFID I:ssä tarkoitettua 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 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 sisämarkkina-periaatteiden 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 muun muassa ulkomaiset ETA-sijoituspalveluyritykset samoin kuin muut 1. lakiehdotuksen 16 §:n 1 momentissa tarkoitetut rahoituspalveluyritykset voivat tarjota Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaan liittyvää palvelua ilman rekisteröitymisvelvollisuutta, vaikka edustajana toimiminen säädetään Suomessa rekisteröitymisvelvollisuuden piiriin kuuluvaksi toiminnaksi. MIFID I:ssä ja sijoituspalvelulaissa ei kummassakaan kuitenkaan määritellä sitä, milloin kysymyksessä on notifiointi-ilmoitusmenettelyä edellyttävä rajat ylittävä toiminta. Asia tulisi ratkaista tapauskohtaisesti muun muassa ottamalla huomioon EU:n perussopimuksen määräykset ja niiden tulkinta. Kysymys siitä, milloin palveluja tarjotaan rajan yli, on ETA-alueella edelleen jossain määrin epäselvä eivätkä ESMA tai Finanssivalvonta ole ottaneet asiaan toistaiseksi nimenomaista kantaa.

Liikkeeseenlaskun järjestäminen ja liikkeeseenlaskun takaaminen ovat varsinaisia sijoituspalveluja lain 1 luvun 11 §:n mukaisesti, kun rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun takaamiseen tai järjestämiseen liittyvät palvelut ovat lain 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 lain 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 esimerkiksi sähköpostitse toteutettavista markkinointikampanjoista. Pykälän 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 (engl. *reverse solicitation*), mikä ei välttämättä toimi optimaalisesti esimerkiksi 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 sijoituspalvelujen tarjoamisen kolmannesta maasta ETA-valtioon ammattimaisille sijoittajille, jos kyseinen palveluntarjoaja on rekisteröitynyt ESMA:aan ja kolmannen maan lainsäädäntö vastaa EU-sääntelyä (ekvivalenssi).

Kun kansainvälinen investointipankki osallistuu Suomessa liikkeeseenlaskun järjestelyyn, se edellyttää paikalliselta oikeudelliselta neuvonantajaltaan asiantuntijalausuntoa (engl. *legal opinion*) siitä, että järjestäminen on toteutettu pätevästi ja oikein. Sama koskee yleisesti ulkomaisia pääomamarkkinajärjestelyjä. Tätä edellyttää luottolaitosten sisäinen tarkastus (engl. *compliance*), jota motivoivat sekä yhteiseurooppalainen lainsäädäntö että Yhdysvaltojen lainsäädännön vaatimukset. Oikeudellisessa asiantuntijalausunnossa käsitellään muun muassa 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 (engl. *private placement*) joukkolainoja myös Yhdysvalloissa, jossa järjestäjät ovat pai-

kallisia, yhdysvaltalaisen järjestäjän toiminnan katsominen Suomessa toimituspäätä 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.

MIFID:ssä ei määritellä sitä, milloin kysymyksessä on (ilmoitusmenettelyä edellyttävä) rajat ylittävä toiminta. Liikkeeseenlaskun järjestäminen rinnastuu asiallisesti aiemmin (HE 32/2012 vp) mainittuun tilanteeseen, jossa Suomessa asuva henkilö omasta aloitteestaan matkustaa ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen kotivaltioon ostaakseen sieltä sijoituspalvelun tai oheispalvelun.

Pykälää 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.

10 luku Menettelytavat asiakassuhteessa

2 §. *Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa.* Hyvää tapaa koskevia säännöksiä on vakiintuneesti sisältynyt rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön. Esimerkiksi menettelytapoja asiakasliiketoiminnassa koskevan luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun 1 §:n mukaan luottolaitoksen on noudatettava hyvää pankkitapaa. Vielä kauemmin, jo 1930-luvulta alkaen, on vakuutusyhtiölaissa säädetty hyvää vakuutustavasta. Finanssivalvonnasta annetun lain 3 §:n 1 momentin mukaan Finanssivalvonta edistää lisäksi hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla. Lisäksi saatavien perinnästä annetun lain 4 §:n 1 momentin mukaan perinnässä ei saa käyttää hyvän perintätavan vastaista tai muutoin velallisen kannalta sopimatonta menettelyä.

Hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva nimenomainen säännös vahvistaa tähän asti lain perusteluissa esitettyjä tavoitteita ja on siksi lisätty myös eräisiin muihin arvopaperimarkkinalainsäädäntöön sisältyviin säädöksiin. Pykälän 1 momenttiin on tarpeen lisätä virke, joka vastaa arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n kieltoa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti ja selventää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisvelvollisuuden koskevan myös sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista ja markkinointia. Kuten arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §, lisäys koskee muitakin rahoitusvälineitä kuin arvopapereita. Arvopaperimarkkinalaista poiketen sijoituspalvelulain mukainen velvollisuus ulottuu myös tilanteisiin, joissa ei toimita arvopaperimarkkinoilla, mutta joissa sijoitus- ja oheispalvelua markkinoidaan. Vaikka arvopaperimarkkinalain yleissäännöstä sen perustelujen mukaan sovelletaan kaikkiin markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin, hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskevan säännöksen soveltamisala ei voi olla laajempi kuin arvopaperimarkkinalain yleinen soveltamisala arvopaperimarkkinalain 1 luvun 1 §:ssä eikä arvopaperimarkkinalain 1 luvun 1 §:n soveltamisalaa voida arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:n perusteluilla laajentaa (*lagstiftning genom motiv*). Arvopaperimarkkinalakia ei myöskään sovelleta kaikkeen toimintaan arvopaperimarkkinoilla, vaan sen lisäksi on säädetty useita erityislakeja. Lisäksi kaikki sijoituspalvelun tarjoamista koskevat säännökset, joita sisältyi alkuperäiseen arvopaperimarkkinalakiin, on arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä (HE 32/2012 vp) poistettu arvopaperimarkkinalaista ja siirretty sijoituspalvelulakiin. Toisaalta alkuperäisen arvopaperimarkkinalain perusteluissa (HE 157/1988 vp) hyvä

tapa oli kytketty juuri arvopaperinvälitykseen.⁹ Jotta hyvää arvopaperimarkkinatapa koskevan yleissäännöksen tavoite koko arvopaperimarkkinoita ohjaavana periaatteena toteutuisi, pykälää on täsmennettävä. Yleissäännöksen tavoitteiden toteuttamiseksi, lakien keskinäisten suhteiden ja soveltamisalojen selkeyttämiseksi, tehokkaiden velvollisuuksien kohdistamiseksi kaikkiin osapuoliin sekä itsesääntelyn vahvistamiseksi on siten tarpeen lisätä pykälän 1 momenttiin 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 muutos koskee sijoitus- ja oheispalvelun tarjoamisessa käytettäviä menettelytapoja. Lakiteknisesti säännös vastaa vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 12 luvun 2 §:ssä säädettyä viittausta. Joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevassa lakiehdotuksessa on vastaava säännös 6 §:n 2 momentissa. Pykälän 1 momentin lisäys hyvästä arvopaperimarkkinatavasta on tarpeen sijoittajansuojan vahvistamiseksi etenkin joukkolainamarkkinoilla, koska arvopaperimarkkinalainsäädännön pääasiallinen näkökulma on osakemarkkinoiden sääntely. Joukkolainamarkkinoilla likviditeetti ja kaupankäynnin läpinäkyvyys ovat lisäksi heikommat 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. Esimerkkejä itsesääntelystä, joka ilmentää hyvää arvopaperimarkkinatapa, ovat NASDAQ Helsingin Oyj:n (Helsingin Pörssi) säännöt ja ohjeet, Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ylläpitämät listayhtiöiden hallinnointikoodi ja suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista sekä Finanssialan keskusliiton suositukset ja ohjeet. Sijoituspalvelun tarjoajien etujärjestön tai Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan on esimerkiksi 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 ESMA-asetuksen (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan

⁹ Vrt. ensimmäinen arvopaperimarkkinoita koskeva EU-säädös, joka myös painottaa sijoituspalvelujen tarjoajien (engl. *financial intermediaries*) velvollisuutta hyvän tavan (engl. *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 laintasoiseksi, mikä liittyy yleisemmin säädöstason nousuun arvopaperimarkkinoiden kansallisessa sääntelyssä.

arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta) 16 artiklan 3 kohdan eikä Suomen hallinto-oikeudellisen doktriinin perusteella. Eurooppalaisen ei-sitovan sääntelyn jatkuvasti kasvaessa on tarpeen täsmentää sijoituspalvelun tarjoajien tehtävää hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen ohella myös sen luomisessa.

Pykälän 1 momentissa ei mainita sopimattoman menettelyn kieltoa. Jos menettely kuitenkin on sopimatonta, se on yleensä myös hyvän tavan vastaista. Lisäksi sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain (1061/1978) 1 §:ssä kielletään käyttämästä elinkeinotoiminnassa hyvän liiketavan vastaista tai muutoin toisen elinkeinonharjoittajan kannalta sopimatonta menettelyä.

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

1.6 Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä

1 luku Soveltamisala ja määritelmät

3 §. *Pörssiin sovellettava muu lainsäädäntö.* Hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva säännös on (vastaavasti kuin sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n 1 momenttiin) tarpeen lisätä myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin. Lain 1 luvun täydentäminen on tarpeen, jotta hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskeva nimenomainen säännös vahvistaa tähän asti lain perusteluissa esitettyjä tavoitteita myös silloin, kun toimitaan pörssissä ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Kaikki arvopaperien kaupankäyntiä markkinapaikoilla koskevat säännökset, joita sisältyi alkuperäiseen arvopaperimarkkinalakiin, on arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä poistettu arvopaperimarkkinalaista ja siirretty kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettuun lakiin. Ehdotettava lisäys pykälän uudeksi 2 momentiksi koskisi paitsi pörssin toimintaa myös toimintaa pörssissä sekä vastaavasti monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toimintaa ja toimintaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (uusi lain 4 luvun 1 §:n 3 momentti). Lisäksi on odotettavissa, että MIFID II:een sisältyvä kannustava säännös pk-yritysten kauppapaikasta (engl. *SME Growth Market*) lisää vaihtoehtoisten markkinapaikkojen suosiota.

2 luku Pörssitoiminta

26 §. *Kaupankäynnin lopettaminen.* Pykälässä 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 pykälän uudessa 4 momentissa myös päätöksen kohteena olevaan joukkolainaan nimetylle joukkolainanhaltijoiden edustajalle, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on niin päättänyt. 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.

29 §. *Arvopaperin poistaminen pörssilistalta.* Pykälässä 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 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2001/34/EY, annettu 28 päivänä toukokuuta 2001, arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta (jäljempänä *pörssilistadirektiivi*) 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 (jäljempänä *KHO*).

Säännöksen soveltamista pörssilistaan on koeteltu oikeuskäytännössä, joka koski nykyistä pykälää aikaisemmin vastannutta alkuperäisen arvopaperimarkkinalain 3 luvun 11 §:n 3 momenttia. Helsingin Arvopaperipörssin hallitus päätti vuoden 1995 elokuussa poistaa Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankin (jäljempänä *SKOP*) pörssilistalta, sillä pörssin hallituksen käsityksen mukaan tavanomainen ja 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 alkuperäisessä arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuja edellytyksiä osakkeen pörssilistalta poistamisesta ei ole ollut. KHO:n vähemmistö olisi kumonnut Rahoitustarkastuksen päätöksen (KHO 13.6.1996, taltio n:o 1998).

On tarpeen vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta taikka monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä. 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.

4 luku **Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä**

1 §. *Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä.* Vastaava muutos kuin 2 luvun 26 §:ään on tarpeen tehdä 4 luvun 1 §:ään, joka koskee monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää.

7 §. *Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen.* Vastaava muutos kuin lain 2 luvun 29 §:ään on tarpeen tehdä 4 luvun 7 §:ään, joka koskee monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää.

1.7 Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta

7 luku **Arvopaperin ja rahoitusvälineen liittäminen arvo-osuusjärjestelmään**

4 §. *Liikkeeseenlaskutili.* Pykälässä säädettyihin liikkeeseenlaskutilille kirjattaviin tietoihin asianomaisesta arvo-osuudesta ehdotetaan lisättäväksi tieto siitä, miten lainaehdoja pidetään yleisesti saatavissa, jolleivät ne ole saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajalta. Olettam säännön perusteella arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen joukkolainojen ehdot ovat ensisijaisesti saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajalta. Muutosehdotus koskee siten vain arvo-osuusjärjestelmään liitettyjä joukkolainoja.

8 luku **Erinäiset säännökset**

1 §. *Hallintarekisteröinti.* Pykälässä säädettyä hallintarekisteröinnin hoitajan tiedonantovelvollisuutta ehdotetaan laajennettavaksi 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 myöskään koske joukkolainoja, joita ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään.

2 §. *Salassapitovelvollisuus.* Lain 6 luvun 3 §:n 2 momentin mukaan arvo-osuuksien omistajista pidetään toisaalta luettelot arvopaperikeskuksessa, jos kysymys on arvo-osuusjärjestelmään kuuluvasta osuudesta joukkovelkakirjalainaan. Arvopaperikeskuksessa on myös lain 6 luvun 3 §:n 3 momentin 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 lain 6 luvun 3 §:n 2 momentin mukaisen luettelon arvopaperikeskukselta ja jos luettelolla on hallintarekisteröityjä arvo-osuuksia, edustaja ottaa yhteyttä kyseisiin hallintarekisteröinnin hoitajiin ja kysyy tietoja lain 8 luvun 1 §:n 3 momentin perusteella. Tällä hetkellä markkinakäytännönä on, että lainaehdoissa varataan joukkolainanhaltijoiden edustajalle oikeus saada lain 6 luvun 3 §:n 2 momentin mukainen velkojaluettelo.

1.8 Laki arvo-osuustileistä

29 §. Pykälä koskee maksusuoja ja sen mukaan liikkeeseenlaskijan katsotaan tehneen pätevän suorituksen, jos maksu on toimitettu arvo-osuustilin tietojen mukaiselle maksunsaajalle. Käytännössä liikkeeseenlaskijat eivät itse ole toimittaneet maksuja, vaan maksuliikenne tapahtuu tilinhoitajan tai arvopaperikeskuksen välityksellä. Liikkeeseenlaskijat toimittavat suoritukset tilinhoitajalle tai arvopaperikeskukselle, jotka toimittavat ne edelleen arvo-osuustileille kir-

jattujen oikeuksien haltijoille. Pykälän 3 momentin mukaan arvo-osuuden liikkeeseenlaskijaa vastaan ei voida esittää vaatimuksia, jos tämä oli ajoissa suorittanut maksun arvopaperikeskukselle tai tilinhoitajalle. Momenttia 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 joukkolaina on eräännytetty ennaikaisesti takaisinmaksettavaksi, joukkolainan maksut ohjataan erityiselle sulkutilille tai joukkolainalle annettu vakuus on realisoitu. Tässä tilanteessa edustaja perii maksut ensi vaiheessa ja suorittaa ne sitten joukkolainanhaltijoille maksuagentin välityksellä. Edustaja tarvitsee vilpittömän mielen suojaa silloin, kun se (riippuen edustajalle annettujen toimivaltuuksien kattavuudesta) itsenäisesti suorittaa maksuja arvo-osuustilinhaltijan puolesta (maksusuoja). Vastaavalla tavoin liikkeeseenlaskijalle tulee antaa maksusuoja myös siinä (poikkeuksellisessa) tilanteessa, jossa joukkolainalle tulevat suoritukset ohjautuvat ensi vaiheessa edustajalle. Ehdotus vahvistaa joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeuksia liittyen maksusuojaan.

1.9 Joukkorahoituslaki

1 luku Yleiset säännökset

1 §. Soveltamisala. Lakiteknisenä tarkennuksena on tullut esille, että pykälän 2 momentin luettelosta tulisi poistaa virheellinen maininta rahastoyhtiöstä.

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 1. lakiehdotuksen 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-sääntelyyn, jonka yksityiskohtaisuuden vuoksi määräystenantovaltuudet ovat yleensä olleet tarpeen. Jos edustajana toimimista harjoitetaan luottolaitoksen, maksulaitoksen, rahastoyhtiön, sijoituspalveluyrityksen tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvan nojalla, noudatetaan soveltuvin 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 säätämisyjärjestys

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 1. lakiehdotuksen säännöksiä siinä laajuudessa kuin joukkolainanhaltijat ovat kyseistä joukkolainaa koskevassa edustussopimuksessa sopineet.

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

Edustajien rekisteröityminen on tarpeellista näiden ammattipätevyyden ja luotettavuuden sekä riittävän sijoittajansuojan turvaamiseksi, valvontaviranomaisten valvontatyön helpottamiseksi sekä sen ehkäisemiseksi, ettei toimintaa käytetä rikollisiin tarkoituksiin, kuten rahanpesuun ja terrorismin rahoittamiseen. Edustamisen edellytyksenä oleva rekisteröityminen on sijoittajansuojan vahvistamiseksi painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimaa. Rekisteröitymisen edellytykset ovat yksityiskohtaisia, täsmällisiä ja tarkkarajaisia, ja niissä otetaan huomioon laatukriteerit ja luotettavuuskriteerit. Rekisteröitymiseen ei liity tarkoituksenmukaisuusharkintaa, vaan jokainen rekisteri-ilmoituksen tekijä on merkittävä rekisteriin, jos laissa säädetyt 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 elinkeinovapauden, joiden tarkoituksena on suojata finanssialan yritysten asiakkaiden etuja sekä turvata rahoitusvakaus ja yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssipalveluja tarjoavien yritysten ja finanssipalvelujen perusjärjestelmiä ylläpitävien tahojen on hankittava etukäteen lupa toiminnan harjoittamiseen. Lisäksi rahoitusmarkkinalainsäädännölle on tyypillistä, että luvanvaraista toimintaa harjoittavan yrityksen johdolta edellytetään toimialan tuntemusta. Näin voidaan varmistua siitä, että yrityksellä on jo alusta alkaen riittävät edellytykset lain vaatimukset täyttävään toimintaan. Toimialan tuntemisen vaatimus liittyy asiakkaan- ja sijoittajansuojaan sekä tarpeelliseen riskienhallintaan, joilla edistetään rahoitusmarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta ja markkinoiden vakautta. Lisäksi on tärkeää, että yritysten toimintaa sääntelevä lainsäädäntö ja julkinen viranomaisvalvonta turvaavat näiden yleisten tavoitteiden saavuttamista. Näistä syistä ei ehdoteta luonnolliselle henkilölle oikeutta toimia edustajana.

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

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

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

Muutoksenhaku ja oikeusturva

Perustuslain 21 §:n 1 momentin mukaan jokaisella on oikeus saada asiansa käsiteltyksi asianmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa sekä oikeus saada oikeuksiaan ja velvollisuuksiaan koskeva päätös tuomioistuimen tai muun riippumattoman lainkäyttöelimen käsiteltäväksi. Säännöksellä on

tarkoitus turvata Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan 1 kohdassa 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 oikeudenmenetykset 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 säättämästä 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 lainsäätämisyksessä.

Edellä esitetyn perusteella eduskunnan hyväksyttäväksi annetaan seuraavat lakiehdotukset:

1.

Laki

joukkolainanhaltijoiden edustajasta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 luku

Yleiset säännökset

1 §

Soveltamisala

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:

- 1) *edustajalla* elinkeinonharjoittajana toimivaa oikeushenkilöä, joka on sitoutunut toimimaan joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun edustussopimuksessa sovitulla tavalla;
- 2) *edustussopimuksella* joukkolainan ehtoja tai muuta joukkolainaan liittyvää sopimusta, jolla on sovittu edustajan toiminnasta sekä tämän oikeuksista ja velvollisuuksista suhteessa joukkolainanhaltijoihin;
- 3) *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 saneerausesta annetun lain (47/1993) mukaiseen saneerausmenettelyyn, muuhun soveltuvaan kotimaiseen tai ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn tai vaikutuksiltaan vastaavaan virallismenettelyyn;

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

5) 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.

Edustussopimuksessa 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 edustusoikeuden peruuttaminen ja purkaminen sekä edustajan vaihtaminen ja eroaminen

Yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi peruuttaa edustajan edustusoikeutta 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 päätyminen 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, joukkorahoituksen välittäjää, 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 sen toimintakelpoisuutta ole rajoitettu;

4) ilmoituksen tekijä ja sen toimivaan johtoon kuuluvat henkilöt ovat luotettavia;

5) ilmoituksen tekijällä tai sen toimeksiannosta toimivalla on kokonaisuutena arvioiden sellainen joukkolainamarkkinoiden toiminnan tuntemus, mikä edustajana toimimisen luonteeseen ja laajuuteen katsoen on tarpeen;

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 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 mainittunlaisessa tehtävässä.

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

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

1) jos vakuutukseen sisältyy omavastuu, vakuutuksenantaja suorittaa vakuutuskorvauksen vahingon kärsineelle omavastuuta vähentämättä;

2) vakuutuksesta korvataan vahinko, joka on syntynyt vakuutuskauden aikana tapahtuneen teon tai laiminlyönnin seurauksena ja jonka korvaamisesta on esitetty kirjallinen vaatimus ilmoituksen tekijälle tai vakuutuksenantajalle vakuutuksen voimassaoloaikana tai kolmen vuoden kuluessa vakuutuksen päättymisestä.

Ilmoituksen tekijällä on oltava ja sen on toimitettava Finanssivalvonnalle tiedoksi liiketoimintasuunnitelmansa. Liiketoimintasuunnitelmaa arvioitaessa on otettava erityisesti huomioon 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.

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

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 tarkoitetusta 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, hallituksen 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 tai 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 ja 8 momentti sekä 27 §:n otsikko ja 5 momentti, sellaisina kuin ne ovat, 5 §:n 30 kohta laissa 855/2016, 26 §:n otsikko ja 8 momentti laissa 170/2014 sekä 27 §:n 5 momentti laissa 752/2012, sekä

lisätään 5 §:ään, sellaisena kuin se on laeissa 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014, 198/2015, 520/2016, 737/2016, 855/2016 ja 1442/2016, 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 määrääminen lopetettavaksi

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

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

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

3.

Laki**Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 1 §:n 1 momentin 21 kohta ja 6 §:n 1 momentti, sellaisina kuin ne ovat, 1 §:n 1 momentin 21 kohta laissa 856/2016 ja 6 §:n 1 momentti laissa 1443/2016, sekä
lisätään 1 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016, 856/2016 ja 1443/2016, 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 välittäjä, 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	278 200
luottolaitostoinnasta annetun lain muuttamisesta annetussa laissa (1199/2014) tarkoitettu vanha talletussuojarahasto	12 840
luottolaitostoinnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahasto	2 140
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu oikeushenkilö	1 070
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu luonnollinen henkilö	214
sijoituspalvelulaissa tarkoitettu sijoittajien korvausrahasto	3 210
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisesti rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole rahastoyhtiön toimilupaa	1 070

vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 10 luvun 2 §:n 3 momentin mukaisella poikkeusluvalla toimiva	2 140
sijoitusrahastolaissa tarkoitettu säilytysyhteisö	3 210
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu säilytysyhteisö	3 210
yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytysyhteisö	5 350
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytysyhteisö	2 140
talletuspankkien yhteenliittymästä annetussa laissa (599/2010) tarkoitettu talletuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö	6 420
luottolaitoksen ja vakuutusyhtiön omistusyhteisö sekä rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annetussa laissa (699/2004) tarkoitettujen ryhmittymien omistusyhteisö	10 700
pörssin, arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön omistusyhteisö	10 700
sijoituspalveluyrityksen ja vakuutusyhdistyksen omistusyhteisö	1 070
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusmeklari	1 070 ja 193 euron korotus jokaista vakuutusmeklariyrityksen tai yksityisen elinkeinonharjoittajan palveluksessa olevaa valvontamaksun määräämisvuotta edeltävän vuoden päättyessä rekisteröityä vakuutusmeklaria kohden
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu tilinhoitaja	6 420
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu keskusvastapuoli	160 500
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu selvitysosapuoli	12 840
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 3 luvun 3 §:n 4 momentissa tarkoitettu selvitysrahasto ja 6 luvun 9 §:ssä tarkoitettu kirjausrahasto	2 140
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	16 585 ja 17 120 euron korotus, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitettujen likvidien markkinat
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valti-	13 375

ossa kuin Suomessa	
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	11 235 ja 11 770 euron korotus, 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	3 210
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	3 210
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	4 280
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	1 070
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 6 §:n mukaisesti rekisteröity suomalainen luotonvälittäjä, joka ei toimi minkään luotonantajan asiamiehenä	1 200
Eläketurvakeskus	10 700
liikennevahinkolautakunta ja potilasvahinkolautakunta	1 070
Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö	19 260
ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitettun ulkomaisen ETA-vakuutusyhtiön sivuliike	1 070
eläkesäätiölaissa ja vakuutuskassalaissa tarkoitettu sellainen ulkomainen ETA-lisäeläkelaitos, jolla on Suomessa sivuliike	1 070
kolmannen maan luottolaitoksen edustusto	1 070
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusedustaja, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike	321
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	10 700
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 2 §:n 1 momentin 6 kohdassa tarkoitettu ulkomainen luotonvälittäjä, jolla on Suomessa sivuliike	400

HE 48/2017 vp

joukkorahoituslaissa tarkoitettu joukkorahoituksen välittäjä	2 140
joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitettu rekisteröity edustaja	3 210

Tämä laki tulee voimaan päivänä _____
kuuta 20 ____.

4.

Laki

vakuutusyhtiölain 2 luvun 16 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään vakuutusyhtiölain (521/2008) 2 luvun 16 §:n 1 momenttiin uusi 2 a kohta 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:

2 a) yritys, joka harjoittaa joukkorahoituksen välitystä;

Tämä laki tulee voimaan _____ päivänä _____ kuuta 20 ____.

5.

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, sekä
lisätään 4 luvun 2 §:ään uusi 6 momentti seuraavasti:

1 luku

Yleiset säännökset

2 §

Poikkeukset lain soveltamisalasta

Tätä lakia ei sovelleta, jos:

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

18 §

Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Tässä laissa *ammattimaisella asiakkaalla* tarkoitetaan:

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

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 liikkeenlaskija 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 .

6.

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 sekä
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 Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä. Sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä samoin kuin joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettulla, 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 päätä.

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

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 .

7.

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 sekä
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 (/) 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 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 .

8.

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 tarkoitetun osuuden tai oikeuden antamista.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

9.

Laki

joukkorahoituslain 1 §:n muuttamisesta

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

1 §

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, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

Helsingissä 11 päivänä toukokuuta 2017

Pääministeri

Juha Sipilä

Valtiovarainministeri Petteri Orpo

2.

Laki

Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 5 §:n 30 kohta, 26 §:n otsikko ja 8 momentti sekä 27 §:n otsikko ja 5 momentti, sellaisina kuin ne ovat, 5 §:n 30 kohta laissa 855/2016, 26 §:n otsikko ja 8 momentti laissa 170/2014 sekä 27 §:n 5 momentti laissa 752/2012, sekä

lisätään 5 §:ään, sellaisena kuin se on laeissa 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014, 198/2015, 520/2016, 737/2016, 855/2016 ja 1442/2016, uusi 31 kohta seuraavasti:

*Voimassa oleva laki**Ehdotus*

5 §

5 §

*Muut finanssimarkkinoilla toimivat**Muut finanssimarkkinoilla toimivat*

Muulla finanssimarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan tässä laissa:

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.

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 §

26 §

Toimiluvan peruminen ja siihen rinnastettava toiminnan määrääminen lopetettavaksi

Toimiluvan ja rekisteröitymisen peruuttaminen ja siihen rinnastettava toiminnan määrääminen lopetettavaksi

Mitä tässä pykälässä säädetään toimiluvan perumisesta, sovelletaan myös vakuutusyhdistyksen toiminnan määräämiseen lopetettavaksi sekä sijoituspalvelulain 5 luvun 5 §:ssä tarkoitettulle kolmannen maan sijoituspalveluyritykselle myönnetyn luvan perumiseen. Mitä 1 momentin 3 kohdassa ja 2 momentin

Mitä tässä pykälässä säädetään toimiluvan perumisesta, sovelletaan myös vakuutusyhdistyksen toiminnan määräämiseen lopetettavaksi, *joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitettun edustajan rekisteröitymisen perumiseen* sekä sijoituspalvelulain 5 luvun 5 §:ssä tarkoitettulle kolmannen

Voimassa oleva laki

Ehdotus

1 kohdassa säädetään toimiluvan perumisesta, sovelletaan myös eläkesäätiön ja vakuutuskassan toiminnan määräämiseen lopetettavaksi.

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 §

27 §

Toimiluvan mukaisen toiminnan rajoittaminen

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

—————
Mitä tässä pykälässä säädetään toiminnan rajoittamisesta, sovelletaan myös vakuutusyhdistyksen sääntöjen mukaisen toiminnan rajoittamiseen 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 keskusyhteisöön.
—————

—————
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 keskusyhteisöön.
—————

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

3.

Laki**Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain 1 ja 6 §:n muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
muutetaan Finanssivalvonnan valvontamaksusta annetun lain (879/2008) 1 §:n 1 momentin 21 kohta ja 6 §:n 1 momentti, sellaisina kuin ne ovat, 1 §:n 1 momentin 21 kohta laissa 856/2016 ja 6 §:n 1 momentti laissa 1443/2016, sekä
lisätään 1 §:n 1 momenttiin, sellaisena kuin se on laeissa 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016, 856/2016 ja 1443/2016, uusi 22 kohta seuraavasti:

*Voimassa oleva teksti**Ehdotus*

1 §

1 §

*Maksuvelvollinen**Maksuvelvollinen*

Finanssivalvonnan valvontamaksun on velvollinen suorittamaan:

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 välittäjä, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike.

21) asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain (852/2016) 6 §:n mukaisesti rekisteröity ja sellainen asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjä, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike;

22) joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettu rekisteröity edustaja.

6 §

6 §

*Muun maksuvelvollisen perusmaksu**Muun maksuvelvollisen perusmaksu*

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

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	278 200

luottolaitostoiminnasta annetun lain muuttamisesta annetussa laissa (1199/2014) tarkoitettu vanha talletussuojarahasto	12 840
luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu vakuusrahasto	2 140
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu oikeushenkilö	1 070
maksulaitoslain 7 ja 7 a §:ssä tarkoitettu luonnollinen henkilö	214
sijoituspalvelulaissa tarkoitettu sijoittajien korvausrahasto	3 210
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukaisesti rekisteröitymisvelvollinen vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla ei ole rahastoyhtiön toimilupaa	1 070
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain 10 luvun 2 §:n 3 momentin mukaisella poikkeusluvalla toimiva	2 140
sijoitusrahastolaissa tarkoitettu säilytysyhteisö	3 210
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu säilytysyhteisö	3 210
yhteisö, joka on sijoitusrahastolain ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain mukainen säilytysyhteisö	5 350
vaihtoehtorahastojen hoitajista annetussa laissa tarkoitettu erityinen säilytysyhteisö	2 140
talletuspankkien yhteenliittymästä annetussa laissa (599/2010) tarkoitettu talletuspankkien yhteenliittymän keskusyhteisö	6 420
luottolaitoksen ja vakuutusyhtiön omistusyhteisö sekä rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta annetussa laissa (699/2004) tarkoitettujen ryhmittymien omistusyhteisö	10 700
pörssin, arvopaperikeskuksen ja selvitysyhteisön omistusyhteisö	10 700
sijoituspalveluyrityksen ja vakuutusyhdistyksen omistusyhteisö	1 070
vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusmeklari	1 070 ja 193 euron korotus jokaista vakuutusmeklariyrityksen tai yksityisen elinkeinonharjoittajan palveluksessa olevaa valvontamaksun määräämisvuotta edeltävän vuoden päättyessä rekisteröityä vakuutusmeklaria kohden
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu tilinhoitaja	6 420
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu keskusvastapuoli	160 500
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettu selvitysosapuoli	12 840
arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 3 luvun 3 §:n 4 momentissa tarkoitettu selvitysrahasto ja 6 luvun 9 §:ssä tarkoitettu kirjausrahasto	2 140
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena	16 585 ja 17 120 euron korotus, jos

olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitetut likvidit markkinat
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	13 375
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen liikkeeseenlaskija, jos kysymyksessä on tämän lain 4 §:ssä tarkoitettu maksuvelvollinen tai jos liikkeeseenlaskijan kotipaikka ei ole Suomessa	11 235 ja 11 770 euron korotus, jos osakkeelle on kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 5 luvun 2 §:ssä tarkoitetut likvidit markkinat
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	3 210
suomalainen yhtiö, jonka liikkeeseenlaskema muu arvopaperi kuin osake on otettu hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla yksinomaan muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa	3 210
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan osakkeen liikkeeseenlaskija	4 280
kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetussa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa hakemuksesta olevan muun arvopaperin kuin osakkeen liikkeeseenlaskija	1 070
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 6 §:n mukaisesti rekisteröity suomalainen luotonvälittäjä, joka ei toimi minkään luotonantajan asiamiehenä	1 200
Eläketurvakeskus	10 700
liikennevahinkolautakunta ja potilasvahinkolautakunta	1 070
Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n 26 kohdassa tarkoitettu toimintayksikkö	19 260
ulkomaisista vakuutusyhtiöistä annetussa laissa (398/1995) tarkoitettun ulkomaisen ETA-vakuutusyhtiön sivuliike	1 070
eläkesäätiölaissa ja vakuutuskassalaissa tarkoitettu sellainen ulkomainen ETA-lisäeläkelaitos, jolla on Suomessa sivuliike	1 070
kolmannen maan luottolaitoksen edustusto	1 070

HE 48/2017 vp

vakuutusedustuksesta annetussa laissa tarkoitettu vakuutusedustaja, joka on rekisteröity muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa kuin Suomessa ja jolla on Suomessa sivuliike	321
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	10 700
asunto-omaisuuteen liittyvien kuluttajaluottojen välittäjistä annetun lain 2 §:n 1 momentin 6 kohdassa tarkoitettu ulkomainen luotonvälittäjä, jolla on Suomessa sivuliike	400
joukkorahoituslaissa tarkoitettu joukkorahoituksen välittäjä	2 140
<i>joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa tarkoitettu rekisteröity edustaja</i>	<i>3 210</i>

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta
20 .

4.

Laki

vakuutusyhtiölain 2 luvun 16 §:n muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
lisätään vakuutusyhtiölain (521/2008) 2 luvun 16 §:n 1 momenttiin uusi 2 a kohta 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:

2 a) yritys, joka harjoittaa joukkorahoituksen välitystä;

5.

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, sekä
lisätään 4 luvun 2 §:ään uusi 6 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 *asi-anajajista annetussa laissa (496/1958) tarkoitetun toiminnan tai* muun erikseen laissa säännellyn liike- tai ammattitoiminnan 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) *säätiötä, joka ei ole rajoittanut sijoitus-toimintaansa säännöissään ja jonka sijoitus-toiminta on merkittävää tai muuta yhteisösi-joittajaa, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen;*

Voimassa oleva laki

Ehdotus

4 luku

4 luku

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

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

2 §

2 §

*Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä pe-
rustamatta*

*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

10 luku

Menettelytavat asiakassuhteessa

Menettelytavat asiakassuhteessa

2 §

2 §

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

*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.

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 .*

6.

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 sekä
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*

*Pörssin toiminnassa ja pörssissä toimitta-
 essa ei saa menetellä arvopaperimarkkina-
 lain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopa-
 perimarkkinatavan vastaisesti.*

2 luku

2 luku

Pörssitoiminta**Pörssitoiminta**

26 §

26 §

*Kaupankäynnin lopettaminen**Kaupankäynnin lopettaminen*

Pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssiin 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

Pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on oikeus saattaa pörssiin 1 momentissa tarkoitettu päätös *Finanssivalvonnan käsiteltäväksi 30 päivän kuluessa päätöksestä.* Sijoittajien etujen valvomiseksi toimivalla rekisteröidyllä yhdistyksellä samoin kuin *joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettulla, kyseiseen joukkovelkakirjalainaan nimetyllä joukkolainanhaltijoiden edustajalla, jos joukkolainanhaltijoiden kokous on*

Voimassa oleva laki

asian saattamisesta sen käsiteltäväksi. Pörssin päätös lopettaa kaupankäynti voidaan asian Finanssivalvonnan käsiteltäväksi saattamisesta huolimatta panna täytäntöön, jollei Finanssivalvonta tai muutoksenhakuviranomainen toisin päättä.

Ehdotus

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.

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.

4 luku

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä

1 §

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä

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

Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän toiminnassa ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimittaessa ei saa menetellä

Voimassa oleva laki

Ehdotus

arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ssä säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

7 §

7 §

Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen

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

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 .

7.

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 sekä 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 hyvytys, 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 hyvytys, lainan takaisinmaksu- ja muut olennaiset ehdot sekä se, miten lainaehtoja pidetään yleisesti saatavissa, *jolleivät ne ole saatavilla joukkolainanhaltijoiden edustajasta annetussa laissa (/) tarkoitettulta joukkolainanhaltijoiden edustajalta.*

Voimassa oleva laki

Ehdotus

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 .

8.

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

Ehdotus

29 §

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.

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 .

9.

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, maksulaitokseen, sijoituspalveluyritykseen ja vaihtoehtorahastojen hoitajaan.
—————

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