



25.2.2015

Joukkolainan haltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön laatiminen ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan kehittämisen arviointi

Asettaminen

Valtiovarainministeriö on oikeusministeriötä kuultuaan tänään asettanut työryhmän, jonka tehtävänä on valmistella ehdotus joukkolainan haltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi. Ehdotus laaditaan hallituksen esityksen muotoon. Lisäksi työryhmä voi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi.

Toimikausi

1.3.2015 – 30.6.2016

Tausta

Suomessa pienten ja keskisuurten yritysten (**pk-yritysten**) riippuvuus pankkirahoituksesta on suuri. Kasvua tavoittelevien yritysten näkökulmasta pankkirahoitukselle vaihtoehtoisten rahoitusmahdollisuuksien, erityisesti riski- ja pääomarahoituksen, merkitys kasvaa, kun yritys pyrkii uusille markkinoille tai kehittämään uusia tuotteita.

Finanssikriisin jälkeen pankkien vakavaraisuusvaatimusten kiristyminen on osaltaan lisännyt myös Suomessa tarvetta löytää yrityksille uusia rahoituslähteitä. Rahoituslaitoksia koskevan sääntelyn muutokset voidaan nähdä kasvuyritysten näkökulmasta eräissä tapauksissa rajoittavana tekijänä tehokkaasti toimivalle yritysrahoitukselle. Kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen saannin heikentymisestä on saatu viime aikoina viitteitä eri tilastoista. Valtiovarainministeriön suorittamissa yritys- ja sijoittajakyselyissä on tullut esille, että yrityslainojen ns. kovenantteja eli erityisehtoja koskevat vaatimukset ovat kiristyneet. 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 voimassa olevista varainhankintakustannuksista ja niiden toiminnassaan tavoittelemasta tuotosta ja kannattavuudesta.

Toimivien joukkolainamarkkinoiden avulla pk-yrityksillä on mahdollisuus hakea pankkien taseen kautta tulevalle rahoitukselle vaihtoehtoisen kanavan kautta joustavaa ja vakaata rahoitusta markkinoilta sekä vaikuttaa nykyistä enemmän tarvitsemansa pääoman kustannukseen ja optimoida sitä yrityksen elinkaaren eri tilanteissa. Innovaatiotoiminnan kasvanut rooli taloudessa on myös korostanut toimivien pääomamarkkinoiden merkitystä rahoituksen välityksessä. Yrityskyselyjen ja barometrien tulokset ovat viime vuosina tuoneet esille, että yritysten kehittämät innovaatiot haastavat rahoittajat ja



edellyttävät uudenlaista kykyä mitata ja arvioida liiketoiminnan riskejä, kun perinteisiä vakuuksia ei kaikissa tapauksissa ole käytettävissä.

Pankkien taseen kautta tulevalle rahoitukselle vaihtoehtoisten rahoituslähteiden kehittäminen yritysten rahoituksessa on noussut tärkeälle sijalle myös EU:ssa. Yritysten rahoitusympäristöä parantavia toimia on tarkoitus toteuttaa osana Jean-Claude Junckerin johtaman EU:n komission lippulaivahankkeeksi nostamaa pääomamarkkinaunionia. Suomen hallituksen ja EU:n komission keskeinen painopiste on viime aikoina ollut kasvun ja erityisesti pk-yritysten kasvun rahoituksen tukeminen sekä näihin liittyvien mahdollisten sääntelyesteiden helpottaminen ja rahoituksen pullonkaulojen poistaminen. Joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyhankkeen yhtenä keskeisenä tavoitteena on ollut tukea näitä pyrkimyksiä, joskin joukkolainamarkkinoiden kehittämistarpeet koskevat muidenkin kuin pk-yritysten varainhankintaa ja hankkeen yhteydessä toteutetut toimet hyödyttävät välillisesti kaikkien suomalaisten yritysten rahoituksen hankintaa.

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn arviointi on osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia, jotka saivat alkunsa valtiovarainministeriössä maaliskuussa 2012 valmistuneesta ns. Stadighin työryhmän ”Pääomamarkkinat ja kasvu” -raportista. Hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan marraskuussa 2013 tukea joukkolainoja koskevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. Sopimusehdot otettiin käyttöön vuoden 2014 tammikuussa. Samaan aikaan NASDAQ OMX avasi Helsingin pörssiin *First North Bond Helsinki* -nimisen vaihtoehtoisen markkinapaikan joukkolainoille. Markkinapaikalle tehtäviä liikkeeseenlaskuja koskee kevyempi sääntely (ml. kevyemmät hallinnolliset vaatimukset ja velvoitteet). Hallituksen 25.3.2014 julkistamassa päätöksessä rakennepoliittisen ohjelman toimeenpanosta hallitus päätti edistää joukkolainamarkkinoiden toimivuutta edelleen niin, että edustajamallista aloitetaan lainsäädäntöhanke vuoden 2014 aikana.

Joukkolainanhaltijoiden edustajista ei ole olemassa EU-tason sääntelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan poikkeavasti. Myös muissa pohjoismaissa tilanne on erilainen, sillä Ruotsissa ja Suomessa ei ole erityissääntelyä. Tanskassa on tuore rahoitusmarkkinoita koskeva erityislaki ja Norjassa useita puhevaltaa koskevia korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuja. Suomalaiset yritykset toimivat kilpailluilla kansainvälisillä rahoitus- ja tuotemarkkinoilla. Kotimaisten yritysten rahoituksensaanti ja rahoitusasema suhteessa erityisesti muissa Pohjoismaissa toimiviin yrityksiin korostuu maantieteellisistä ja kulttuurisista seikoista johtuvista syistä. Norjassa ja Ruotsissa yritysten 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. Lisäksi pohjoismaisten joukkolainojen jälkimarkkinat ovat markkinatakauksen edellytyksiä kiristäneen pankkien vakavaraisuussääntelyn johdosta hiljentyneet Lontoossa. Kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kilpailukykyyn edistämiseksi etenkin pk-yritysten näkökulmasta nykytilaa täydentävien vaihtoehtoisten rahoituskanavien luominen ja tukeminen on tärkeää. Pk-yritysten joukkolainamarkkinoiden edistämällä voidaan osaltaan laajentaa Suomessa perinteisesti käytössä olleiden rahoituslähteiden valikoimaa.

Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto julkisti valtiovarainministeriön Internet-sivuilla 24.6.2014 virkатыönä valmistellun arviomuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä. Arviomuistio lähetettiin 19.6.2014 lausunnolle (Valtioneuvoston hankerekisteri VM056:00/2014) lausuntopyynnössä tarkemmin yksilöidyille tahoille. Lausuntoaika päättyi 22.8.2014, mutta lausunnoille myönnettiin muutaman tahon esittämästä pyynnöstä lisää aikaa 5.9.2014 saakka.

Lausuntopyyntö koostui joukkolainamarkkinoilla jo nykyään toimivan edustajan toimintaedellytysten arvioinnista voimassaolevan lainsäädännön näkökulmasta. Tässä yhteydessä arviomuistiossa esitettiin 12 yksityiskohtaista ja 4 laaja-alaista edustajan toimintaedellytyksiä kartoittavaa kysymystä. Selvä enemmistö (23/26 eli noin 90 %) lausunnonantajista ilmaisi tukensa joukkolainanhaltijoiden edustajia

koskevan erityislain säätämistarpeelle. Perusteluissa oli lausunnonantajakohtaisia eroavaisuuksia, mutta keskeisenä yhdistävänä tekijänä puoltavissa lausunnoissa esitettiin tarve korjata nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät tietynasteiset oikeudelliset epäselvyydet edustajan toimintakelpoisuuden ja -edellytysten sekä edustussuhteen pysyvyyden näkökulmasta, jotka on nykytilanteessa järjestetty ja ratkaistu osapuolten välisin tahdonvaltaisain sopimusmääräyksin. Lisäksi edustajan toiminnassa suhteessa edustussuhteen ulkopuolisiin kolmansiin tahoihin nähtiin tiettyjä oikeudellisia ongelmia erityisesti edustussuhteessa suoritettujen toimenpiteiden sivullisittavuuden näkökulmasta. Näiden esiin tulleiden tietynasteisten lainsäädännöllisten epäselvyyksien nähtiin aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja siten haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä.

Enemmistö vastaajista (9/14 eli noin 65 %) kuitenkin kannatti myös vakuusagentin aseman selkeyttämistä syndikoidussa luotonannossa. Keskeiset selkeyttämistä vaativat tilanteet liittyivät vastaajien mukaan luotonsaajan ja vakuusagentin insolvenssitilanteisiin. Vastaavasti enemmistö vastaajista (12/17 eli noin 71 %) kannatti edustajamallia koskevan lainsäädännön ulottamista myös muihin kollektiivisen luotonannon muotoihin. Monien lausunnonantajien mukaan edustajan käyttö pitäisi sallia mahdollisimman laajalti erilaisten rahoitusmuotojen yhteydessä, jotta lainsäädännöllä ei perusteetta asetettaisi vaihtoehtoisia rahoitusjärjestelyjä eriarvoiseen asemaan.

Lausuntoyhteenveto ja valtiovarainministeri Antti Rinteen tiedote hankkeen tilasta ja etenemisestä on julkaistu 24.11.2014 valtiovarainministeriön Internet-sivuilla ja Valtioneuvoston hankerekisterissä (VM056:00/2014).

Joukkolainanhaltijoiden toimintaa ohjaavan lainsäädännön on tarkoitus muodostua nimenomaan suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen arviomistiossa ja lausuntopalautteessa esiin tulleiden oikeusvarmuutta tietyiltä osin haittaavien oikeudellisten ongelmien poistamiseksi. Puitelailla ei näin ollen luotaisi markkinaosapuolille tarvetta muuttaa olemassa olevien joukkolainojen ehtoja tai muita niihin liittyviä sopimuksia, vaan puitelaki mahdollistaisi edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä.

Valtiovarainministeriössä on arvioitu, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista joukkolainamarkkinaa ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että Suomessa liikkeeseen laskettavaan ja suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valittaisiin nykyistä useammin Suomen laki. Tämänkaltaisen kehityksen on arvioitu osaltaan edistävän joukkolainojen liikkeeseenlaskuja Suomessa, mistä hyötyisivät sekä rahoitusala kokonaisuudessaan että erityisesti suomalaiset pienet ja keskisuuret yritykset. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistumisen nähtiin tukevan osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Rahoituskanavien kehittämisellä avattaisiin myös suomalaisille sijoittajille uusia sijoitusmahdollisuuksia.

Työryhmän tulisi lisäksi pohtia joukkolainamarkkinoiden avaamista ei-ammattimaisille sijoittajille. Asiaa tulisi lähestyä erityisesti tarkoituksenmukaisuus- ja oikeusturvanäkökohdista, jolloin arvioitavaksi tulisi mm. edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi asetettava rekisteröityminen tai toimilupavelvollisuus Finanssivalvontaan toiminnan valvonnan ja uskottavuuden lisäämiseksi. Tämän lisäksi arvioitavaksi tulisivat edustajan tiedonanto- ja muut toimintavelvollisuudet sekä näiden oikeusperusta suhteessa ei-ammattimaisiin sijoittajiin.

Lisäksi laaja-alaisen ja asiantuntevan työryhmän tulee arvioida laajemmin joukkolainamarkkinoiden ja niiden toimivuuden parantamiseen tähtäävät toimenpiteet sekä asiakokonaisuuteen muuten liittyvät mahdolliset lainsäädännölliset kehityshankkeet. Tavoitteena olisi arvioida, selvittää ja yksilöidä joukkolaina- ja yleisemmin rahoitusmarkkinoiden toimintaa mahdollisesti haittaava tai kehitystä estävä lainsäädäntö ja esittää ratkaisuvaihtoehtoja. Työryhmän työ tukisi näin laaja-alaisemmin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittämistä ja olisi laajemmin sidoksissa mm. kasvun rahoituksen mahdollis-

tamiseen ja EU:n komission pääomamarkkinaunionihankkeeseen, jossa on pyrkimyksenä edistää pankkijärjestelmän ulkopuolista markkinaehtoista rahoituksenvälitystä. Työryhmän tulee laaja-alaisesti arvioida ja selvittää muita joukkolainamarkkinoiden ja niiden toimivuuden parantamiseen tähtäviä toimenpiteitä sekä asiakokonaisuuteen muuten liittyviä lainsäädännöllisiä kehityshankkeita.

Tavoitteet

Työryhmän on, soveltuvin osin ja harkintansa puitteissa, otettava työssään huomioon erityisesti seuraavat arviomuistiossa ja siihen annetussa lausuntopalautteessa esiin nousseet tavoitteet:

- edustajan oikeudellisen aseman nykyisin muodostavan oikeudellisen konstruktion arviointi ja selkeyttäminen niin, että se ottaa huomioon tarpeen edustajan (i) toimintakelpoisuuden ja -edellytysten pysyvyydelle (toimintakelpoisuuden peruuttamattomuus ilman hyväksyttävää syytä) ja (ii) kaikkiin edustamiinsa sijoittajiin nähden itsenäiselle ja näitä sitovalle toimintakelpoisuudelle suhteessa liikkeeseenlaskijaan tiettyjen sopimusvapauden piirissä tarkemmin sovittavien edellytysten täytyessä;
- erityishuomion kiinnittäminen edustajan kelpoisuuteen toimia edustamiensa sijoittajien puolesta ja lukuun liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja yrityssaneerauksessa (hakea konkurssiin ja/tai yrityssaneeraukseen ja/tai puoltaa/yhtyä edustamiensa sijoittajien puolesta yrityssaneeraushakemukseen ja valvoa saatavat konkurssissa edustamiensa sijoittajien puolesta) ja ajaa itsenäisesti kannetta liikkeeseenlaskijaa tai tämän lakisääteisiä toimieliimiä vastaan edustamiensa sijoittajien puolesta;
- edustajan oikeusaseman arviointi ja selkeyttäminen suhteessa edustusta koskevaan sopimusjärjestelyyn nähden ulkopuolisiin kolmansiin osapuoliin;
- joukkolainanhaltijoiden toimintaa ohjaavan lakiehdotuksen pitäisi muodostua mieluiten suppean puitelain pohjalle, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin enempää kuin on tarpeen;
- arvioida tarvetta selkeyttää ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä vakuusagentin asemasta syndikoidussa luotonannossa erityisesti vakuusagentin mahdollisen maksukyvyttömyysmenettelyn osalta;
- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajamallin ulottamisesta myös muihin kollektiivisen luotonannon muotoihin (esim. projektirahoitus ja arvopaperistaminen) joko erillisten säännösten tai analogiatulkinnan kautta;
- arvioida ja tarpeen mukaan ehdottaa lainsäädäntöä edustajan tiedonanto-, toimilupa- ja/tai rekisteröitymisvelvollisuudesta ja valvonnasta; ja
- lisäksi työryhmä voi tehdä muita ehdotuksia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kehittämiseksi.

Työryhmän tavoitteena on lisäksi:

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

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

Tehtävä

Työryhmän tehtävänä on laatia hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi. Lisäksi työryhmä voi resurssiensa puitteissa arvioida, selvittää ja yksilöidä muita joukkolainamarkkinoiden ja niiden toimivuuden parantamiseen tähtääviä toimenpiteitä sekä asiakokonaisuuteen muuten liittyviä lainsäädännöllisiä kehittämistarpeita. Näiden arviointien ja selvitysten tulokset ja huomiot voidaan julkistaa hallituksen esityksestä erillisessä muistiossa yhdessä mahdollisten ehdotettujen jatkotoimien kanssa.

Organisointi ja kokoonpano

Puheenjohtaja	siviilioikeuden professori Jarno Tepora Helsingin yliopisto
Työryhmän jäsenet	lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju valtiovarainministeriö
	lainsäädäntöneuvos Pekka Pulkkinen oikeusministeriö
	lakimies Timo Rikkonen Listayhtiö Sampo Oyj, Elinkeinoelämän keskusliitto EK:n nimeämänä
	lakimies Ilkka Geitlin Työeläkevakuuttajat TELA ry
	toimitusjohtaja Leena Mörttinen Perheyritysten liitto ry
	lakimies Johanna Palin Finanssialan Keskusliitto FK ry
	toimitusjohtaja Sari Lounasmeri Suomen Pörssisäätiön ja Osakesäästäjien Keskusliitto ry:n yhteisesti nimeämänä
	asianajaja, osakas Helena Viita Roschier Asianajotoimisto Oy, Suomen Asianajajaliiton nimeämänä

Pysyvät asiantuntijat country representative Sami Miettinen
Nordic Trustee Oy:n nimeämänä

finanssineuvos Urpo Hautala
valtiovarainministeriö

Sihteeristö

Pääsihteeri neuvotteleva virkamies Aki Kallio
valtiovarainministeriö

Sihteeri asianajaja, counsel Mikko Heinonen
Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy, Suomen Asianajajaliiton
nimeämänä

Työryhmä voi kuulla asiantuntijoita ja se voi asettaa työnsä tueksi asiakohtaisia valmisteluryhmiä, jotka voivat koostua niin työryhmän jäsenistä kuin ulkopuolisista asiantuntijoista. Työryhmän työtä tukee myös valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla perustettava taustaryhmä.

Hankkeen puitteissa valmistuva luonnos hallituksen esitykseksi ja siihen liittyvät työryhmän muut ehdotukset lähetetään laajalle lausuntokierrokselle.

Hankkeesta laaditaan erillinen viestintäsuunnitelma. Lähtökohtaisesti hankkeen viestinnästä vastaavat työryhmän puheenjohtaja ja pääsihteeri.

Kustannukset ja rahoitus

Työryhmän puheenjohtajalle maksetaan erikseen sovittava palkkio valtiovarainministeriön toimintamenomomentilla 28.01.01. Kukin työryhmään nimettävä organisaatio vastaa omista ja nimeämästään edustajasta aiheutuvista kustannuksistaan. Muut mahdolliset erikseen sovittavat matka-, seminaari-, asiantuntija-, tarjoilu- yms. kustannukset maksetaan valtiovarainministeriön toimintamenomomentilta 28.01.01.

Valtiovarainministeri



Antti Rinne

Osastopäällikkö, ylijohtaja



Pentti Pikkarainen

Jakelu: työryhmän puheenjohtaja, jäsenet, pysyvät asiantuntijat ja sihteerit