



**JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJIA
KOSKEVA LAINSÄÄDÄNTÖ**

22.8.2014

Kirsti Myllylä
Specialist Counsel
Procopé & Hornborg Asianajotoimisto Oy

SISÄLLYSLUETTELO

1. Johdanto.....	1
2. Tausta.....	3
2.1. Joukkolainamarkkinat toimintaympäristönä	3
2.2. Markkinoiden tehokkuusvaatimus	5
2.3. Saneeraus intressi	6
3. Edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajien itsenäinen toimivalta sekä edustajien aseman ja toimivallan sitovuus suhteessa kolmansiin?	7
3.1. Edustussuhteen pysyvyys.....	7
3.2. Edustajan kannevalta.....	8
3.3. <i>No action</i> ehto	10
3.4. Edustajan nimityksen ja toimivallan sitovuus suhteessa siirronsääjiin ja muihin kolmansiin osapuoliin?	13
3.5. Edustajan kelpoisuus ja velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin?	16
3.6. Edustajan toimilupa- tai rekisteröimisvelvollisuus ja valvonta?	17
4. Loppuyhteenveto	17

JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJIA KOSKEVA LAINSÄÄDÄNTÖ

1. Johdanto

Tehokkaat kotimaiset joukkolainamarkkinat edellyttävät yli rajojen ulottuvien markkinakäytäntöjen ja yhteisten sääntöjen omaksumista. Kansainvälisten rahoitus sopimusten dokumentaation kehittäjinä ja standardoinnin edistäjinä ovat toimineet pankkien ja muiden rahoituslaitosten sekä välittäjien etujärjestöt kuten Loan Markets Association (LMA), International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ja International Capital Market Association (ICMA). Sopimusten standardoinnin tavoitteena on ollut lisätä markkinoiden tehokkuutta yhdenmukaistamalla markkinoilla noudatettuja käytäntöjä. Kimmokkeena standardoinnille on ollut rahoitusmarkkinoiden globalisoituminen ja sähköisen viestinnän mahdollistama kaupankäynnin nopeus. Juridisia ongelmia syntyy silloin, kun markkinakäytäntöihin pohjautuvat lainasopimukset ovat ristiriidassa paikallisen pakottavan lainsäädännön kanssa.

Joukkolainojen peruskysymyksiä on velkojaenemmistön oikeus sitoa vähemmistö päätöksinsä. Eri oikeusjärjestelmät suhtautuvat eri tavoin siihen, mitkä kysymykset arvioidaan siinä määrin olennaisiksi, että yksittäisellä lainaosuudenhaltijalla katsotaan olevan oikeus itsenäiseen päätöksentekoon ja toimintaan enemmistön päätöksistä riippumatta. Englannissa on perinteisesti suhtauduttu vähemmistön suojaamiseen pidättyvästi. Markkinakäytäntönä on ollut, että enemmistö voi äänestää omien etujensa mukaisesti mahdollisista intressikonflikteista huolimatta. Yhdysvalloissa *US Trustee Indenture Act* (1939) painottaa voimakkaammin myös yksittäisen sijoittajan suojantarvetta suhteessa isoihin markkinatoimijoihin.¹ Saksassa on vuonna 2009 tullut voimaan uusi joukkolainoja koskeva *Debt Securities Act (Schuldverschreibungsgesetz)*, joka on korvannut vuodesta 1899 voimassa olleen lain *The Law concerning the Common Rights of the Bondholder Representatives*. Uuden lain avainkysymyksiä on velkojen kollektiivinen päätöksenteko ja enemmistön oikeus sitoa vähemmistö kollektiivisiin toimenpiteisiin. Uuden lain mukaan velkojenkokouksen päätökset sitovat pääsääntöisesti kaikkia lainaosuuksien haltijoita. Velkojenkokouksessa noudatettavat määräenemmistövaatimukset on myös yksityiskohtaisesti määritelty.²

¹ Ks tarkemmin Wood s 301-308. Woodin oikeusvertailevan katsauksen mukaan Yhdysvalloissa joukkolainan velkojen enemmistö voi sitoa velkojen vähemmistön käytännössä vain Chapter 11 menettelyssä. Tämä periaate koskee ainoastaan joukkolainan pääoman tai koron maksun laiminlyöntejä (*payment default*). Muilta osin velkojen päätöksenteko toimii joustavammalla pohjalla. Omaksutun politiikan taustalla on Woodin mukaan mm. US Securities and Exchange Commissionin (SEC) silloisen puheenjohtajan William O. Douglasin näkemys, jonka mukaan kollektiivisen päätöksenteon seurauksena Wall Streetin sisäpiiriläiset olisivat voineet ajaa omia intressejään piensijoittajien kustannuksella, esimerkiksi pidentämällä joukkolainan takaisinmaksuaikataulua ohjata rahavirtoja omien yksityisten lainojensa hoitamiseen. Yhdysvalloissa on siten joustavuuden sijasta nostettu tärkeämmäksi arvoksi yksittäisen sijoittajan suoja.

² *Ibid.* Esimerkiksi Japanissa ja Sveitsissä velkojenkokouksen päätös vahvistetaan tuomioistuimen päätöksellä.

Elinkeinoelämän Keskusliiton asettama työryhmä on Suomen joukkolainamarkkinoiden tarpeita varten laatinut yksinkertaistetut joukkolainojen malliehdot, jotka pohjautuvat kansainvälisiin joukkolainojen standardisopimuksiin. Joukkolainojen malliehdot on julkaistu First North Bond markkinapaikalla ja Elinkeinoelämän Keskusliiton websivuilla. Malliehtojen tarkoituksena on muodostua kotimaiseksi markkinastandardiksi ja lisätä siten markkinoiden tehokkuutta ja likviditeettiä. Lainaehtoihin sisällytetyt joukkolainanhaltijoiden edustajan kanne-oikeus ja lainaosuuksien haltijoille määrätty kielto periä saatavaansa (*No action* ehto) ovat ongelmallisia Suomen oikeusjärjestelmän prosessioppien ja pakottavien lainsäädännösten kannalta tarkasteltuina. Kullakin velkakirjanhaltijalla on itsenäinen lainaosuuden suuruinen saatava liikkeeseenlaskijalta. Oikeudet ja velvollisuudet ovat siten erilisiä eikä yksikään lainaosuuden haltija ole vastuussa toisen lainaosuuden haltijan suorituksista. Kuitenkin lainaehtojen mukainen velkojien kollektiivinen päätöksenteko ja *No action* ehto rajoittavat lainaosuuden haltijan oikeuksia eräännyttää ja periä saatavaansa.³

Joukkolainamarkkinoiden oikeudellinen sääntely on Suomessa puutteellinen.⁴ Tilanne on epätydyttävä ja suunnitteilla oleva lainsäädäntö on siten tervetullut. Joukkolainojen kehittyminen osakesijoituksia vastaavaksi sijoitusmuodoksi edellyttäisi ehkä laajempaa pohdiskelua kuin vain lainaosuuksien haltijoiden edustajaa koskevien kysymysten lainsäädännön tasolla tehtävää selkiyttämistä. Välitetyn rahan niukkuudesta johtuen vaihtoehtoisen suoran rahoituksen tarve yritysten rahoituksessa on merkittävästi kasvanut. Myös sijoittajat etsivät paremman tuoton sijoituskohteita korvaamaan pankkitalletusten niukkoja tuottoja. Joukkolainoille on tilaa ja tarvetta markkinoilla. Kokonaisvaltainen joukkovelkakirjoja koskeva lainsäädäntö lisäisi markkinoiden ennustettavuutta, käytäntöjen joustavuutta ja toisi uusia työkaluja oikeudellisten ongelmakohtien ratkaisuun.⁵

Koska joukkolainamarkkinoilla vallitsevat käytännöt ja markkinaosapuolten intressit ovat joukkolainoihin liittyvien kysymysten kannalta keskeisiä, selvitämme lausunnon alussa joukkolainamarkkinoiden sellaisia erityispiirteitä, joilla on merkitystä lainsäätäjän arvioi-
dessa, mitkä valinnat parhaiten edistävät markkinatehokkuutta. Tämän katsauksen jälkeen ja sen pohjalta käsittelemme arviomuistiossa esitettyjä kysymyksiä.

³ Käytännössä lainaosuuden haltijan tavanomainen ongelmanratkaisukeino onkin exit jälkimarkkinoilla.

⁴ Joukkolainan lainaosuudet ovat juoksevia velkakirjoja, joista on säädetty velkakirjalaissa. Arvopaperimarkkinalaissa ja NASDAQ OMX Helsinki Oy:n säännöissä (Pörssin säännöt) on määräyksiä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta.

⁵ Esimerkiksi Saksan uusi joukkolainoja koskeva lainsäädäntö on rakenteeltaan joustava ja perustuu muutamille pakottaville periaatteille. Yksityiskohtaisemmat määräykset ovat dispositiivisia.

2. Tausta

2.1. Joukkolainamarkkinat toimintaympäristönä

Joukkolainanhaltijat muodostavat hajanaisen, monimuotoisen ja muuttuvan verkoston, jossa lainaosuuksien haltijoiden intressit konfliktoituvat sekä keskenään että suhteessa liikkeeseenlaskijan muihin velkoihin ja osakkeenomistajiin. Intressikonfliktit aktualisoituvat yleensä vasta liikkeeseenlaskijan taloudellisen suorituskyvyn ja maksuvalmiuden heikentyessä. Velallisyhtiön epätydyttävä kehitys laukaisee intressitahojen keskinäisen kisan rajallisesta kassavirrasta ja varallisuudesta. *No action* ehdon tarkoitus on estää joukkolainanhaltijoiden keskinäinen kilpajuoksu saatavien perinnässä. Se ei kuitenkaan ota huomioon velallisyhtiön muita velkoja, jotka saavat velkojen välisessä kilpajuoksussa etumatkaa joukkolainanhaltijoiden rajattujen toimintamahdollisuuksien seurauksena.

Joukkolainaehtojen kovenantit ovat pääsääntöisesti niukempia kuin esimerkiksi syndikoitujen luottojen kovenantit johtuen mm. siitä, että joukkolainan järjestäjinä toimivat pankit neuvottelevat velallisen kanssa lainan kovenantit. Lainan järjestäjien intressissä on hakea sopiva tasapaino markkinoiden hyväksymän kovenantitason ja sen tason välillä, joka on sovittuna pankkien liikkeeseenlaskijalle myöntämien pankkilainojen välillä. Syndikoitujen luottojen kovenantit ovat puolestaan tiukempia, yksityiskohtaisempia ja syvemmälle yritysten operatiiviseen toimintaan pureutuvia kuin joukkolainojen kovenantit. Syinä on yllä mainitun lisäksi myös esimerkiksi seuraavat seikat:

- (i) syndikoidut luotot eivät ole julkisia, joten velallinen voi antaa pankeille myös luottamuksellista informaatiota,
- (ii) pankkeja on vähemmän ja ne ovat harjaantuneempia myöntämään waivereita ja neuvottelemaan kovenantteja uudelleen ja
- (iii) syndikoiduissa luotoissa on vähemmän osapuolia ja kaikki ovat ammattimaisia toimijoita.

Joukkolainojen niukemmat kovenantit lisäävät velallisyhtyrityksen velkojen keskinäistä epätasa-arvoa. Kattavimmista ja tiukemmista informaatio- ja finanssikovenanteista johtuen pankit havaitsevat liikkeeseenlaskijan ongelmat aiemmin kuin joukkolainanhaltijat ja voivat siten reagoida varhaisemmassa vaiheessa. Urheilutermein ilmaistuna pankeilla on yleensä etulyöntiasema. Tätä etua tasoittaa lainaosuuden haltijan mahdollisuus nopeaan irtaantumiseen myymällä lainaosuutensa jälkimarkkinoilla.

Joukkolainan peruskysymykset ovat, voiko velkojen enemmistö sitoa vähemmistön päätöksiinsä ja voiko vähemmistö estää joukkolainan uudelleen järjestelyn. Vaakakupissa on

joustavuus, markkinoiden tehokkuus ja transaktiokustannusten minimointi suhteessa joukkolainanhaltijoiden mahdollisiin keskinäisiin intressikonflikteihin. Kysymys on kiperä erityisesti suhteessa piensijoittajiin. Esimerkiksi ongelmaluottoihin (*distressed* luotot) spekulatiivisesti sijoittavan rahaston ja piensijoittajan agenda on harvoin sama. Rahasto voi ostaa jälkimarkkinoilta joukkolainaosuuksia murto-osalla niiden alkuperäisestä nimellisarvosta ja hankkia tarvittavan määrävähemmistön (*blocking minority*) estääkseen joukkolainan uudelleen järjestelyn.⁶ Tällöin velallisella ei yleensä ole muuta keinoa kuin hakeutua lakimääräiseen saneeraukseen tai toivoo että jokin sen sidosryhmistä lunastaa spekulantin lainaosuudet. Toisaalta on kuitenkin huomattava, että nämä toimijat ylläpitävät ongelmaluottojen jälkimarkkinoita ja tarjoavat siten varsinkin säännellyille institutionaalisille sijoittajille nopean ja transaktiokustannuksiltaan tehokkaan tavan irtaantua riskipitoisesta sijoituksesta.

Joukkolainasijoittajien riskipositoiden hahmottamista hämärtää osaltaan myös ns. varjopankkitoiminta. Osa joukkolainanhaltijoista on suojannut sijoituksena luottoriskin vaihtosopimuksilla (*Credit Default Swap*), arvopaperistamisjärjestelyillä (*Collateralized Debt Obligations*) tai muilla sofistikoituneilla strukturoiduilla rahoitusvälineillä, joiden avulla luottoriski on siirretty edelleen kolmansille tahoille. Nämä kolmannet ns. varjotahot, jotka todellisuudessa kantavat lainaosuuteen kohdistuvaa luottoriskiä, eivät ole läsnä velkojienkokouksessa. Koska transaktiokustannusten minimointi on rahoitustoiminnan tehokkuustavoitteiden keskeisiä takeita, suojatun riskin sijoittajalla ei ole vahvaa intressiä allokoida voimavarojaan velkojienkokouksiin ja niiden taustaneuvotteluihin.⁷

Joukkolainanhaltijoina voi olla myös tahoja, joilla on velallisyhtiössä muita intressejä. Tällainen sijoittaja joutuu tarkastelemaan kokonaisriskipositiotaan, punnitsemaan eri instrumenteista johtuvia riskejä keskenään ja valitsemaan pienimmän riskin politiikan.⁸ Lainaosuuden haltija voi olla samanaikaisesti esimerkiksi liikkeeseenlaskijan osakkeenomistaja tai pankkivelkoja. Tällöin sijoittajan intressissä voi olla ohjata velallisyhtiön vapaita kassavirtoja ensisijaisesti osinkojen maksuun tai pankkilainan hoitamiseen. Joukkolainan ennakaiseen eräännyttämiseen tähtäävät toimenpiteet eivät ole tällaisen sijoittajan intressissä, koska ne söisivät osaltaan sijoittajalle tulevien osinkojen tai pankkilainan lyhennyksiä.

Joukkolainanhaltijoiden edustussuhteeseen osallistuvien toimijoiden keskinäiset vastuusuhteet ovat siten hyvin monimuotoiset ja osin läpinäkymättömät. Osallistujat edustavat monen tasoisia sijoittajaprofiileja ja erisuuntaisia intressejä. Lainaosuuksien haltijat eivät tunne toisiaan eikä niillä siten ole edellytyksiä hahmottaa omaa riskipositiotaan suhteessa

⁶ Tällä hetkellä ainoa First North markkinapaikalla noteerattu joukkolaina on Taaleritehdas Oy:n joukkolaina. Sen lainaehdoissa on sovittu, että laina-ajan pidentäminen tai koron alentaminen vaatii 95 % joukkolainan ulkona olevasta pääomasta. Hankkimalla 5,1 %:n osuuden huomattavasti lainaosuuksien nimellisarvoa alemmalla hinnalla saa tarvittavan määrävähemmistön, jolla voi estää joukkolainan pelastusoperaation. Joukkolainojen malliehdoissa on vastaavissa tilanteissa ehdotettu 75 %:n enemmistöä kokouksessa läsnä olleista äänistä.

⁷ Lainaosuuksien haltijoille maksettavat suostumuspalkkiot toimivat kannustimina äänestää velkojienkokouksissa lainan uudelleenjärjestelyyn liittyvien toimenpiteiden puolesta.

⁸ Ks. Juha Karhu, ”Uusi varallisuus oikeus” (2003). Karhun toimintaympäristön, kokonaisjärjestelyn ja riskipositoiden tilanneharkalle tarkastelulle rakentuva varallisuus oikeudellinen näkökulma soveltuu joukkolainamarkkinoiden oikeussuhteiden analysointiin paremmin kuin subjektiivisten oikeuksien varaan rakennettu perinteinen varallisuuskäsitys. Karhun ajattelua on hyödynnetty tässä lausunnossa, kun olemme analysoineet joukkolainamarkkinoiden varallisuussuhteita.

muihin joukkolainanhaltijoihin. Jälkimarkkinat muuttavat järjestelyyn osallistuvien sijoittajien riskipositioita ja valtasuhteita liikkeeseenlaskusta takaisinmaksuun asti. Lainanhaltijoiden keskinäinen spekulatiivinen käyttäytyminen on olennainen osa joukkolainamarkkinoiden käyttäytymistä. Keskinäisen luottamuksen kadotessa lainaosuuksien haltijoiden spekulatiivinen käyttäytyminen on riski, johon osapuolten pitäisi varautua. Käytännössä kuitenkin sille osoitetaan varsin vähän huomiota lainan liikkeeseenlaskuhetkellä. Silloin keskiössä on luonnollisesti lainan onnistunut liikkeeseenlasku ja lainapääoman kerääminen.⁹

2.2. Markkinoiden tehokkuusvaatimus

Joukkolainan edustajaa koskevan lain tasoisen sääntelyllä tavoitellaan ennakoitavuutta ja markkinoiden tehokkuutta. Tavoitteena on joukkolainamarkkinoiden laajentaminen ja likviditeetin lisääminen sekä ulkomaisten sijoittajien saaminen Suomen joukkolainamarkkinoille.

Jvk-sijoittajan näkökulmasta voidaan toisaalta myös kysyä onko sijoittajan intressissä, että lainaehjoja voidaan edustaja rakennetta hyödyntäen joustavammin heikentää sijoittajan vahingoksi esimerkiksi laskemalla joukkolainan korkoa tai pidentämällä laina-aikaa.¹⁰ Mahdollisuus lainaehjojen joustavampaan heikentämiseen voi päinvastoin myös laskea ulkomaisten sijoittajien luottamusta Suomen joukkolainamarkkinoita kohtaan. Etenkin kun Suomen rahoitusmarkkinat ovat pienet, paikallisia toimijoita on vähän, ne ovat sidoksissa toisiinsa ja toimivat useilla pääoma- ja rahoitusmarkkinoiden lohkoilla.

Joukkolaina on pitkäkestoinen ja epätasapainoinen sopimussuhde liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden välillä. Sijoittajien suoritus tapahtuu liikkeeseenlaskun hetkellä, kun sijoittajat lainaavat lainan pääoman liikkeeseenlaskijalle. Velallisyhtiön suoritus tapahtuu puolestaan pääsääntöisesti kerralla laina-ajan lopussa. Joukkolainojen laina-ajat ovat yleensä pidempiä kuin pankkilainojen laina-ajat, esimerkiksi viidestä vuodesta jopa 30 vuoteen. Pitkän laina-ajan kuluessa liikkeeseenlaskijan liiketoiminnassa ja rahoitusmarkkinoilla ehtii syntyä useita nousuja ja laskuja. Yleensä joukkolainat ovat ns. *bullet* lainoja eli ne maksetaan takaisin yhdessä erässä laina-ajan päättyessä. Kun taas pankkilainat ovat usein lyheneviä, jolloin velkojan riski vähitellen sulaa laina-ajan kuluessa. Joukkolainahaltijat eivät myöskään yleensä rahoita yhtiötä lisää sen tilapäisissä maksuvaikeuksissa vaan rahoitus hankitaan tällöin tavanomaisemmin läheispankeista. Joukkolainojen kovenantit ovat lisäksi heikompia kuin pankkilainojen kovenantit, mikä osaltaan heikentää joukkolainanhaltijoiden mahdollisuuksia reagoida riittävän ajoissa liikkeeseenlaskijan maksuvaikeuksiin.

Lainaosuudenhaltijan vahvin painostuskeino on lainan eräännyttäminen ja oikeudellinen perintä. Lainan irtisanominen laukaisee lähes kaikissa rahoitussopimuksissa standardina

⁹ Saksan joukkolainoja koskevassa laissa edellytetään, että lainaosuuksia myydään vain tahoille, joilla on keskimääräistä kuluttujaa korkeampi ymmärrys joukkolainasijoituksesta.

¹⁰ ks Wood s. 286, s. 288.

olevan ristiin eräännyttämisehdon (*cross default*). Irtisanominen aiheuttaisi liikkeeseenlaskijan koko rahoituksen erääntymisen ja johtaisi todennäköisimmin yhtiön konkurssin. Pelote on raskas, mutta vahingonkorvausriskistä johtuen kynnys sen käyttämiselle on korkea. Voidaan väittää, että rajoittamalla merkittävästi lainaosuuden haltijan perintäoikeutta syvennetään velallisen ja velkojan välistä epätasapainoa.¹¹

2.3. Saneeraus intressi

Edustajasuhteen tärkein etu on yhden luukun periaate. Sen merkitys aktualisoituu erityisesti liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteissa. Velallinen ei joudu käymään velkojen vapaaehtoisista uudelleenjärjestelyistä raskaita neuvotteluja lukuisten yksittäisten lainaosuuksien haltijoiden tai velkojienkokouksen kanssa. Myös konkurssissa ja legalisaneerauksessa pesänhoitajan tai selvittäjän on helpompi operoida yhden neuvotteluosapuolen kanssa. Arviomuistiossa kaavailtu edustajan kanneoikeus vähentää markkinaosapuolten transaktiokuluja liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteissa ja edistää siten myös mahdollisuuksia saneerata tilapäisiksi arvioituihin maksukyvyttömyystilanteisiin joutuneita yrityksiä, joilla kuitenkin katsotaan olevan elinkelpoisuuden edellytykset.

Ammattimaisesti toimivalla edustajalla on tarvittava osaaminen ja resurssit velkojen uudelleenjärjestelyistä. Joukkolainan ehdot yleensä sallivat edustajan itsenäisen päätöksenteon, mutta käytännössä edustajat kuitenkin vain harvoin toimivat itsenäisesti ilman velkojienkokouksen päätöstä.

Syndikoitujen luottojen uudelleenjärjestelyssä käytäntönä on, että ongelmatilanteen kärjistyessä syndikaatin pankit nimittivät koordinaatiokomitean, joka neuvottelee syndikaattipankkien puolesta velallisen lainan uudelleenjärjestelystä. Komitean jäsenet ovat yleensä syndikaattipankkien palveluksessa olevia pankkiireja, jotka tarvittaessa palkkaavat vapaaehtoiisiin saneerauksiin erikoistuneita neuvonantajia tuekseen. Koordinaatiosopimuksessa komitean jäsenten fidusiaarinen vastuu suljetaan yleensä pois. Syndikoiduissa luotoissa velkojat tuntevat toisensa ja kaikki ovat rahoitusalan ammattilaisia. Koska eurooppalaiset syndikoitujen luottojen markkinoilla toimivat pankit ovat vahvasti sidoksissa toisiinsa, niillä on intressi pitää yllä keskinäistä luottamusta. Siksi intressikonfliktien hallinnannalle on paremmat edellytykset kuin joukkolainamarkkinoilla, jossa osapuolet eivät tunne toisiaan.

Joukkolainoille tyypillisen pitkän laina-ajan kuluessa riski systeemisen rahoituskriisin syntymiselle on suurempi kuin pankkilainoissa, joiden maturiteetit ovat lyhyempiä.¹² Jos joukkolaina erääntyy lainaehtojen mukaisesti keskellä syvää rahoituskriisiä, lainan jälleen rahoitus vaikeutuu, etenkin jos velallisyhtiö on myös oman liiketoimintansa suhteen heikoman syklin pohjalla. Tällöin liikkeeseenlaskija voi joutua maksukyvyttömäksi huolimatta siitä, että lainaehtoja ei ole rikottu tai lainasta johtuvia maksuja laiminlyöty.

¹¹ Velallisen asema voi olla tukala, koska usein rahoituksen kovenantit kieltävät yhtiön lisävelkaantumisen. Tällöin velallinen voi pelastua vain, jos jokin sen sidosryhmistä ostaa spekulatiivisen lainanhaltijan lainaosuuden.

¹² Systeemisiksi luokiteltuja pankkikriisejä on IMF kriteerien mukaan ollut Euroopassa vuosina 2007-2011 yhteensä 20.

Lakiin perustuva edustussuhteen merkitys korostuu yrityksen saneeraustilanteissa ja rahoitusmarkkinoiden järjestelmäkriiseissä, joissa vaaditaan nopeaa ja ammattimaista toimintaa. Niissä ei ole sijaa myöskään lainsäädännön aukoista tai epäselvyyksistä johtuville kiistoille.

3. Edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajien itsenäinen toimivalta sekä edustajien aseman ja toimivallan sitovuus suhteessa kolmansiin?

3.1. Edustussuhteen pysyvyys

Edustaja on lainaosuuksien haltijoiden edustaja. Liikkeeseenlaskuagentti ja maksuagentti ovat liikkeeseenlaskijan edustajia. Edustajan asettaja on liikkeeseenlaskija, joka myös sopii edustajan kanssa edustussuhteen ehdot. Edustajan oikeus irtisanoutua tehtävästään ja joukkolainanhaltijoidenoikeus irtisanoa edustaja ovat sopimuksenvaraisia.¹³ Sijoittaja hyväksyy edustussuhteen ehdot merkitessään tai ostaessaan joukkolainaosuuden ja tulee siten sidotuksi sovittuihin lainaehtoihin myös siltä osin kuin ne koskevat edustajaa.¹⁴

Käytäntönä on ollut, että osa edustussuhteen ehdoista on lainaehdoissa ja osa vain edustajasopimuksessa. Ehtojen hyväksyntä tapahtuu osin siten, että sijoittaja hyväksyy lainaehtojen viittauksen edustajasuhteesta laadittuun liikkeeseenlaskijan ja edustajan väliseen sopimukseen.¹⁵ Sopimus on tutustumista varten nähtävillä edustajan toimitiloissa. Sijoittajalla on siis periaatteessa mahdollisuus mennä edustajan toimistoon ja tutustua edustajaa koskevaan sopimukseen. Käytännössä näin tapahtuu vain poikkeuksellisesti.

Joukkolainanhaltijoiden edustajaan liittyvät velvoiteoikeudelliset kysymykset eli edustajan oikeudet ja velvollisuudet joukkolainanhaltijoita kohtaan ovat siis meillä sopimuksenvaraisia. Jos edustaja rikkoo sovittuja velvoitteita ja siitä on aiheutunut vahinkoa, joukkolainanhaltijalla on oikeus nostaa kanne ja vaatia edustajaa korvaamaan hänelle aiheutunut vahinko. Markkinakäytäntöjen mukaan edustajan irtisanominen vaatii lainanhaltijoiden kollektiivisen päätöksen. Sijoittajien itsenäinen oikeus irtaantua edustussuhteesta johtaisi joukkolainan kollektiivisen luonteen murtumiseen.

Jos yksittäisellä joukkolainanhaltijalla on luottamuksellista tietoa edustajan taloudellisesta tilanteesta, merkittävästä eturistiriidasta tai muusta sellaisesta seikasta, joka voi olla omiaan olennaisesti vähentämään luottamusta edustajan kykyyn toimia puolueettomana ja luotettava joukkolainanhaltijoiden edustajana, tällaisen tiedon omaavalla joukkolainanhaltijalla ei markkinakäytäntöjen mukaan ole oikeutta yksinään vaatia edustajan erottamista ja kor-

¹³ Esimerkiksi Saksassa velkojienkokous voi lain perusteella erottaa edustajan ja valita erotetun tilalle uuden edustajan.

¹⁴ Vastaavasti esimerkiksi ostamalla junalipun matkustaja hyväksyy lipun voimassaoloa ja muita matkaan liittyviä seikkoja koskevat ehdot tai pysäköidessään yksityiselle pysäköintialueella autoilija hyväksyy alueella ilmoitetut pysäköintimaksut ja pysäköintiajat. Erillistä suullista hyväksyntää tai allekirjoitusta ei edellytetä.

¹⁵ Saksassa viittaus (*by refernece*) lainaehtoihin on sitova vain, jos laina on pysyvästi selvitysyhteisön säilytyksessä.

vaamista uudella edustajalla. Hänellä on kuitenkin oikeus hakea oikeusteitse vahingonkorvausta. Ongelmaksi voi tuolloin muodostua, miten sijoittaja voi osoittaa vahingon johtuneen edustajan ja sijoittajan välisestä eturistiriidasta.

3.2. Edustajan kannevalta

Edustajan oikeus nostaa kanne joukkolainanhaltijoiden puolesta on joukkolainojen malliehdossa rakennettu valtuutuksen varaan. Kun edustaja lainaehdoissa annetun valtuutuksen nojalla nostaa velkomuskanteen tai jättää liikkeeseenlaskijaan kohdistuvan konkurssi- tai saneeraushakemuksen tuomioistuimelle, tarkoittaa tämä sitä, että kantajina tai hakijoina oikeusprosessissa on suuri joukko lainaosuuksien haltijoita ja edustaja toimii kunkin kantajan asiamiehenä. Tuomioistuimen tulee antaa tuomio erikseen jokaisen kantajan osalta. Konkursseissa ja saneerauksissa kaikki joukkolainanhaltijat ovat hakijoina ja velkojina,

Edustaja toimii joukkolainojen malliehtojen mukaan aina kaikkia lainaosuuden haltijoita sitovasti. Jos edustaja nostaa kanteen liikkeeseenlaskijaa vastaan, kantajina ovat siten kaikki lainaosuuksien haltijat. Ilmeisesti malliehtojen mukaan toimittaessa kantajina olisivat ne lainaosuudenhaltijat, jotka on rekisteröity lainaosuudenhaltijoiksi kanteen nostamispäivänä. Oikeudenkäymiskaaren 5a §:n mukaan, jos kantaja oikeudenkäynnin aikana luovuttaa oikeutensa riidan kohteeseen toiselle, luovutuksensaaja voi haastetta ottamatta jatkaa kanteen ajamista siinä muodossa kuin se oli luovutushetkellä. Joukkolainan jälkimarkkina-kauppa huomioon ottaen kantajien joukko olisi siten oikeudenkäynnin ajan jatkuvan muutoksen alaisena. Kantajien yksilöinti tuottaisi todennäköisesti lisätyötä sekä tuomioistuimelle että asianosaisille. Säilytysyhteisöjen rekisterien perusteella asia olisi mahdollisesti hoidettavissa.

Tärkeimpänä perusteena edustajan kanneoikeuden perustamiselle on käytännössä transaktiokustannusten minimointi. Toinen usein mainittu peruste on velkojen kilpajuoksu tuomioistuimen ovelle. Sillä on merkitystä pääasiallisesti vain lainaosuuksien haltijoiden välisessä kilpajuoksussa. Liikkeeseenlaskijalla on kuitenkin yleensä joukko muita velkojia, jotka useimmiten ehtivät perintätoimien kilpajuoksussa edelle kollektiiviseen päätösprosessiin sidottuja joukkolainanhaltijoita.

Vaihtoehtona raskaalle valtuutusrakenteelle on kaavailtu Tanskan mallin mukaista edustajamallia, jossa edustajan toimivalta ja kelpoisuus määritellään erityislaissa. Ehdotus on hyvä ja käytännöllinen ratkaisu, joka edistää markkinoiden joustavuutta. Siihen liittyy kuitenkin oikeudellisia kysymyksiä, jotka ansaitsevat lähemmän tarkastelun.

Itsenäisen kanneoikeuden myöntäminen taholle, joka ei ole oikeussuhteen osapuoli, tarkoittaa askelta kohden angloamerikkalaisen *trust* konstruktion omaksumista Suomen oikeusjärjestelmässä. Oikeusjärjestelmämme prosessioppien mukaan kanteen voi nostaa vain oikeussuhteen osapuoli. Voidakseen itsenäisesti nostaa kanteen liikkeeseenlaskijaa vastaan edustajan tulisi olla velkoja eli saamisoikeuden omistaja joukkolainanhaltijoiden ohella

suhteessa liikkeeseenlaskijaan. Tätä omistusta edustaja voisi käyttää vain joukkolainanhaltijoiden hyväksi, sillä edustajan omistus olisi vain muodollista omistusta. Liikkeeseenlaskijaan kohdistuvat saamisoikeudet olisivat myös osa edustajan varallisuutta. Tämä tarkoittaisi *trust* rakenteelle ominaista rinnakkaista eli jakautunutta omistusta, jota Suomessa ei tähän asti ole tunnustettu.

Koska *trust* instituution istuttaminen Suomen oikeusjärjestelmään ei ole todennäköistä eikä perusteltua, toinen mahdollisuus on murtaa perinteinen prosessioppien mukainen kantaja määritelmä ja myöntää kanneoikeus oikeussuhteen ulkopuoliselle taholle. Tällöinkin käytännössä jää selvitettäväksi, ketkä lainaosuuksien haltijat lopulta ovat edunsaajina ja oikeutettuja saamaan *pro rata* osuutensa mahdollisesta kanteen perusteella tuomitusta vahingonkorvauksesta tai täytäntöönpanotoimien tuloksena saaduista varoista.

Käytännön syyt puoltavat edustajan kanneoikeuden säätämistä lain tasoisella määräyksellä. Vastaavalla tavalla osakeyhtiön toimitusjohtaja toimii osakeyhtiölain 6 luvun 25 §:n antamalla valtuutuksella yhtiön edustajana. Toimitusjohtajan tehtävänä on ajaa yhtiö etua, joka osakeyhtiölaissa samastetaan osakkeenomistajien etuun. Joukkolainan edustajan tehtävä on ajaa lainaosuudenhaltijoiden etua, tai ainakin lainaosuudenhaltijoiden enemmistön etua. Sekä omistaja että velkoja ovat sijoittaneet rahaa yhtiöön ja molemmat tahot kilpailevat yhtiön varoista. Joukkolainanhaltijoiden edustajan on kuitenkin valtuutus konstruktion perusteella huomattavasti vaikeampi ajaa joukkolainanhaltijoiden etua kuin toimitusjohtajan on ajaa yhtiön etua.¹⁶

Edustajan kanneoikeuden käyttämisen tulisi joustavuus syistä kytkeytyä velkojienkokouksen enemmistöpäätökseen. Tältä osin epäkohdaksi muodostuu se, että itsenäinen kanneoikeus sitoo myös velkojien vähemmistön vastaamaan oikeudenkäynnistä aiheutuvista kustannuksista, ja jos kanne ei menesty mahdollisesti myös vastapuolen kustannuksista.

Angloamerikkalaisen *trust* instituution kulmakiviä on se, että *trustin* omaisuus on equity oikeuden perusteella suojattu *trustin* velkojilta. Ehdotetun edustajan kanneoikeuden toiseksi ongelmakohdaksi muodostuu, millä tavoin joukkolainanhaltijoiden saamisoikeudet sekä edustajan oikeudellisten perintä toimien tuloksena saamat suoritukset voidaan suojata edustajan mahdollisessa konkurssissa tai edustajan vilpillisten toimien varalta.

Suomen oikeusjärjestelmä ei myöskään tunne *trust instituutioon* liittyvää jäljitys (*tracing*) ominaisuutta. Jos edustaja vastoin velkojakollektiivin tahtoa myisi tai muutoin luovuttaisi joukkolainanhaltijoiden saamisoikeudet tai siirtäisi perintätoimien tuloksena saadut suoritukset vilpittömässä mielessä olevalle kolmannelle taholle, luovutuksia ei voitaisi peräyttää.

¹⁶ Osakkeenomistajan ja joukkolainanhaltijan rinnastus ei kaikilta osin ole looginen, mutta siitä voidaan saada johtoa erityislaila perustettavalle edustajan kanneoikeudelle. Osakeyhtiössä on muitakin velkoja kuin joukkolainan velkoja. Niillä ei olisi samanlaista edunvalvojaa kuin joukkolainanhaltijoilla. Toimitusjohtajan tehtävät ovat toisaalta huomattavasti laajemmat kuin edustajan tehtävät joukkolainanhaltijoiden edunvalvojana, Periaatteessa edustaja suhteessa on kuitenkin kyse agentti – päämies suhteesta, jossa edustaja ja joukkolainanhaltijoiden välille muodostuu fidusiaari suhde.

Vahingonkorvauksen saaminen taas olisi epätodennäköistä, koska edustajan vilpilliset luovutustoimet johtuisivat luultavimmin edustajan omista taloudellisista vaikeuksista. Konkurssissa tai legaalisanerauksessa vakuudettomalle vahingonkorvaussaatavalle tuleva osuus jäisi todennäköisesti varsin pieneksi ellei olemattomaksi.

Syndikoiduissa luotoissa velkojen oikeutta itsenäisiin oikeudellisiin perintätoimiin ei ole rajoitettu. Syndikaatin yksittäinen velkoja on oikeutettu ryhtymään itsenäisesti oman lainaosuutensa perinnässä oikeudellisiin toimenpiteisiin. Perintätulos jaetaan *pro rata* kaikkien lainaan osallisten velkojen kesken. Kannustin itsenäisiin perintätoimiin on siis varsin pieni. Samaa periaatetta sovelletaan myös kuittaukseen. Jos jollain syndikaatin pankilla on kuittauskelpoinen saatava velalliselta, pankki voi käyttää kuittausoikeuttaan rajoituksitta, mutta kuittauksella saavutettu hyöty jaetaan *pro rata* kaikkien syndikaatin velkojapankkien kesken niiden lainaosuuksien suhteessa. Tämä syndikoitujen luottojen standardiksi muodostunut *Sharing* ehto ei ole käytössä joukkolainoissa eikä se joukkolainojen massaluonteesta johtuen niihin käytännössä soveltuisikaan.

3.3. *No action* ehto

Joukkolainojen negatiivisen kannevallan ensisijaisena tarkoituksena on lainaosuuksien haltijoiden keskinäisen kilpajuoksun estäminen. Tässä suhteessa *No action* ja velkojen kokouksen kollektiivinen päätöksenteko tukevat toisiaan. Lausekkeiden soveltaminen on Suomessa perustunut sopimusvapauden periaatteelle eikä lainsäätäjällä ole aiemmin katsonut, että niiden käyttöä tulisi toisaalta rajoittaa tai toisaalta tukea lainsäädännön tasolla. Niiden tarkoituksena on ensisijaisesti suojata velallista ja velkojaenemmistöä spekulatiivisten sijoittajien opportunistista käyttäytymistä vastaan. Piensijoittajan asema on tarkastelussa jäänyt vähemmälle huomiolle.

Osakesijoitusten osalta piensijoittajan suojaäännökset ovat osakeyhtiölain 18 luvussa, jossa on säädetty piensijoittajan osakkeiden lunastusvelvollisuudesta. Lainsäädännössämme ei ole joukkolainoja koskevia lunastusvelvoitteita. Tämä johtuneekin ainakin osittain osakkeen eräpäivättömästä luonteesta. Velkojalla on oikeus maksuun lainan eräpäivänä, joten velkojan oikeutta tulla lunastetuksi ei ole pidetty yhtä tärkeänä kuin vähemmistöomistajan vastaavaa oikeutta.¹⁷ *No action* ehto ja kollektiivinen päätöksenteko voivat joissakin tilanteissa olla ristiriidassa yksittäisen lainaosuudenhaltijan intressien kanssa. Jos maturiteetiltaan pitkäaikainen joukkolaina on keskittynyt yhden tai vain muutaman toisiinsa sidoksissa olevan toimijan käsiin, pienvelkojan asema verrattuna pienosakkaan asemaan on eittämättä heikompi.

Englannissa tuomioistuimet ovat sopimusvapauden nimissä katsoneet, että *No action* ehdon käytölle ei ole esteitä. Tämä periaate on vahvistettu mm. tapauksessa *Elektrim SA v Vivendi Holdings 1 Corp* (24.10.2008), jossa tuomioistuin totesi, että lainaosuuden haltijalla ei ollut

¹⁷ Eräpäivättömät perpetuaalilainat ja muut strukturoidut hybridilainat jäävät myös lunastusvelvollisuuden ulkopuolelle. Ne ovat kuitenkin tyypillisesti ammattimaisten sijoittajien kohteita, joiden voi olettaa tunnistavan sijoituskohteisiin liittyvät riskit.

itsenäistä oikeutta ajaa kannetta velallista vastaan saattaakseen täytäntöön velkakirjaehtojen mukaisia oikeuksiaan. Myöskään *trusteella* ei katsottu olevan velvollisuutta itsenäisesti ajaa kannetta, kun velkojienkokous ei ollut tehnyt päätöstä kanteen nostamisesta. Päätöksessä todettiin myös että Englannin lain alla *trusteella* ei ole minkäänlaisia fidusiaarisia velvoitteita joukkolainanhaltijoita kohtaan. Joukkolainanhaltijoita edustava *trustee* on hallinnollinen eikä *trusteella* ole esimerkiksi velvollisuutta neuvoa, miten lainaosuuksien haltijoiden tulisi ongelmatilanteessa toimia turvatakseen asemansa mahdollisimman hyvin. Päätöksen mukaan joukkolainanhaltijat ovat ammattimaisia investoijia, joiden tulee itse huolehtia oikeuksistaan. *Lord Justice Lawrence Collins* lausuu päätöksessä mm. seuraavasti:

*”It is surprising to find an allegation that the Trustee of a bond issue (whose main function is **administrative and ministerial**) has the duties which are pleaded in the Amended Complaint¹⁸, and I am satisfied that for the reasons given by the judge, there are no such duties in the circumstances of this case under English law, the only possible applicable law.”*

The US Trust Indenture Act (1939) kieltää lainaosuuden haltijaan kohdistuvat *No action* ehdot, jos lainaosuuden haltija ei ole niitä selkeästi hyväksynyt tai voinut hyväksyä. Amerikkalaisten tuomioistuinten ratkaisuisa *No action* -ehdon käytön rajoituksia on laajennettu edelleen siten, että ehto ei ole sitova siltä osin kuin se rajaa lainaosuuden haltijan oikeutta vaatia erääntynyttä korkoa, lyhennystä tai muuta maksua (*payment default*) oikeusteitse. Sen sijaan lainan kovenanttien rikkomisen suhteen *No action* ehto on katsottu lainaosuuden haltijaa sitovaksi.¹⁹ Lainaosuuden haltija ei siten voi itsenäisesti ajaa kannetta liikkeeseenlaskijaan nähden tämän kovenanttirikkomuksen vuoksi.

Kanadan oikeuskäytännössä *No action* ehdot on useissa ratkaisuisa sivuutettu ja kunnioitettu perusoikeuksiin luettavaa oikeutta saada ryhtyä itsenäisiin perintätoimiin erääntyneen saatavan suhteen.²⁰

Suomessa ei ole vielä enemmälti käytäntöä siitä, miten edustajat toimivat ja miten itsenäistä päätäntävaltaa ne uskaltavat käyttää. Todennäköisintä kuitenkin on, että ne tulevat toimimaan varsin pitkälti velkojienkokouksen päätöksen ohjaamina. Kuten yllä mm. joukkolainamarkkinoiden toimintaympäristöä kuvaavassa kohdassa 2.1 on todettu lainaosuuksien haltijoiden äänestyskäyttäytymiseen vaikuttaa usein erilaisista intressikonflikteista ja sidoksista johtuvia syitä. Velkojien päätökset ovat kuitenkin yleensä aina edustajaa sitovia ja edustaja vain hyvin poikkeuksellisesti toimiin velkojien päätöksen vastaisesti.

¹⁸ *Lordi Collinsin* viittaamassa valituksessa katsottiin, että *trusteella* olisi ollut fidusiaarinen velvollisuus neuvoa joukkolainanhaltijoita.

¹⁹ *Hirschfield v Astoria Associates Inc.* (1955). ks myös Wood

²⁰ mm *Catalyst Capital Group Inc. v Data & Audio-Visual Enterprises Inc.* (2014, Ontario Superior Court of Justice)

Erityisesti pankkien, vakuutusyhtiöiden, eläkelaitosten ja muiden välitetyn rahan toimijoiden suhteen on myös huomattava, että niillä on fidusiaarisia velvoitteita tallettajiaan, vakuutettujaan ja eläkkeensaajia kohtaan. Niiden osalta kanneoikeuden kieltäminen voi muodostua ongelmalliseksi varsinkin jos joukkolainan jälkimarkkinat eivät ole likvidit. Koska niiden toiminta on luvanvaraista, säänneltyä ja viranomaistahojen valvonnan alaista, itenäisen kanneoikeuden väärinkäyttö on epätodennäköistä. Monimutkaisissa eturistiriititalanteissa tuomioistuimella pitäisi olla mahdollisuus ottaa huomioon tapauskohtaiset olosuhteet ja käyttää harkintavaltaansa *no action* ehdon vastaisesti nostetun kanteen suhteen erityisesti silloin kun kanne koskee velallisen maksuvelvoitteiden laiminlyöntiä.

Joukkolainanosuuden haltijan luopuminen oikeudestaan hakea erääntynyttä saatavaansa tuomioistuimessa on verrattavissa oikeudenkäynnin varalta tehtyihin sopimuksiin, jotka yleensä on katsottu peruutettavissa oleviksi oikeustoimiksi.²¹ Sopimuksella ei toisin sanoen voida luopua oikeudesta oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin erityisesti siksi, että etukäteen on vaikea ennakoida tilannetta, jossa oikeudenkäynti tullaan käymään. Tämä korostuu erityisesti joukkolainojen osalta, koska laina-ajat ovat pitkiä, joukkolainaosuudet ovat jatkuvan vaihdannan kohteina ja lainaosuuksien haltijat ovat toisilleen tuntemattomia. Sopimus luopua oikeudenkäynnistä voitaisiin suuremmalla varmuudella pätevästi tehdä vasta oikeudenkäynnin alkaessa, koska tuolloin olisi paremmat edellytykset arvioida kanneoikeuden luopumisesta luopujalle aiheutuvat seuraukset.

Velkojien solmimat rauhoitus sopimukset ovat sopimuksia, joissa yrityksen velkojat sopivat luopuvansa oikeudestaan erityistäytöntöönpanoon. Ne tehdään yleensä siinä vaiheessa, kun velallisen taloudelliset vaikeudet ovat tulleet velkojien tietoon ja velkojien näkemyksen mukaan yritys on saneerattavissa vapaaehtoisin toimenpitein. *INSOL Internationalin* julkaisemissa vapaaehtoisten saneerausten (CVA) periaatteissa todetaan joukkolainojen osalta, että käytännössä vain poikkeuksellisesti kaikki lainaosuuksien haltijat ovat mukana liikkeenlaskijan velkojen uudelleenjärjestelyprojekteissa. *INSOL* suuntaakin vapaaehtoisten saneerausjärjestelyjen periaateohjeensa niille joukkolainanhaltijoille, joiden intressissä on työskennellä yrityksen vapaaehtoisen saneerauksen puolesta. *INSOLin* vapaaehtoisten saneerausten periaatteiden ensimmäisenä periaatteena on vapaaehtoista rauhoitusaikaa koskevat ohjeet.²²

Saneeraussopimus on yleensä ajallisesti rajattu ja se tehdään tunnettujen olosuhteiden valitessa eikä tulevaisuuden tuntemattomia olosuhteita silmälläpitäen. Määräaikaista *ex ante* sopimista erityistäytöntöönpanosta luopumisesta on pidetty mahdollisena. Sen sijaan vastaavalla tavalla sovittua kollektiivimenettelystä pidättäytymistä ei yleensä olla katsottu päteväksi. Vapaaehtoinen sopimus ei siten estä velkojaa jättämästä konkurssi- tai saneeraushakemusta, jos yritys on maksukyvytön.²³ *No action* ehto on vastaavanlainen pidättäytyminen

²¹ ks. Risto Koulu, Sopimukset oikeudenkäynnin varalta (2010)

²² Periaatteet luettavissa organisaation websivuilta osoitteesta <https://www.insol.org/>

²³ Ks. Tuomas Huplin väitöskirja Täytäntöönpano yrityssaneerauksessa (2004). Hupli on esittänyt kantanaan, että sopimusteitse ei voida luopua oikeudesta hakea legaalimenettelyä velallisen maksukyvyttömyyden johdosta.

sekä erityistäytöntöönpanosta että kollektiivimenettelystä kuin saneerausopimuksissa tyyppinen rauhoitusehto. Ehdosta on sovittu jo lainan liikkeeseenlaskuhetkellä, jolloin on ollut vaikea hahmottaa luopumisen seurauksia ilman tietoa tulevista olosuhteista.

Erityisesti piensijoittajien näkökulmasta on huomattava, että oikeus oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin on Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan ja perustuslain 2 luvun 21 §:n mukainen perusoikeus. Kanneoikeudesta luopuminen sopimusteitse voisi siten olla ristiriidassa perusoikeuksien kanssa.²⁴

3.4. Edustajan nimityksen ja toimivallan sitovuus suhteessa siirronsaajiin ja muihin kolmansiin osapuoliin?

Edustajan nimityksen ja toimivallan sitovuutta suhteessa siirronsaajiin eli jälkimarkkina-kaupassa lainaosuuden ostaneiden suhteen on käsitelty yllä kohdassa 3.1 Edustussuhteen pysyvyys. Tässä kohdassa tarkastelemme edustajan nimityksen ja toimivallan suhdetta kolmansiin osapuoliin.

Edustajan toimien esineoikeudelliset kysymykset kuten edustajan tekemät omaisuuden luovutukset kolmannelle osapuolelle ja panttaukset ratkaistaan paikallisen esineoikeuden mukaan. Näin ollen siltä osin kuin joukkolainan vakuudeksi pantattu omaisuus sijaitsee muualla kuin Suomessa, kysymykset ratkaistaan vakuuden sijaintimaan oikeuden mukaan.

Joukkolainojen *trusteen* toimivaltaa ja sivullissitovuutta koskevat käytännöt perustuvat Englannin *common law ja equity* oikeuden trust instituutioon. Sen alkuperäinen käyttötarkoitus on ollut perhe- ja perintöoikeuden piirissä, josta se on myöhemmin otettu käyttöön useilla liike-elämän alueilla. Kaupallisen *trustin* merkitys finanssimarkkinoilla on viime vuosikymmenten aikana korostunut. *Trusteen* ja mannereurooppalaisen edustajan²⁵ merkittävimmät erot ovat seuraavat:

- *trustin* asettaja siirtää omistusoikeuden siirrettävään omaisuuteen *trusteelle*,
- *trustee* saa omistusoikeuden sille siirrettyyn omaisuuteen *trustin* asettajan ohella,
- *trustee* ei saa itse hyötyä sille siirretystä omaisuudesta vaan se toimii vain ja ainoastaan edunsaajien hyväksi
- *trust* muodostaa jakautuneen omistuksen *trusteen* ja sen asettajan välille.
- *trustin* jakautunut omistusoikeus voidaan julkisvarmistaa ja saada siten suojaa mahdollisia kolmansia osapuolia vastaan,
- *trustin* omaisuus voidaan jäljittää ja luovutus peräyttää (*tracing*)
- *trusteelle* siirretty omaisuus on suojassa *trusteen* omilta velkojilta.

²⁴ Tosin esimerkiksi *No action* ehtoon liberaalisti suhtautuva Englantikin on hyväksynyt Euroopan ihmisoikeussopimuksen.

²⁵ edustaja ilmaisu käytetään tässä mannereurooppalaisen *trusteen* nimikkeenä, muita vastaavia nimikkeitä ovat esimerkiksi agentti tai edunvalvoja.

Trust mahdollistaa omistusoikeuden elementtien jakamisen.²⁶ *Trust* -rakenteissa sivullisittomuus on siten vahvempi kuin edustaja mallissa. Jos *trustee* myy tai muutoin luovuttaa sille siirretyn omaisuuden kolmannelle, luovutus voidaan peräyttää. Ainoastaan jos luovutuksen saaja on ollut hyvässä uskossa ja maksanut omaisuudesta sen käyvän markkinahinnan, peräytys ei ole mahdollinen. Tällöin edunsaajat voivat nostaa vahingonkorvauskanteen *trusteeta* vastaan. Vahingon syntyminen on kuitenkin harvinaista, koska *trustee* on saanut luovuttamastaan omaisuudesta vastikkeena käyvän hinnan. Trusteen toimivalta suhteessa kolmanteen osapuoleen on myös todennettavissa, koska trusteen rinnakkainen omistus voidaan merkitä julkiseen rekisteriin.

Joukkolainojen *trusteelle* siirretty omaisuus on liikkeeseenlaskijaan kohdistuva saamisoikey eli velallisen sitoumus maksaa velkakirjan pääoma, sille kertyvät korot ja muut mahdolliset maksut velkakirjanhaltijoille velkakirjan ehtojen mukaisesti. Englannin lain alla liikkeeseen laskettavissa joukkolainoissa liikkeeseenlaskija sitoutuu tähän velvoitteeseen sekä joukkolainahaltijoita että *trusteeta* kohtaan. Trustin perustamiskirjassa (*trust deed*) liikkeeseenlaskija sitoutuu maksamaan lainasitoumuksen mukaiset suoritukset lainanhaltijoille maksuagentin kautta. Nämä maksut vähentävät *pro tanto* trusteen saamisoikeyksia. Jos liikkeeseenlaskija laiminlyö lainasuorituksen, perustamiskirjassa on yleensä sovittu, että *trusteella* on oikeus vaatia suoritukset joko maksuagentilta tai liikkeeseenlaskijalta. *Trustee* säilyttää näin saatuja tuottoja itsellään velkakirjanhaltijoiden lukuun heidän etujensa turvaamiseksi tai jakaa saadut suoritukset *pro rata* velkakirjanhaltijoille. Maksetut suoritukset ja liikkeeseenlaskijaan kohdistuvat saamisoikeydet ovat siten suojassa sekä liikkeeseenlaskijan velkojilta että *trusteen* velkojilta. Järjestely estää tehokkaasti velkakirjanhaltijoiden keskinäisen kilpajuoksun saatavien perinnässä.

Joukkolainojen rakenne on siirretty Englannista mannereurooppalaisiin oikeusjärjestelmiin, mutta siihen olennaisesti kuuluvaa *trustia* ei Suomen oikeusjärjestelmä ei tunnusta.. Omistusoikeus on meillä jakamaton ja se voi saada julkisvarmistuksen vain yhdelle taholle. Angloamerikkalainen *trust* instituutio ei siten ole mahdollinen Suomen lain alla liikkeeseen laskettavissa joukkolainoissa. Suomessa ja useimmissa mannermaisissa oikeusjärjestelmissä *trust* instituution heikkoutena on nähty valeoikeustoimien uhka, varojen piilottelu ja mahdollisuus rahoittajien harhauttamiseen. *Trust* rakenteeseen liittyvät uhat on arvioitu sen etuja suuremmiksi ja siksi mannereurooppalaisissa oikeusjärjestelmissä on rakennettu agentti ja edustaja malleja, jotka lainsäädännön sallimissa rajoissa pyrkivät olemaan *trusteen* kaltaisia.

Joukkolainan ehtojen mukaan edustaja säilyttää perintätoimien tuloksena saamiaan varoja joukkolainanhaltijoiden lukuun ja hyväksi siihen asti kunnes ne voidaan jakaa joukkolainanhaltijoille. Jos edustaja vilpillisesti luovuttaa säilyttämiään varoja kolmannelle taholle,

²⁶ Määritelmä on lainattu Kari Joutsamolta, hän toteaa artikkelissaan ”Trust-järjestelyt ja velallisen vastuu- erityisesti Man-saaren oikeuden mukaan” lisäksi mm. että trustin myötä omistusoikeudesta kehittyi Englannissa erilaisten funktioiden ja toimivaltuuksien yhdistelmä.

luovutuksen peräyttäminen ei kuitenkaan ole mahdollista, jos luovutuksen saaja on ollut vilpittömässä mielessä.²⁷

Joukkolainat ovat pääsääntöisesti vakuudettomia. Jos laina kuitenkin on vakuudellinen, edustaja yleensä toimii vakuusagenttina ja säilyttää vakuuksia poolissa joukkolainan haltijoiden yhteiseen lukuun.²⁸ Vakuuksien säilyttämistä ja realisointia koskevat menettelytavat tulisi huolellisesti määritellä joukkolainan ehdoissa. Tällaisia seikkoja ovat erityisesti vakuuksien säilytystapa, realisointia koskeva päätösprosessi, realisointitapa, mahdollinen ulkopuolisen asiantuntijan osallistuminen realisointiprosessiin ja realisointituloksen jakamista koskevat menettelytavat. Realisointia koskevat seikat olisi sisällytettävä lainaehtoihin ja varmistauduttava, että ne ovat aina myös siirronsaajien saatavilla. Pienemmissä joukkolainoissa vakuuksien realisointiin voidaan hakea kaikkien lainaosuuksien haltijoiden lupa tai valtuutus. Isommissa järjestelyissä se ei kuitenkaan ole käytännön syistä mahdollista.

Jos vakuusagentti toimii vilpillisesti ja luovuttaa säilyttämiään vakuuksia edelleen, tilanne on joukkolainanhaltijoiden suhteen sama kuin edustajan säilyttämän perintätuloksenkin suhteen eli luovutuksen peräytys ei ole mahdollinen. Joukkolainanhaltijat voivat ainoastaan nostaa vahingonkorvauskanteen, jonka tulos todennäköisimmin olisi vaatimaton. Vakuusagentin konkurssissa joukkolainanhaltijoiden lukuun säilytetyt varat tai vakuudet ovat turvassa vakuusagentin velkojilta, jos ne ovat erotettavissa edustajan muista varoista. Riski varojen sekoittumisesta on kuitenkin aina olemassa.

Vakuudellisten syndikoitujen luottojen vakuuksia säilytetään poolissa kaikkien syndikaattiin kuuluvien pankkien lukuun. Vakuuksia ja niiden säilyttämistä sekä realisointia koskevat sopimukset perustuvat LMA standardisopimuksiin ja ovat varsin vakiintuneita. Syndikaattipankit ovat ammattilaisia, jotka tuntevat toisensa ja joiden välinen yhteistyö perustuu luottamukseen. Käytännössä ongelmia ja kustannuksia aiheutuu erityisesti silloin kun vakuudet sijaitsevat useissa eri valtioissa, jolloin kunkin vakuuden sijaintimaan laki tulee sovellettavaksi. Vakuuksien säilyttämiseen liittyvän sekoittumisriskin ja säilyttäjän konkurssin varalta vakuudet voidaan siirtää myös väliyhtiöön, jolla ei ole muuta toimintaa kuin säilyttää vakuuksia. Vakuudet ovat siten astetta paremmassa turvassa ja ne voidaan tarvittaessa realisoida hallitusti pidemmän aikavälin kuluessa ja otollisena ajankohtana.

Erityisen ongelmalliseksi voivat muodostua monitasoiset rahoituspaketit, joissa vakuuksia säilytetään etusijaltaan eritasoisten velkojien lukuun. Ne ovat tyypillisiä varsinkin *LBO* rahoituksessa ja projektirahoituksessa. Yksinkertaisessa ns. *tranche* rakenteessa alisteisessa asemassa oleva juniorrahoittaja sopii seniorrahoittajan kanssa tilittävänsä velallisyriityksen konkurssissa vastaanottamansa jako-osan seniorrahoittajalle siihen määrään asti, että seniorrahoittajan kaikki saatavat konkurssiin joutuneelta velalliselta on maksettu. Alisteisuus-sopimusten riski on varojen sekoittuminen juniorrahoittajan mahdollisessa konkurssissa.

²⁷ ks aiemmin kohta

²⁸ Vakuudellisia ovat yleensä vain *high yield* bondit. Niidenkin kohdalla pyritään siihen, että vakuudet ovat helposti säilytettäviä, monitoroitavia ja realisoitavia. Tyypillisesti kyseeseen voisi tulla osakekaupassa ostajana olevan holding yhtiön (*SPV*) rahoituksen vakuudeksi pantattavat ostokohteena olevan yhtiön osakkeet.

Yleiseen liikkeeseen laskettujen joukkolainojen suhteen alisteisuusrakenteet ovat monimutkaisuutensa vuoksi poissuljettuja.²⁹

3.5. Edustajan kelpoisuus ja velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin?

Edustajan kelpoisuus edellyttää, että edustaja on vapaa intressiristiriidoista, ei saa edustus-suhteen perusteella ns. salaista etua ja on vakavarainen sekä luotettava.³⁰ Edustajan tulee luonnollisesti olla ammatillisesti pätevä ja toimia huolellisesti (*due diligence*) edistäen joukkolainanhaltijoiden etua samalla huolellisuudella kuin hoitaisi omaan asiaansa. Verrattuna syndikaattipankkien agenttina (*fiscal and paying agent*) toimivaan pankkiin joukkolainanhaltijoiden edustajan huolellisuusvelvoite on arviolta astetta korkeampi. Syndikaatin agentti toimii ammattilaisten hyväksi, jotka hoitavat varsin itsenäisesti lainaan liittyvät hallinnolliset asiat ja tunnistavat riskit. Toisaalta agentti on myös syndikaattiin osallistuva pankki, joten intressikonfliktien riski on korkeampi verrattuna joukkolainojen edustajiin, jotka ovat yleensä itsenäisiä toimijoita.

Koska edustaja määrätyissä tilanteissa säilyttää joukkolainanhaltijoiden varoja tai lainan vakuuksia joukkolainanhaltijoiden lukuun, edustajan ei tulisi harjoittaa sellaisia toimia, jotka voivat vaarantaa sen taloudellisen aseman. Käytännössä tämä on tarkoittaa sitä, että edustaja ei voi harjoittaa muita liiketoimia kuin edustajan tointa. Edustajan on tehtävissään pidättäydyttävä mekaanisissa ja hallinnollisissa tehtävissä ja vältettävä riskinottoa. Käytännössä edustaja on usein pankkien tai muiden rahoituslaitosten omistama tai sen vakavaraisuus on muulla tavoin turvattu.

Edustajat pyrkivät rajaamaan fidusiaariset velvoitteet toimeksiantonsa ulkopuolelle. Edustajat toimivat pääasiallisesti varsin mekaanisesti lainaehdoten ja velkojien kollektiivisesti tekemien päätösten mukaisesti. Edustaja seuraa velallisen taloudellista kehitystä lainaehdoten asettamissa puitteissa, informoi joukkolainanhaltijoita sovitun mukaisesti ja muutoinkin noudattaa lainaehdoten ja edustasopimuksen sovitut ehtoja. Edustajan vastuu aktualisoituu yleensä vasta, jos edustaja toimii vastoin sovitut ehtoja tai velkojainkokouksen päätöksiä. Erityistä asiantuntemusta tai osaamista vaativissa tilanteissa edustaja yleensä turvautuu ulkopuolisten asiantuntijoiden apuun. Edustajalla ei yleensä katsota olevan velvoitteita neuvotaa lainanhaltijoita tai ottaa kantaan lainanhaltijoiden ratkaisuihin aiheutuviin seurauksiin.

Edustajan toimivalta ja vastuu on sopimuksen perustuvaa ja hallinnollisiin toimenpiteisiin rajoittuvaa. Edustajaa koskevassa erityislaissa tuskin on syytä merkittävästi laajentaa edustajan vastuita fidusiaarisen vastuun suuntaan. Se merkitsisi edustajan omien riskien kasvamista ja transaktiokustannusten lisääntymistä. Siihen ei markkinoilla ei valmiutta.

²⁹ Laura Huomo on väitöskirjassaan Maakaasuputken projektirahoitus (2013) tarkastellut alisteisuus sopimuksiin liittyviä kysymyksiä laajalti.

³⁰ Englannissa kuuluisissa tapauksissa *Regal* (1942) ja *Boardman v Phipps* (1967) yhtiön johto oli hankkinut itselleen hyötyä käyttämällä hyväkseen asemaansa yhtiön johdossa ts. hankkinut salaista etua itselleen. Vastuu oli armotonta, koska kyseisissä tapauksissa yhtiö itse oli tietoisesti jättänyt tilanteen hyödyntämättä. Ks. tarkemmin Tuulikki Mikkola, ”Fidusiaarivastuu” (2006) s 48- 64. Yhtiön toimivan johdon suhteen fidusiaarinen vastuu on lieventymässä verrattuna esimerkiksi tapaukseen *Regal*. Jos johtoa hyödyttävät toimet eivät ole aiheuttaneet menetyksiä yhtiölle johdon ei katsota saaneen salaista etua.

3.6. Edustajan toimilupa- tai rekisteröimisvelvollisuus ja valvonta?

Joukkolainanhaltijoiden edustaja toimii tilanneherkässä ja monimuotoisessa verkostossa, jonka toimivuus perustuu luottamukseen. Ennakoitavuus luo luottamusta ja sitä kautta markkinatehokkuutta. Likvidien ja houkuttelevien kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehittyminen edellyttää osaavia ja luotettavia ammattimaisia toimijoita, joilla on taidolliset, tiedolliset ja taloudelliset edellytykset toimia edustajina ja jotka ovat riippumattomia.

Suuntaa-antavissa alustavissa pykäläluonnoksissa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeaksi lainsäädännöksi ehdotetut rekisteröinti ja valvonta prosessit luovat hyvän pohjan sääntelyn edelleen kehittämiseksi. Finanssivalvonnan määräyksillä ja ohjeilla on syytä yksityiskohtaisemmin määrätä esimerkiksi edustajan huolellisuusvelvoitetta, salassapitoa, sisäpiiritiedon hyväksikäytön kieltä ja eturistiriitatilanteiden hallintaan tarkoitettuja mekanismeja koskevista seikoista. Finanssivalvonta antanee tarkemmat määräykset joukkolainanhaltijoiden varojen ja lainojen vakuuksien säilyttämisestä.

4. Loppuyhteenveto

Joukkolainanhaltijoiden edustajan toiminta pelkästään valtuutuksen perusteella johtaa useisiin käytännön ongelmiin. Joukkolainaan sijoittavat sekä ammattimaiset institutionaaliset sijoittajat että vähittäissijoittajat. Velkojienkokouksen päätöksellä kaikki joukkolainanhaltijat sidotaan kanteen nostamiseen. Edustaja edustaa tällöin mahdollisesti satoja sijoittajia, joilla kullakin on oma kanne ja joille kullekin annetaan oma tuomio. Oikeudenkäynti vaatii poikkeuksellisia resursseja sekä tuomioistuinlaitokselta että edustajalta. Lisäksi on huomattava, että kantajien identiteetti on jatkuvan muutoksen alaisena, joten lisäksi mm. oikeusprosessin tuloksena jaettavien jako-osuuksien tai korvauksien allokointi vaatii lisää työtä ja resursseja.

Edustajan itsenäistä kanneoikeutta koskevan erityislain säätäminen on selkein ja taloudellisin tapa ratkaista edustukseen liittyvät ongelmat. Lain valmistelussa olisi kuitenkin mielestämme selvítettävä, onko kanneoikeuden perustaminen oikeussuhteen ulkopuoliselle taholle sellainen seikka, jolla voi olla laajempia prosessioikeudellisia vaikutuksia ja minkälaisia nämä vaikutukset voisivat olla.

Syndikoidun luoton vakuusagentti toimii ammattimaisemmassa ympäristössä kuin joukkolainan edustaja. Syndikaatin pankit tuntevat toisensa ja ovat riippuvaisuussuhteessa toisiinsa. Syndikaatin vakuusagentti on pankki, joka toimii sääntelyn ja valvonnan alaisena ja jolla on vahva osaaminen sekä resurssit toimia vakuusagenttina. Syndikaattiin kuuluu huomattavasti vähemmän osapuolia, joten myös vakuuksien realisoinnista sovitaan yleensä yhdessä ja syndikaatin pankit voivat päätöksen yhteydessä valtuuttaa vakuusagentin realisoidaan vakuuden sovitulla tavalla. Syndikoitujen luottojen vakuudet sijaitsevat usein myös maamme rajojen ulkopuolella useissa eri oikeusjärjestelmissä, jolloin sovellettavaksi tulee

vakuuden sijaintimaan laki. Vakuusagentti toimii kaiken kaikkiaan hyvin erilaisessa ympäristössä kuin joukkolainan edustaja, joten edustajasta ja vakuusagentista ei käsittäksemme ole mielekästä säätää samassa laissa.

Syndikoidut luottojen sopimukset ovat *LMA* standardeja ja niitä noudatetaan koko *EMEA* alueella. Standardisopimukseen perustuva poikkikansallinen itsesääntely on niin olennainen osa syndikoitujen luottojen markkinoita, että vakuusagenttia koskevan paikallisen lainsäädännön vaikutukset ja mahdolliset konfliktit suhteessa vakiintuneisiin markkinakäytäntöihin tulisi ensin huolellisesti selvittää. Riskinä on että paikallinen sääntely ei edistä markkinoiden tehokkuutta vaan vaikutus voi olla myös päinvastainen. Samoilla perusteilla suhtaudumme varauksella myös yhteisedustusta koskevien erityislakien säätämiseen projektirahoituksen ja arvopaperistamisen yhteydessä.

Lisätiedot ja yhteydenotot: Kirsti Myllylä, Mobile 050 561 9557, Email kirsti.myllyla@procope.fi