



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

Rahoitusmarkkinaosasto

Aki Kallio

Arviomuistio

19.6.2014

VM056:00/2014

Julkinen

1 (42)

## **Joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö**



<b>TAUSTA .....</b>	<b>3</b>
<b>1 JOHDANTO .....</b>	<b>4</b>
1.1 YLEISTÄ .....	4
1.2 JOUKKOLAINAT .....	6
1.3 SYNDIKOITU LUOTONANTO .....	6
1.4 TERMINOLOGIA JA RAJAUKSET .....	7
<b>2 JOUKKOLAINAMARKKINAT SUOMESSA JA MUISSA Pohjoismaissa .....</b>	<b>8</b>
2.1 Suomen yrityssektorin joukkolainamarkkinoiden kehitys ja vertailua muihin Pohjoismaihin .....	8
<b>3 NYKYTILA SUOMESSA – SÄÄNTELY JA KÄYTÄNTÖ .....</b>	<b>10</b>
3.1 Edustajan nimeämistä koskeva markkinakäytäntö .....	10
3.2 Edustajan roolia ja tehtävää koskeva sopimuskäytäntö .....	12
3.3 Edustajan asemaan liittyvät mahdolliset oikeudelliset ongelmat .....	12
3.3.1 Yleistä .....	12
3.3.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärjestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys .....	14
3.3.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus .....	16
3.3.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta .....	18
3.3.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin .....	20
3.3.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen .....	22
3.3.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin .....	24
3.3.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin .....	26
3.3.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta .....	27
<b>4 NYKYTILA ERÄISSÄ VERROKKIMAISSA – SÄÄNTELY JA KÄYTÄNTÖ .....</b>	<b>28</b>
4.1 YLEISTÄ .....	28
4.2 NORJA .....	28
4.3 TANSKA .....	29
4.4 RUOTSI .....	31
4.5 LUXEMBURG .....	31
4.6 RANSKA .....	32
4.7 YHDISTYNYT KUNINGASKUNTA .....	32
<b>5 NYKYTILAN ARVIOINTI .....</b>	<b>33</b>
5.1 YLEISTÄ .....	33
5.1.1 Miksi edustajamallia koskevaa erityislainsäädäntöä tarvitaan? .....	33
5.1.2 Mitä etuja edustajamalliin liittyy? .....	34
5.2 TARVE EDUSTAJAA KOSKEVALLE SÄÄNTELYLLE .....	34
5.2.1 Yleistä .....	34
5.2.2 Taloudelliset perustelut .....	35
5.2.3 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja .....	37
5.2.4 Edustajamallin soveltamisala .....	37
5.3 ARVIOITAVAT KYSYMYKSET .....	38
<b>6 SUUNTAANANTAVAT ALUSTAVAT PYKÄLÄLUONNOKSET JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJIA KOSKEVAKSI LAINSÄÄDÄNNÖKSI .....</b>	<b>40</b>

## Tausta

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

Suomessa kasvuyritysten ja pk-yritysten rahoitusasema sekä rahoituksen saanti ovat heikentyneet. Tämän seurauksena ne eivät kaikissa tilanteissa pysty täyttämään hankkeidensa rahoitusvaatimuksia olemassa olevilla rahoituslähteillä, mikä on johtanut yritysten näkökulmasta rahoitusvajeeseen. Kasvu- ja pk-yritysten rahoituksen saannin heikentymisestä on saatu viime aikoina viitteitä eri tilastoista. 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.

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn arviointitarpeen voidaan nähdä olevan osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia, jotka saivat alkunsa valtiovarainministeriössä vuonna 2011 valmistuneesta ns. Stadighin työryhmän raportista.

Edustaja on laajasti käytössä kansainvälisillä joukkolainamarkkinoilla. Edustaja toimii toimeksiantonsa mukaisesti kaikkien joukkolainanhaltijoiden intressissä. 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. Voidaankin arvioida, että toimiva edustajamalli parantaisi Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja auttaisi osaltaan laajentamaan pk-yritysten saatavilla olevia ulkoisen rahoituksen lähteitä.

Tämän muistion keskeinen tarkoitus on herättää keskustelua, arvioida nykyainsäädäntöön sisältyviä mahdollisia edustajamallin toimivuuteen liittyviä puutteita ja selvittää sekä markkinaosapuolten, viranomaisten että etujärjestöjen mahdollisesti toisistaan poikkeavat näkemykset erityislainsäädännön tarpeesta. Tavoitteena on, että edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei mahdollisesta erityislainsäädännöstä huolimatta kärsi liikaa.

## 1 Johdanto

### 1.1 Yleistä

Tässä muistiossa arvioidaan joukkolainanhaltijoiden edustajia<sup>1</sup> koskevan uuden kansallisen sääntelyn tarvetta ja mahdollisia sääntelyvaihtoehtoja sekä esitetään alustavia luonnoksia mahdollisiksi edustajan toimintaa ohjaaviksi säännöksiksi. Muistion laatimisen taustalla on osaltaan pienten ja keskisuurten yritysten (jäljempänä **pk-yritykset**) sekä yleisemmin kasvuyritysten rahoituksen saannin tietynasteinen heikentyminen.

Markkinaosapuolet ovat eri yhteyksissä esittäneet tarpeen lisätä oikeusvarmuutta Suomen lain alaisten joukkolainojen<sup>2</sup> liikkeeseenlaskuissa ja joukkolainojen hallinnoinnissa lainan voimassaoloaikana sekä mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa. Toimivien markkinoiden syntymisen edellytyksenä on pidetty selkeää käsitystä markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. On esitetty, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista joukkolaina- eli joukkovelkakirjamarkkinaa (jäljempänä myös **jvk-markkinat**) ja suomalaisten yritysten varainhankintaa siten, että Suomessa liikkeeseen laskettavaan ja suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovellettavaksi laiksi valittaisiin nykyistä useammin Suomen laki. Tämä kehitys osaltaan 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.

Muistiossa arvioidaan tietyiltä osin edustajaa koskevan sääntelyn tarvetta myös syndikoidussa luotonannossa keskittyen erityisesti edustajan asemaan luotonantajien luoton-saajalta saaman vakuusomaisuuden hallinnoijana luotonantajayhteisön yhteiseen lukuun, mikä korostuu erityisesti luoton-saajan ongelmatilanteissa. Myös tämän kaltaisen vakuusagentin (engl. *security agent*) käytön voidaan olettaa lisääntyvän tulevaisuudessa. Edellytyksenä on, että vakuusagentin käyttö suomalaisessa oikeusympäristössä on mahdollista ja ennakoitavaa.<sup>3</sup>

Joukkolainan haltijoiden edustajista ei ole olemassa EU-tason sääntelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan.<sup>4</sup> Suomalaiset yritykset toimivat kilpailuilla kansainvälisillä rahoitus- ja tuotemarkkinoilla. Kotimaisten yritysten rahoituksensaanti ja rahoitusasema suhteessa erityisesti muihin Pohjoismaissa toimiviin yrityksiin korostuu maantieteellisistä ja kulttuurisista seikoista johtuvista syistä. Norjassa ja Ruotsissa joukkolainamarkkinat ovat olleet toiminnassa pitempään ja ne ovat huomattavasti aktiivisemmat ja vakiintuneemmat kuin Suomessa ja Tanskassa. Norjassa ja Ruotsissa sijoitustoiminnalla on myös huomattavasti pitemmät perinteet kuin Suomessa. Suomessa yritysrahoitus on edelleen hyvin pankki-

<sup>1</sup> Edustajasta on monissa yhteyksissä puhuttu englannin kielessä ja muissa anglosaksisissa *common law* -pohjaisissa järjestelmissä vakiintuneella termillä ”*trustee*”. Lisäksi kotimaisessa keskustelussa samasta asiasta on eri yhteyksissä käytetty termiä ”luottamusmies”, ”agentti” tai ”asiamies”. Agentilla on viitattu erityisesti syndikoidun luotonannon yhteydessä toimivaan vakuusagenttiin (engl. *security agent*), joka hallinnoi sopimussuhteen perusteella vakuuksia luotonantajien yhteiseen lukuun. Englanninkielisessä dokumentaatiossa erityisesti joukkolainojen osalta on viitattu sängen vakiintuneesti joukkolainanhaltijoiden edustajaan (engl. *bondholders’ representative*). Terminologia on näin ollen Suomessa toistaiseksi vakiintumaton ja kaipaava selvennystä.

<sup>2</sup> Joukkolaina on jo osittain vakiintunut termi markkinoilla ja pitkälti korvannut vanhahtavan ja pitkän joukkovelkakirjalainan tai sen lyhenteen jvk-lainan markkinoilla yleisesti käytössä olevassa terminologiassa.

<sup>3</sup> Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 6-7.

<sup>4</sup> Ks. otsikon 4 ”Nykytila eräissä verrokkimaissa – sääntely ja käytäntö” kohdalta.

keskeistä 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 edistämällä voidaan osaltaan laajentaa Suomessa perinteisesti käytössä olleiden rahoituslähteiden valikoimaa.

Rahoituksen saamisen heikkenemisen taustalla on nähty vuoden 2008 rahoitusmarkkinoiden kriisi, joka on johtanut muun muassa luottolaitoksia koskevien vakavaraisuus- ja maksukykyvaatimusten kiristämiseen. Tiukentunut sääntely on korottanut pankkien vakavaraisuusvaatimuksia ja lisännyt varainhankinnan kustannuksia ja sitä kautta 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 harkitsemaan myös pankkien taseen kautta tapahtuvalle rahoitukselle vaihtoehtoisten rahoituskanavien hyödyntämistä.

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. Näin ollen pk-yritysten rahoitusaseman parantamiseen tähtäävät toimenpiteet eivät ole erityishuomion kohteena pelkästään Suomessa, vaan koko EU:n alueella.

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn arviointitarpeen voidaan nähdä olevan osa kotimaisen joukkolainamarkkinan kehittämistoimia, jotka saivat alkunsa valtiovarainministeriössä vuonna 2011 valmistuneesta ns. Stadighin työryhmän raportista. Työ sai yhä konkreettisempia piirteitä, kun hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan loppuvuonna 2013 tukea joukkolainojen merkittäviä palvelevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. Malliehdot nähtiin yhtenä keskeisenä toimenpiteenä yritysten jvk-markkinoiden kehittämiseksi. Vuoden 2014 alkupuolella käyttöön saatujen yhtenäisten sopimusehtojen tarkoituksena on parantaa joukkolainojen dokumentaation laatua, yksinkertaistaa niiden liikkeeseenlaskua ja vähentää kustannuksia.<sup>5</sup> Samaan aikaan yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönoton kanssa NASDAQ OMX avasi Helsingin pörsssiin *First North Bond Helsinki* -nimisen vaihtoehtoisen markkinapaikan, joka tarjoaa yritysten joukkovelkakirjoille kevyemmällä vaatimuksilla ja velvoitteilla pääosin samat palvelut kuin päälisalla.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Metsä Board Oyj oli ensimmäinen suomalaisyritys, joka käytti uusia malliehtoja agenttirakenteen kanssa 225 miljoonan euron joukkovelkakirjalainansa liikkeeseenlaskussa maaliskuussa 2014. Metsä Board Oyj:n kysyntäkirja oli yli 10-kertainen liikkeeseenlaskun kokoon nähden, joten uusien malliehtojen voidaan saaneen positiivisen vastaanoton markkinoilla.

<sup>6</sup> Suomessa varainhoitotalo Taaleritehdas Oyj listasi *First North Bond Helsinki* -markkinapaikalle ensimmäisenä 10 miljoonan euron joukkolainan huhtikuussa 2014. Toinen 100 miljoonan euron joukkolainalistaus kyseiselle markkinapaikalle tehtiin kesäkuussa 2014 St1 Nordic Oy:n toimesta. Molempien listausten yhteydessä käytettiin agenttirakennetta. Taaleritehtaan joukkolainaa merkitsivät myös pien-sijoittajat.

## 1.2 Joukkolainat

Joukkolainoja sääntelee yleislakina velkakirjalaki (622/1947, **VKL**) ja ne ovat määritelmällisesti juoksevia velkakirjoja eli haltijalle sekä nimetylle henkilölle tai hänen määräämälleen asetettuja velkakirjoja. Tätä asiaa ei tosin ole selkeästi mainittu VKL:ssa, mutta joukkolainoja on vakiintuneesti kohdeltu haltijavelkakirjoina, mitä myös toimivat jälkimarkkinat käytännössä edellyttävät. Joukkolaina voi olla kaupankäynnin kohteena säännellyllä tai muulla markkinalla taikka sijoituspalvelun tarjoajien hoitaman pörssin ulkopuolisen ns. kahden osapuolen välisen eli ”*over the counter*” (OTC) -kaupan piirissä. Joukkolainaa voidaan siis siviilioikeudellisten sääntöjen estämättä tarjota yleisölle arvopaperimarkkinasääntelyn tarkoittamassa merkityksessä ja ehtojen mukaisesti tai olla tarjoamatta.<sup>7</sup>

Joukkolainat ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja ja juoksuajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) haltijapapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin pieniin osiin velkakirjoiksi. Joukkolainojen liikkeeseenlaskijoina Suomessa ovat perinteisesti olleet valtiot ja muut julkisyhteisöt, suuret yritykset ja rahoituslaitokset, mutta nykyään yhä kasvavissa määrin myös pk-yritykset. Joukkolaina voi olla vaihtuva-, kiinteä- tai nollakorkoinen taikka sidottu indeksiin. Joukkolainojen juoksu-aika on tyypillisesti muutamasta vuodesta kymmeneen vuoteen. Joukkolaina voi olla ja nykyään pääsääntöisesti on arvo-osuusmuotoinen, jolloin se on arvopaperien sähköisessä rekisterissä, missä luovutukset toteutetaan omistajien arvo-osuustilien välisenä siirtona. Useat arvo-osuusjärjestelmässä liikkeeseen lasketut joukkolainat ovat lainaehtojen mukaan rekisteröityjä joukkovelkakirjoja. Lainaehtojen mukaan liikkeeseenlaskijalla on oikeus saada tiedot velkojistaan. Joukkolaina on yleensä jälkimarkkinakelpoinen. Jälkimarkkinakelpoisuus tarkoittaa sitä, että sijoittajat voivat kesken laina-ajan luovuttaa joukkovelkakirjoja 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.

Joukkolainan haltijoiden edustajan nimittäminen on hyödyllistä erityisesti pitkän voimassaoloajan joukkolainoissa sekä sellaisissa joukkolainoissa, joiden velkakirjat leviävät tai ovat levinneet laajalle joukolle sijoittajia – ml. kaupankäynnin kohteena säännellyllä tai muulla markkinalla olevat joukkolainat – tai joissa on asetettu esinevakuus. Edustajan käyttäminen pienentää 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 nykyään jopa käytännön sanelema välttämättömyys.

## 1.3 Syndikoitu luotonanto

Joukkolainasta on erotettava syndikoitu luotonanto (engl. *syndicated loan / syndicated lending*), jossa useat pankit eli luotonantajat luotottavat 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

<sup>7</sup> Ks. yleisesitys velkakirjaoikeudesta Aurejärvi, Erkki ja Hemmo, Mika: Luotto-oikeuden perusteet (2006), s. 91-148. Huomionarvoista on, että velkakirjoja säätelevän yleislain eli VKL:n lisäksi joukkolainoja säännellään erityisesti liikkeelle laskemisen ja liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien osalta arvopaperimarkkinalaissa (746/2012, AML).

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 vähimmäismerkintämääräiset osat. Syndikoituja lainoja ei tarjota yleisölle, listata markkinapaikalle eikä niiden haltijoiden määrä yleensä kasva niin suureksi kuin joukkolainoissa.<sup>8</sup>

#### 1.4 Terminologia ja rajaukset

Muistion terminologiasta voidaan todeta, että käytettäessä termiä joukkolaina tarkoitetaan nimenomaisesti joukkovelkakirjalainaa. Joukkolainanhaltija, sijoittaja, joukkolainoihin sijoittava taho (jäljempänä **jvk-sijoittaja**) ja luotonantaja ovat lähtökohtaisesti toistensa synonyymeja, jollei asiayhteydestä toisin ilmene. Termillä edustaja viitataan nimenomaisesti tämän muistion tarkastelun kohteena olevaan uuteen joukkolainanhaltijoiden yhteisiä etuja valvomaan erityislailla perustettavaan instituutioon. Vastaavasti agentilla ja vakuusagentilla viitataan nykyisessä markkina- ja sopimuskäytännössä vakiintuneisiin edustusmuotoihin, jotka perustuvat pitkälti joko valtuutukseen tai osapuolten välisiin sopimusmääräyksiin (ns. välihenkilömalli) ja joita hyödynnetään niin joukkolainamarkkinoilla kuin syndikoidussa luotonannossa.

Muistiossa tarkasteltava edustajamalli voisi olla laajemminkin hyödynnettävissä tietyissä moderneissa rahoitusmuodoissa ja -järjestelyissä. Tällaisina voidaan mainita mm. arvopaperistaminen<sup>9</sup> ja projektirahoitus<sup>10</sup>, joissa laaja joukko sijoittaa rahojaan arvopapereihin, joiden tuotto määrittyy tietyn saatava-/lainapoolin perusteella tai rahoittaa tiettyä hanketta tai projektia mahdollisten tuottojen perusteella hankkeen tai projektin tulevaan odotettavissa olevaan kassavirtaan. Yhdistävänä tekijänä on tällöin ainakin tiettyjen tässä muistiossa tarkasteltavien edustajamallin etujen yleisluontoinen soveltuminen kollektiiviseen luotonanto- ja sijoitustoimintaan sijoittajien yhteisedustuksen kautta.<sup>11</sup> Näin kattavaan tarkasteluun ei tässä yhteydessä ole kuitenkaan ollut mahdollisuutta. Edustajamallin soveltamisalan mahdolliseen ulottamiseen muihin kollektiivisiin luotonantojärjestelyihin voidaan palata vuoden 2015 aikana, jos tähän muistioon annettu palaute antaa siihen aiheita. Norjassa edustajarakennetta on käytetty joukkolainojen lisäksi mm. syndikoidussa luotonannossa, pankkien katetuissa joukkolainoissa ja kuntien joukkolainoissa.

<sup>8</sup> Syndikoidusta luotonannosta ks. tiivistetysti McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 415-485. Vastaavasti laajan ja kattavan yleisesityksen osalta ks. Mugasha, Agasha: *The Law of Multi-Bank Financing - Syndicated Loans and the Secondary Loan Market* (2007).

<sup>9</sup> Arvopaperistamisen, sen toiminnan ja siihen liittyvän sopimusmekaniikan osalta ks. esim. Tepora, Jarno: *Rahoitusmuodot ja vakuudet* (2013), s. 327-373 ja McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 686-711.

<sup>10</sup> Projektirahoituksen, sen toiminnan ja siihen liittyvän sopimusmekaniikan osalta tarkemmin ks. tiivistetysti Tepora-Kaisto-Hakkola: *Esinevakuudet* (2009), s. 450-454 ja kattavammin esim. Tepora, Jarno: *Rahoitusmuodot ja vakuudet* (2013), s. 375-412, Erme, Tero: *International Project Financing as Contractual Risk Minimization Arrangements* teoksessa *Kirjoituksia varallisuus oikeudesta muuttuvassa toimintaympäristössä* (toim. Tepora, Jarno 2000), s. 279-363 ja McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 715-755.

<sup>11</sup> Ks. mm. Tepora, Jarno: *Rahoitusmuodot ja vakuudet* (2013), s. 327-412, jossa Tepora käsittelee sijoittajien yhteisenä edunvalvojana toimivaa edustajaa (engl. *trustee*) ja pankkisyndikaatin jäseniä näiden lukuun, mutta omilla nimissään edustavaa vakuusagenttia (engl. *security agent*) erityisesti arvopaperistamisen ja projektirahoituksen näkökulmasta.

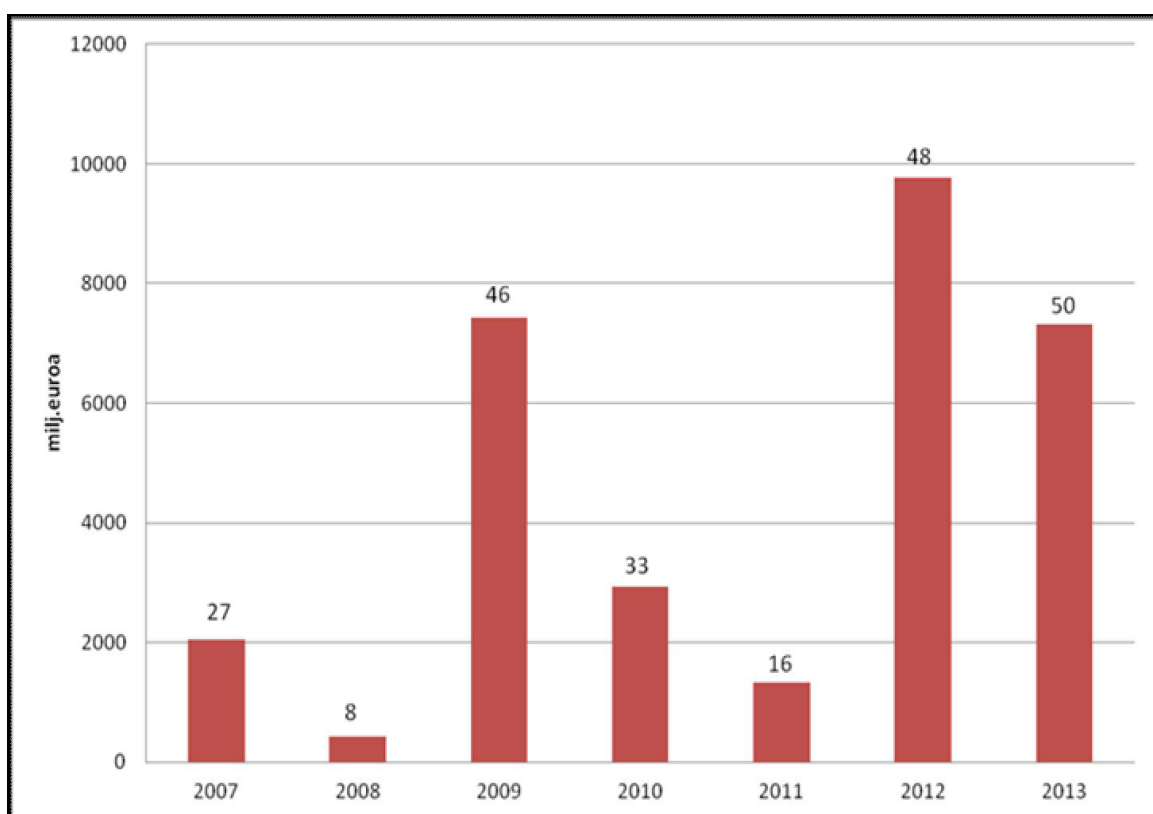
## 2 Joukkolainamarkkinat Suomessa ja muissa Pohjoismaissa

### 2.1 Suomen yrityssektorin joukkolainamarkkinoiden kehitys ja vertailua muihin Pohjoismaihin

Suomalaisilla yrityksillä oli vuoden 2013 lopussa korollista velkaa arviolta runsaat 120 miljardia euroa. Tästä lainat rahoituslaitoksilta olivat noin 60 miljardia euroa, josta Finnveran luottojen osuus oli hieman yli 2 miljardia euroa. Vastaavasti yrityksillä oli lainoja työeläkeyhtiöiltä noin 5 miljardia euroa ja ulkomailta (pl. suorat sijoitukset) noin 20 miljardia euroa. Yritysten joukkovelkakirjalainakanta oli vuoden 2013 lopussa noin 30 miljardia euroa ja yritystodistuskanta 6 miljardia euroa.

Suomen Pankin tilastojen mukaan suomalaisyritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuromäärät ovat vaihdelleet viimeisten vuosien aikana vuoden 2008 reilusta 400 miljoonasta (0,4 miljardista) eurosta vuoden 2012 noin 10 000 miljoonaan (10 miljardiin) euroon. Samalla liikkeeseenlaskujen kappalemäärät ovat vuositasolla vaihdelleet alle kymmenestä lähes viiteenkymmeneen liikkeeseenlaskuun. Vuoden 2014 joukkolainojen liikkeeseenlaskujen arvioidaan jäävän kahta viime vuotta pienemmiksi (ks. Kuvio 1).

**Kuvio 1.** Suomalaisten yritysten (*non-financial*) liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen euro- ja kappalemäärät (bruttoemissiot)



Lähde: Suomen joukkovelkakirjalainat 2011, Suomen joukkovelkakirjalainat 2013, 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.

Suomalaisten yritysten kotimaassa liikkeeseen lasketuista joukkolainoista suuri osa listataan Helsingin pörssin päälistalle, jolloin ne ovat jatkuvan kaupankäynnin kohteena. Useimmiten joukkolainat lasketaan ensin liikkeeseen ns. *private placement* -tarjouksina

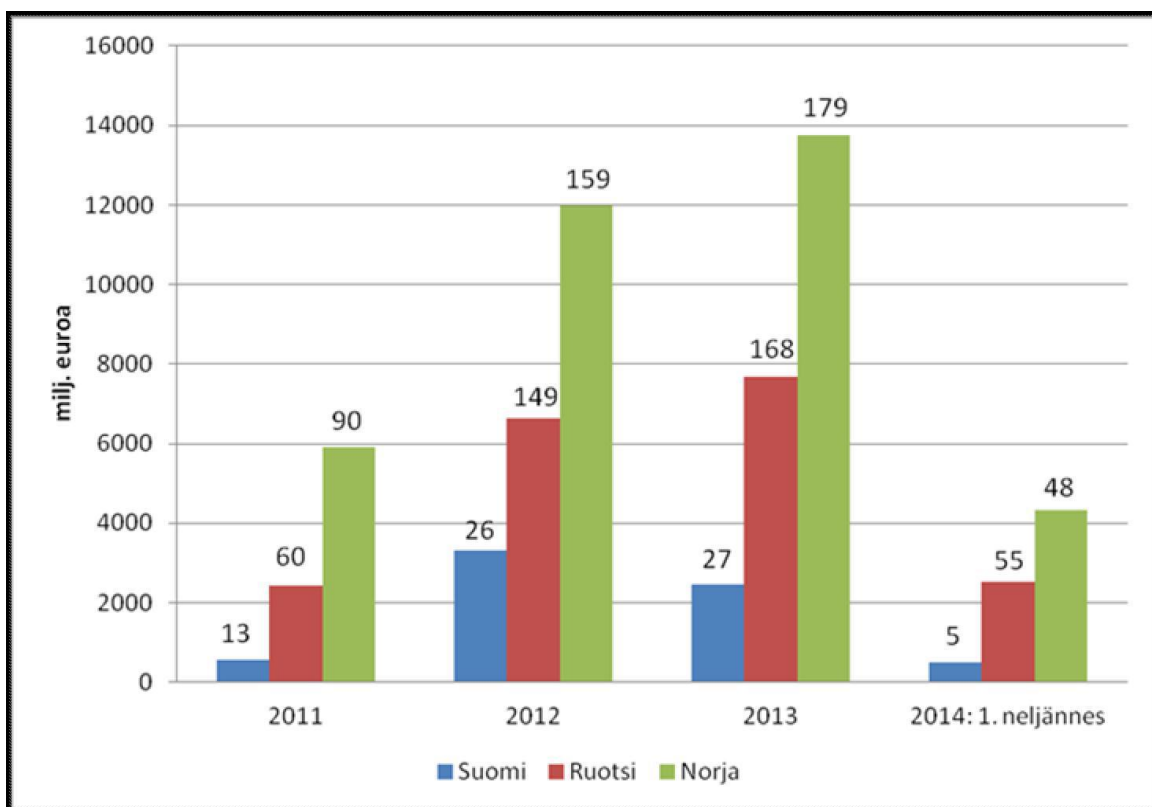


suppealle sijoittajakunnalle. Niissä sijoittajia hyväksytään mukaan käytännössä alle 150 tahoa. Kun joukkolaina listataan myöhemmin markkinapaikalle, voi myös sijoittajien lukumäärä vapaasti nousta. Joukkolainoista monenkeskisillä markkinapaikoilla on vain pieni osa. Liikkeeseenlaskujen määrän odotetaan tulevaisuudessa nousevan Nasdaq OMX perustettua vuoden 2014 alussa *First North Bond Helsinki* -markkinapaikan.

Yritysten joukkolainakanta on Suomessa merkittävästi pienempi kuin Ruotsissa. Esimerkiksi vuonna 2013 ruotsalaisyritysten joukkolainakanta oli 2,6-kertainen suomalaisyrityksiin verrattuna.

EKP:n tilastoista havaitaan, että yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuromäärät eivät ole viimeisten kuuden vuoden aikana olleet Suomessa pienempiä kuin muissa Pohjoismaissa. Sen sijaan Stamdatan ja Nordean tietojen mukaan yritysten yksinomaan kotimaassaan liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuromäärät ovat Suomessa olleet selvästi pienemmät kuin Ruotsissa tai Norjassa (ks. Kuvio 2).

**Kuvio 2.** Yritysten (*non-financial*) kotimaassaan liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat (bruttoemissiot): Pohjoismaista vertailua



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

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

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

	Suomi	Ruotsi	Norja
2011	42.2	40.6	65.8
2012	127.2	44.4	75.3
2013	90.7	45.6	76.9
2014: 1. neljännes	100.4	45.9	90.0

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

### Johtopäätökset

Pohjoismainen vertailu osoittaa, että joukkolainapohjaista rahoitusta käyttävät Suomessa lähinnä suuret ja kansainväliset yritykset, jotka ovat hankkineet joukkolainapohjaista rahoitusta pääasiassa kansainvälisiltä markkinapaikoilta. Vaikka kotimaisten yritysten joukkolainojen liikkeeseenlaskut kokonaisuutena ovat kahtena viime vuotena nousseet 7 – 10 miljardiin euroon, ovat liikkeeseenlaskut Suomen markkinoilla pysyneet alle 4 miljardissa eurossa. Ruotsissa joukkolainamarkkinat ovat toimineet myös pienemmille yrityksille, sillä liikkeeseenlaskijoiden määrä on ollut viisinkertainen ja emissioiden keski-koko puolet pienempi kuin Suomessa. Muun kuin pankkien taseen kautta tulevan rahoituksen käyttö on kotimaisella pk-sektorilla ollut toistaiseksi vähäistä.

## 3 Nykytila Suomessa – sääntely ja käytäntö

### 3.1 Edustajan nimeämistä koskeva markkinakäytäntö

Suomen markkinoilla menettelytavat ja tietyyntyyppisen edustajan eli käytännössä syndikoidussa luotonannossa vakuusagentin perustamiseen liittyvät sopimusehdot ovat kohtalaisen vakiintuneita ja ne noudattavat soveltuvin osin kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden, pitkälti anglosaksiseen sopimuskäytäntöön perustuvaa käytäntöä. Vastaavan tyyppinen toimintamalli on otettu kasvavassa määrin käyttöön myös joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa joukkolainanhaltijoiden etuja valvovan agentin osalta viimeisten vuosien aikana. Suomessa onkin vakiintuneesti puhuttu usein agenttimallista tai agentuurista eikä varsinaisesti joukkolainanhaltijoiden edustajasta tässä muistiossa tarkoitetussa merkityksessä.

Agentin asema kotimaisessa lainsäädäntökehikossa on nykyisen markkinakäytännön valossa kuitenkin epäselvä. Agentin asema riippuu pitkälti agentuurin perustavan sopimuksen sopimusmääräyksistä eli joukkolainan kohdalla lainaehdoista sekä liikkeeseenlaskijan ja agentin välillä tehtävän agenttisopimuksen ehdoista<sup>12</sup> ja syndikoidussa luotonannossa luottosopimuksen (engl. *loan facility agreement*) tai velkojien välisen sopimuksen (engl. *intercreditor agreement*) sisällöstä.<sup>13</sup> Yksityiskohtaisista sopimusmääräyksistä huolimatta agentin mahdollisuudet toimia edustamiensa tahojen puolesta ovat monessa kohdin rajalliset eikä toimivaltuuksien rajoista ole voimassa olevan lainsäädännön näkökulmasta täytetty varmuutta. Rahoitusjärjestelmän toimivuus ei lähtökohtaisesti voi perustua pelkästään sopimusmääräyksiin ja -käytäntöihin. Tilannetta ei voida pitää markkinatoimijoiden nä-

<sup>12</sup> Joukkolainoissa lainasopimusta vastaava asiakirja on lainaehdot, joihin sisältyvät yksityiskohtaiset määräykset agentin/edustajan asemasta. Tämän lisäksi ehdoissa todetaan, että merkitemällä joukkolainaa tai ostamalla sitä jälkimarkkinoilta sijoittajat hyväksyvät agentin nimittämistä koskevat ehdot itseään sitoviksi. Lisäksi agentin nimittämistä koskevia ehtoja sisältyy liikkeeseenlaskijan ja agentin välillä tehtävään agenttisopimukseen. Joukkolainoja koskevaan merkintäsitoumukseen ei sitä vastoin tyyppillisesti sisälly erillisiä agentin nimittämistä koskevia ehtoja.

<sup>13</sup> Ks. McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 473-485, jossa kirjoittaja käsittelee kattavasti agentin roolia erityisesti syndikoidussa luotonannossa.

kökulmasta tyydyttävänä, koska vakiintunut markkinakäytäntö ei itsessään luo sellaista oikeusvarmuutta, jota tarvittaisiin, jotta pk-sektorin jvk-markkinoiden toimintaa ja kasvua voitaisiin edistää kaikkien markkinaosapuolten perustellut odotukset huomioon ottaen.

Suomessa liikkeeseen lasketuissa joukkolainoissa ei perinteisesti ole käytetty joukkolainanhaltijoiden edustajaa. Taustalla on vaikuttanut markkinoilla vakiintunut käytäntö ja se, ettei sellaisia ongelmia, joissa edustajasta olisi ollut konkreettista hyötyä, ole ilmaantunut kuin vasta viimeisten vuosien aikana. Edustajan tarpeeseen ja edustajarakenteen tarjoihin hyötyihin on alettu markkinoilla kiinnittää korostunutta huomiota vasta nyt, kun Suomen lain alaisten vakuudellisten joukkolainojen liikkeeseenlasku on yleistynyt. Samassa yhteydessä niin agentin kuin vakuusagentin asema ja toimivaltuudet ovat nousseet voimassa olevan kotimaisen lainsäädäntökehikon yhteydessä esiin. Myös viime vuosina toteutetut suuret kotimaiset yritysjärjestelyt, joissa järjestelyn kohteena olleilla yrityksillä on ollut liikkeeseen laskettuja joukkolainoja, ovat osoittautuneet tietyiltä osin haasteelliseksi edustajan puuttuessa. Yritysjärjestelyjen toteuttaminen on edellyttänyt suostumuksen saamista joukkolainanhaltijoilta, joiden tavoittaminen kireässä aikataulussa on osoittautunut ongelmalliseksi. Jos joukkolainanhaltijoiden eduista huolehtimaan olisi joukkolainan liikkeeseenlaskun yhteydessä nimitetty toimivaltainen edustaja, voitaisiin kyseisenlaiset, aikaa ja taloudellisia resursseja vievät ongelmat useimmissa tilanteissa välttää.<sup>14</sup>

Tällä hetkellä osa suurimpien kotimaisten yritysten liikkeeseen laskemista joukkolainoista tehdään Englannin lain alla. Tämä koskee erityisesti suomalaisten yritysten tekemiä ulkomailta listattavia *Euro Medium Term Note* (jäljempänä **EMTN**) -joukkolainaohjelmia<sup>15</sup>, joihin yleensä sovelletaan Englannin lakia. Tämän lisäksi jotkut pääomasijoittajien omistamat yhtiöt ovat laskeneet liikkeeseen *high yield* -joukkolainoja<sup>16</sup> New Yorkin lain alla. Keskeisinä syinä tähän voidaan nähdä vakiintunut markkinakäytäntö, kotimaisessa lainsäädännössä nähdyt puutteet ja tulkintaepäselvyydet, tämän vuoden alkuun asti puuttunut joukkolainojen koskeva standardidokumentaatio sekä liikkeeseenlaskijoilla oleva oletus kansainvälisten sijoittajien odotuksista sovellettavan lain ja markkinapaikan suhteen. Tietyissä tilanteissa suomalaisten pörssiyritysten Suomessa liikkeeseen laskemisiin joukkolainoihin on toisaalta sovittu sovellettavan Suomen lakia.

Ensimmäiset tiedot kotimaisen standardidokumentaation toimivuudesta ovat olleet positiivisia. Markkinoilta saatujen kokemusten mukaan standardidokumentaatiota hyödyntämällä voidaan säästää muun muassa järjestelyyn liittyvissä oikeudellisten ja taloudellisten neuvonantajien kustannuksissa joukkolainadokumentaation ollessa huomattavasti kevyempi kuin anglosaksisen oikeusjärjestyksen alaisessa *high yield* -pohjaisessa joukkolainajärjestelyssä.<sup>17</sup> Lisäksi yritystutkimuksen (engl. *due diligence*) raskaus vähenee verrattuna Englannin lain alaiseen järjestelyyn, mikä osaltaan nopeuttaa prosessia. Suomen lain alla toimiville joukkolainamarkkinoille näyttäisi markkinoilta saatujen tietojen perusteella olevan kysyntää myös kansainvälisten sijoittajien suunnalta erityisesti, jos toiminta saadaan vielä nykyistä suuremmaksi ja vakiintuneemmaksi. Yhtenä osatekijänä kotimai-

<sup>14</sup> Ferran nostaa tämän yhdeksi keskeisimmäksi syyksi edustajan käyttämiselle ks. Ferran, Eilís: Principles of Corporate Finance Law (2008), s. 517-518.

<sup>15</sup> EMTN -joukkolainaohjelma on ohjelma, jonka puitteissa voidaan laskea liikkeeseen velkakirjoja määritellyissä valuutoissa. EMTN -ohjelman voimassaoloaika on tyypillisesti 5-10 vuotta. EMTN -ohjelma on suunnattu Yhdysvaltojen ulkopuolisille sijoittajille. Yhdysvaltaisille sijoittajille vaaditaan oma US MTN -joukkolainaohjelma.

<sup>16</sup> *High yield* -joukkolaina on *investment grade* -luokituksen alle jäävän yrityksen liikkeeseen laskema joukkolaina, jonka korkotuotto on korkea, koska yhtiön luottokelpoisuus on heikko. *High yield* -joukkolainaan liittyy korkea tuotto-odotus, jota vastaa sijoituksen suhteellisen korkea riski.

<sup>17</sup> Tämä näyttäisi pitävän paikkansa ainakin New Yorkin lain alaisissa *high yield* -emissioissa. Sen sijaan Englannin lain alla tehtävien EMTN-ohjelmien ehdot eivät yleensä ole mitenkään huomattavan raskaita, koska niitä laskevat liikkeeseen etupäässä *investment grade* -yhtiöt, joilla luottoluokitus on tavallisesti korkea ja sijoituksen riski on tämän takia arvioitu keskimääräistä pienemmäksi.

sen joukkolainamarkkinan kasvattamisessa voidaan pitää edustajan asemaan, toimintakykyyn ja –valtuuksiin liittyvien epäselvyyksien poistamista.

### 3.2 Edustajan roolia ja tehtävää koskeva sopimuskäytäntö

Joukkolainapohjainen rahoitus on perinteisesti ollut lähinnä valtioiden, muiden julkisyhteisöjen sekä suurten ja tunnettujen yritysten käytettävissä oleva vieraan pääomanehtoisen rahoituksen muoto. Edustajan rooli samoin kuin sen oikeudet ja velvollisuudet on yleisesti sovittu etukäteen joukkolainan ja merkintäsitoumuksen ehdoissa tai syndikoidussa luotonannossa joko velkojien välisessä sopimuksessa tai varsinaisessa luottosopimuksessa. Suomessa aiemmin käytössä olleet joukkolainaehtodot perustuivat pitkälti luottoluokitetuille suurille ja tunnetuille yrityksille eli ns. *investment grade* –yritysten<sup>18</sup> joukkolainojen liikkeeseenlaskuille räätälöidyille lyhytmuotoisille sopimuskokonaisuuksille.<sup>19</sup> Tämä on myös yksi keskeinen syy, miksi joukkolainapohjainen rahoitus ei aiemmin ole ollut laajasti pk-yritysten saatavilla. Tässä yhteydessä on kuitenkin huomioitava, ettei Suomessa ole juuri käytetty edustajaa joukkolainojen yhteydessä, vaan sen hyödyntäminen on ollut huomattavasti yleisempää vakuudellisessa syndikoidussa luotonannossa ns. vakuusagentin roolissa.

Elinkeinoelämän keskusliiton johdolla tehdyn malliehtoprojektin keskeisenä tavoitteena oli, että jatkossa joukkolainapohjainen rahoitus olisi entistä useamman, vähemmän tunnetun ja luottoluokitamattoman ja ns. *investment grade* –tasoa alhaisemman luottokelpoisuuden omaavien yritysten hyödynnettävissä oleva rahoitusmuoto. Myös ulkomaisten sijoittajien mukaan saamisen nähtiin edellyttävän tietyissä tilanteissa Suomessa vakiintunutta ja laajasti käytettyä joukkovelkakirjaehtokokonaisuutta yksityiskohtaisempaa ja tiukempaa dokumentaatiota. Myös kotimaisten sijoittajien vaatimukset dokumentaation kehittämiseksi vaikuttavat olevan kiristymään päin. Valmistuneet malliehdot ovat huomattavasti aiemmin Suomessa laajasti käytössä ollutta ehtokokonaisuutta yksityiskohtaisemmat ja sisältävät runsaasti valinnaisia lausekkeita, mikä takaa niiden laajan tapauskohtaisen muunneltavuuden.

Keskeisiä ehtoja ovat mm. jvk-sijoittajien yhteistoimintalauseke (engl. *collective action clause*) ja jvk-sijoittajien negatiivista kannevaltaa koskeva (engl. *no action clause*) lauseke. Yhteistoimintalausekkeen nojalla joukkolainanhaltijoiden enemmistö voi äänestämällä päättää lainaehtojen muutoksista joukkolainanhaltijoiden vähemmistöä sitovasti. Negatiivista kannevaltaa koskevan lausekkeen mukaisesti puolestaan yksittäisellä joukkolainanhaltijalla ei ole oikeutta ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeeseenlaskija vastaan. Malliehdot sisältävät myös valinnaisen lausekkeen joukkolainanhaltijoille nimitettävästä yhteisestä edustajasta, joka toimii joukkovelkakirjanhaltijoiden puolesta ja edustaa heitä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja kolmansiin tahoihin.

### 3.3 Edustajan asemaan liittyvät mahdolliset oikeudelliset ongelmat

#### 3.3.1 Yleistä

Keskeisiä asioita edustajamallin toimivuudelle joukkolainamarkkinoiden ja siellä toimivien osapuolten näkökulmasta ovat muun muassa seuraavat asiat:

<sup>18</sup> Kansainväliseltä luottoluokituslaitokselta kuten Moody's, S&P tai Fitch saadun luottoluokituksen on oltava luokkaa BBB tai parempi.

<sup>19</sup> Koska Suomen joukkolainamarkkina oli ennen Elinkeinoelämän keskusliiton vetämän malliehtoprojektin valmistumista periaatteessa rajautunut *investment grade* –yrityksiin, on kotimaisilla markkinoilla ollut käytössä melko vakiomuotoiset ja suhteellisen kevyet joukkolainaehtodot, jotka ovat tosin olleet vain suurimpien ja vakavaraisimpien yritysten hyödynnettävissä.

1. jvk-sijoittajia koskeva kielto ilman nimenomaisesti sovittuja perusteita irtaantua pätevästi nimitettyä ja toimivaltaista edustajaa koskevasta järjestelystä (edustussuhteen pysyvyys);
2. edustaja voidaan nimittää jvk-sijoittajien edustajaksi niin jvk-sijoittajia kuin näiden velkojia sitovasti niin, etteivät jvk-sijoittajat voi mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa ajaa erillisiä kanteita tai ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeeseenlaskijaa vastaan (ns. negatiivinen kannevalta eli engl. *no action clause*)<sup>20</sup> edellyttäen, että edustaja on nimitetty pätevästi ja on kelpoinen toimimaan;
3. edustajan oikeus laajasti sopia joukkolainaehtojen muutoksista kaikkia joukkolainanhaltijoita sitovasti ja niiden puolesta (edustajan itsenäinen toimivalta) viimeistään jvk-sijoittajien määränemmistön turvin (ns. yhteistoimintalausekkeen eli engl. *collective action clause* nojalla);
4. edustajan positiivinen kanneoikeus eli oikeus ajaa kannetta liikkeeseenlaskijaa vastaan ja hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin tai yrityssaneeraukseen jvk-sijoittajien puolesta;
5. edustajan nimityksen ja toimivallan sitovuus suhteessa alkuperäisten joukkolainanhaltijoiden siirronsaajiin ja muihin kolmansiin osapuoliin;
6. edustajan oikeus toimia vakuusagenttina (tai nimittää kolmas taho toimimaan vakuusagenttina), joka voi hallinnoida vakuusomaisuutta kaikkien jvk-sijoittajien puolesta (ns. välihenkilömalli) eli liikkeeseenlaskija voi perustaa vakuuden edustajan hyväksi kaikkien joukkolainanhaltijoiden lukuun<sup>21</sup>;
7. edustajaksi ryhtyvän tahon kelpoisuus harjoittaa edustukseen liittyvää toimintaa ja edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin; ja
8. edustajan toimilupa- tai rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta.

Nykytilan arviointi edellä mainittujen keskeisten seikkojen valossa tiivistyy pitkälti siihen, voidaanko edustajamalli perustaa riittävällä tavalla jo voimassa oleviin säännöksiin tai vaihtoehtoisesti osapuolten väliseen sopimusvapauteen<sup>22</sup> vai pitäisikö edustajamallin toimivuus Tanskan tapaan<sup>23</sup> varmistaa sitä koskevalla kotimaisella erityislaillla. Markkinatoimijat ja erityisesti sijoittajat eivät pidä puutteellisen lainsäädännön tai voimassa olevan sääntelyn epäselvän tulkinnan aiheuttamasta epävarmuudesta. Esimerkiksi Norjassa osapuolten väliseen sopimusvapauteen ja markkinakäytäntöön perustuneen edustajamallin toiminnan riitautus aiheutti markkinahäiriön, joka ratkesi lopullisesti vasta Norjan korkeimman oikeuden vuonna 2010 antamien kahden ennakkoratkaisun myötä, jotka vahvistivat edustajamallin keskeiset toimintaperiaatteet.<sup>24</sup> Edustajamallin toimivuuteen liittyvä oikeudellinen epävarmuus voi pahimmassa tapauksessa estää markkinoiden toi-

<sup>20</sup> *No action clause* –lausekkeen sisällöstä ks. tarkemmin McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 540-543.

<sup>21</sup> On syytä huomata, että mikäli sama vakuuspaketti jaetaan joukkolainan ja esim. syndikoidun pankkilainan kesken, vakuusagentti edustaa molempia velkojaryhmiä, ja on tällöin yleensä eri taho kuin joukkolainanhaltijoiden edustaja. Tällaiset rakenteet ovat yleisiä suurissa kansainvälisissä rahoitusjärjestelyissä ja Suomessakin on toistaiseksi tehty ainakin yksi tällainen järjestely.

<sup>22</sup> Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 44-46, jossa kirjoittajat argumentoivat ”[v]akuusagentin oikeudellisen aseman järjestelyssä mukana olevien luotonantajien edustajana olevan jäsennettävissä Suomen oikeuden mukaan joko valtuutuksen tai välihenkilöjärjestelyn teorian kautta” erityisesti syndikoidussa luotonannossa. Toisaalta kirjoittajat tulevat siihen lopputulokseen, että joukkolainojen osalta asia ei ole niin mustavalkoinen lähinnä tiettyjen vakuusagentin edustusvallan joukkolainajärjestelyissä liittyvien erityispiirteiden johdosta.

<sup>23</sup> Ks. Tanskan tilanteesta tarkemmin alla otsikon 4.3 ”Tanska” kohdalta.

<sup>24</sup> Ks. Norjan tilanteesta tarkemmin alla otsikon 4.2 ”Norja” kohdalta.

minnan useiden vuosien ajaksi, mikä on epätoivottavaa kaikkien osapuolten näkökulmasta.

### 3.3.2 Edustajan asema Suomen oikeusjärjestyksessä ja edustussuhteen pysyvyys

Agenttisuhdetta on Suomessa vakiintuneesti pyritty hahmottamaan kolmen toisistaan poikkeavan oikeudellisen konstruktion kautta, joita ovat (i) valtuutus, (ii) välihenkilöjärjestelyn teoria ja (iii) fidusiaarisen oikeustoimen konstruktio. Yleisesti keskusteluun on nostettu lain varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929, jäljempänä **OikTL**) 2 luvun sisältämä valtuutuskonstruktio. OikTL 2 luku sisältää periaatteessa tyhjentävästi suomalaisia valtuutuslajeja koskevan sääntelyn. Valtuutusta koskevassa keskustelussa on syytä havaita, ettei valtuutetun tekemän oikeustoimen sitovuutta voida arvioida pelkästään päämiehen ja valtuutetun välisen oikeussuhteen perusteella, vaan ratkaisevana on yleensä pidetty kolmannen henkilön eli valtuutetun sopimuskomppanin käsitystä vallitsevasta oikeustilasta eli valtuutetun toimivallasta ja asemasta.

OikTL:ssa 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.<sup>25</sup> Valtuutuksella perustettu agenttuuri on näin ollen suhteellisen heikolla lainsäädännöllisellä pohjalla. Riskinä ovat ennen kaikkea valtuutuksen peruuttamisen mahdollisuus, potentiaalisen valtuutuksen monimuotoisuus sekä valtuuttajan, valtuutetun ja kolmannen osapuolen väliset vastuukysymykset.<sup>26</sup>

Toisaalta agentin asemaa ei välttämättä tarvitse rakentaa OikTL 2 luvun sisältämien valtuutusoppien varaan, vaan kyseeseen voi tulla (yleensä monenvälisen) sopimukseen perustuva välihenkilöasema, joka ei nimenomaisten ja asianmukaisesti laadittujen sopimusehtojen perusteella ole peruutettavissa yksipuolisella tahdonilmaisella. Olennaista tällaisessa konstruktiossa on, että osapuolet perustavat keskinäisillä sopimusmääräyksillään yhdelle sopijapuolelle välihenkilön oikeusaseman, jossa asemassa tämä toimii omista nimissään myös muun kuin päämiehinä olevien sopijakomppanien lukuun.<sup>27</sup> Välihenkilöasemassa kyse on siis päämiesten yhteiseen lukuun toimivasta välihenkilöstä. Välihenkilöaseman 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 omistusjärjestelyn kautta ja siihen näin liittyi olennaisesti suurempi pysyvyys kuin normaaliin kaupalliseen liiketoimintaan, korkein oikeus katsoi, ettei irtisanomisoikeutta

<sup>25</sup> Ks. laajemmin valtuutuksesta ja valtuutusopista Hemmo, Mika: Sopimusoikeus I (2003), s. 494-543 ja Hemmo, Mika: Sopimusoikeuden oppikirja (2008), s. 263-289.

<sup>26</sup> Vastaavaan lopputulokseen päätyvät syndikoidun luotonannon osalta myös Heinonen ja Åström, jotka toteavat "[v]akuusagentin aseman perustamista valtuutukseen ei voida pitää syndikoidun luottojärjestelyn ja sen osapuolten kannalta riittävän varmana ja tarkoitukseenmukaisena ratkaisuna." Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 21-23. Ks. myös Mikkola, Tuulikki: TRUST – Oikeusvertaileva tutkimus (2003), s. 161-165, jossa kirjoittaja aiheellisesti toteaa, että "[O]n myös huomattava, että valtuutettu ei saa valtuutuksen perusteella omistusoikeutta mihinkään. Siksi valtuutetun ylivelkaisuustilanteissa ei normaalisti nouse ongelmaa yleisen velkojatahon oikeudesta valtuutuksen nojalla valtuutetun hallussa mahdollisesti olevaan omaisuuteen. Valtuutus ei edes ole luonteeltaan omaisuuskeskeinen järjestely – toisin kuin *trust*, jossa osapuolten oikeudet ja velvollisuudet kiertyvät aina *trusteelle* siirretyn omaisuuden ympärille. Koska *trustee* omistaa trustin kohteena olevan omaisuuden, hän ei tarvitse omaisuudesta disponoimiseen miltään henkilötaholta erillisiä valtakirjoja tai lupia. *Trustee* toimii omista nimissään ja tulee itse oikeustoimien osapuoleksi".

<sup>27</sup> Ks. Tepora, Jarno: Omistuksenpidätyksestä – Varallisuus oikeudellinen tutkimus omistusoikeuden käytöstä vakuus- ja hallinnoimistarkoituksessa omistuksenpidätysehdon muodossa erityisesti rakennustoiminnassa (1984) s. 84-87.

ollut ja päätyi velvoittamaan sopimuksen irtisanoneen osapuolen korvaamaan toiselle osapuolelle oikeudettoman irtisanomisen aiheuttaman vahingon.<sup>28</sup> Toisaalta joukkolainan ehtojen, joissa välihenkilön nimittämisestä (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 jvk-sijoittajan tahdonilmaisuin.<sup>29</sup>

Suomessa agentin asemaa voitaisiin tarkastella myös ns. fidusiarisen oikeustoimen konstruktion (*fiducia*-instituution) kautta.<sup>30</sup> Fidusiarisessa oikeustoimessa oikeusilmiön tarkastelu tiivistyy siihen sisältyvän erityisen luottamuksen (*fiducia*) olemassaoloon. Kyseinen oikeudellinen konstruktiio on ollut laajan mielenkiinnon ja tutkimuksen kohteena erityisesti anglosaksisissa oikeusjärjestyksissä, muttei ole Suomessa juuri saanut osakseen laaja kannatusta tai yhtiöoikeutta lukuun ottamatta tieteellistä mielenkiintoa. Suomessa fidusiarisen oikeustoimen konstruktion on hahmotettu olevan ns. yhdistetty oikeustoimi, jossa luovutus tapahtuu luovuttajan ja luovutuksensaajan tai kolmannen henkilön yhteiseksi eduksi. Yhdistettyyn oikeustoimeen liittyvät erilliset perustamis- tai luovutustoimet, joilla objekti tai oikeus siirretään fidusiarille, ja velvoitustoimet, joilla määritellään fidusiarin vastuut ja toimivallan rajat suhteessa fidusianttiin. Fidusiariselle konstruktiolle on tyypillistä, että fidusiarille luotu oikeus on laajempi kuin olisi tarpeen tarkoitetun päämäärän saavuttamiseksi. Luovutustoimella fidusiarille eli tässä tapauksessa agentille syntyneitä oikeusasemia on pidettävä tälle tämän omaan oikeusasemaan ja intressipiiriin kuuluvana valtana, joka ei ole lähtökohtaisesti peruutettavissa eikä rajoitettavissa päämiehen eli jvk-sijoittajan yksipuolisella tahdonilmaisulla, vaan edellyttää molempien sopijapuolten suostumusta. Fidusiarisen oikeustoimen oikeusilmiöiden kokonaisvaltaiseen selitykseen pyrkivä oppi on kuitenkin saanut osakseen kritiikkiä eikä se itsessään pysty ratkaisemaan sopimusosapuolten sivullissuhteissa esiintyviä oikeudellisia ongelmia, jotka vaativat poikkeuksetta oman erillisen – oikeusilmiön kokonaisvaltaisesta hahmottamisesta – tarkastelun.<sup>31</sup>

*Niin valtuutus, sopimusperusteinen välihenkilöasema kuin fidusiarisen oikeustoimen konstruktiio eivät kaikilta osin vastaa tyydyttävällä tavalla markkinoilla esiin tulleisiin ongelmiin. Erityisesti sopimusperusteisen välihenkilöaseman ja käytännön toiminnassa harvoin hyödynnetyn fidusiarisen oikeustoimen konstruktion peruuttamattomuutta on monissa kohdissa perusteltu rahoitusjärjestelmän ja markkinoilla vakiintuneen käytännön toimivuuden eli lähinnä reaalisten argumenttien pohjalta. Tätä ei voida pitää oikeusvarmuuden ja jvk-markkinoiden edistämiseen pyrkivien toimenpiteiden näkökulmasta riittävänä.*

<sup>28</sup> Ks. korkeimman oikeuden (jäljempänä **KKO**) ratkaisu KKO:1994:95.

<sup>29</sup> Näin tilanne on erityisesti syndikoidussa luotonannossa, jossa vakuusagentti toimii luottosopimuksen tai velkojien välisen sopimuksen perusteella välihenkilönä omista nimissään myös omaan lukuunsa (eikä siis yksinomaan rahoittajina olevien päämiehen lukuun). Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 23-25, jossa kirjoittajat toteavat, että vakuusagentin asemaa tarkasteltaessa olisi syytä tukeutua no. välihenkilöjärjestelyn teoriaan valtuutuksen sijaan.

<sup>30</sup> Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 21, jossa kirjoittajat katsovat fidusiarisen oikeustoimen olevan yksi välihenkilöteorian ilmenemismuoto. Vastaavasti Tepora on nähnyt välihenkilökonstruktion ja fidusiarisen oikeustoimen konstruktion toisistaan erillisinä oikeusilmiöinä. Ks. Tepora, Jarno: Omistuksenpidätyksestä – Varallisuusoikeudellinen tutkimus omistusoikeuden käytöstä vakuus- ja hallinnoimistarkoituksessa omistuksenpidätysehdon muodossa erityisesti rakennustoiminnassa (1984) s. 81-87 alaviitteineen.

<sup>31</sup> Ks. Tepora, Jarno: Omistuksenpidätyksestä – Varallisuusoikeudellinen tutkimus omistusoikeuden käytöstä vakuus- ja hallinnoimistarkoituksessa omistuksenpidätysehdon muodossa erityisesti rakennustoiminnassa (1984) s. 81-84 alaviitteineen. Ks. myös Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 24-25. Ks. *ibid.* s. 25, jossa kirjoittajat toteavat ”[E]pävarmuutta saattaa kuitenkin aiheuttaa se, miten esimerkiksi kotimaisessa maksukyvyttömyysmenettelyssä suhtauduttaisiin yhteiseen lukuun toimivaan välihenkilöön”.

*Onko tiedossanne edustussuhteeseen liittyvää kotimaista oikeus- ja välimieskäytäntöä? Onko edustussuhteen perustavasta järjestelystä, voimassaolosta, keskeisistä rakenteista ja siihen osallistuvien toimijoiden vastuusuhteista tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?*

### 3.3.3 Edustussuhteen sopimusoikeudellinen ulottuvuus ja joukkolainaehtojen sitovuus

Suomessa on voimassa pitkälle ulottuva sopimusvapaus, jonka puitteissa liikkeeseenlaskija, jvk-sijoittajat ja jvk-sijoittajia edustava agentti voivat muodostaa keskinäiset oikeussuhteensa haluamallaan tavalla. Näin ollen joukkolainan ehtoihin voidaan lähtökohtaisesti sisällyttää osapuolten yhteisymmärryksessä sopimat ehdot, joissa jvk-sijoittajat luopuvat tietyistä heille luotonantajina normaalisti kuuluvista oikeuksista tiettyjen ennakoedellytysten vallitessa kuten oikeudesta ajaa erillisiä kanteita tai ryhtyä eräännyttämis- tai muihin toimiin liikkeeseenlaskijaa vastaan niin kauan kuin heitä edustava agentti on toimintakelpoinen (ns. negatiivinen kannevalta) ja vastaavasti jvk-sijoittajat voivat siirtää osan heille normaalisti kuuluvasta toimivallasta heitä edustavalle agentille nimenomaisilla joukkolainaehtoihin tai merkintäsitoumukseen otettavilla ehdoilla (edustajan itsenäinen toimivalta).

Suomen oikeusjärjestelmässä on perinteisesti katsottu, että asianosaisten laatimat velkakirjan ehdot ovat lähtökohtaisesti sitovia. Jos osapuolet ovat omasta vapaasta tahdostaan tarkoittaneet tietyn järjestelyn olevan peruuttamattomasti voimassa joukkolainan voimassaoloajan tai jvk-sijoittajat ovat luopuneet tietyistä oikeuksistaan agentin hyväksi, ja kyseiset tahdonilmaisut on pätevästi kirjattu joukkolainan ehtoihin, ne ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia.<sup>32</sup> VKL lähtee siitä, että sovitut velkakirjaklausuulit ovat lähtökohtaisesti osapuolia sitovia, jollei niistä ole syytä poiketa VKL:n absoluuttisten määräysten, OikTL 3 lukuun sisältyvien yleisten pätemättömyyssääntöjen tai VKL 8 §:n kohtuullistamislausekkeen nojalla.<sup>33</sup> Näin ollen osapuolet näyttäisivät pääsevän tavoittelemaansa asemaan sopimusvapauden puitteissa.

Edustajamalli vaatii toimiakseen sitä, että yksittäiset jvk-sijoittajat eivät voi ilman perusteltua syytä yksipuolisesti irtaantua järjestelystä, koska silloin yksi edustajamallille keskeinen seikka eli jvk-sijoittajien kollektiivinen edustus murtuu. Tällöin on myös todennäköistä, että järjestelystä irtaantuneet jvk-sijoittajat pyrkivät puolustamaan ensisijaisesti joukkolainaan liittyviä omia etujaan, jolloin todennäköisyys eriaikaisiin ja -sisältöisiin liikkeeseenlaskijaan kohdistuviin kanteisiin ja eräännyttämis- tai muihin toimiin verrattuna tilanteeseen, jossa edustaja on mukana. 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. Määräaikaisten sopimusten kohdalla irtisanomisoikeutta ei pääsääntöisesti tunneta sopimuskauden aika-

<sup>32</sup> Näin tulkitsee asian myös Kaisto tarkastellessaan velkasuhdetta yleisesti. Ks. Kaisto, Janne: Velkasuhteesta sopimisesta teoksessa Kirjoituksia varallisuus oikeudesta muuttuvassa toimintaympäristössä (toim. Tepora, Jarno 2000), s. 74, jossa kirjoittaja toteaa ”[L]aissa on monien seikkojen osalta päädytty sellaiseen ratkaisuun, että asianosaiset voivat velkasuhdetta perustettaessa säädellä haluamallaan tavalla velkasuhteesta ja sen kehitymisestä. Sopimuksessa voidaan siis lähtökohtaisesti määritellä ne tosiseikat, joilla on tietty vaikutus sitoutumisen sisältöön. Joidenkin seikkojen osalta lainsäätäjä on katsonut parhaaksi sen, etteivät asianosaiset saa määrätä velkasuhteesta haluamallaan tavalla”.

<sup>33</sup> Ks. Aurejärvi, Erkki: Velkakirja, vekseli ja shekki (1979), s.48-52, jossa todetaan erityisesti VKL 8 §:n kohtuullistamissäännöksen soveltamisen perustuvan tapauskohtaiseen harkintaan. Ks. myös Aurejärvi, Erkki ja Hemmo, Mika: Luotto-oikeuden perusteet (2006), s. 120-122, jossa velkojan ja velallisen väliseen sopimukseen kirjatun väiterajoituksen merkitykseen nykyaikaisessa oikeuskäytännössä suhtaudutaan pidättyvästi.



na, koska osapuolet ovat keskinäisesti vahvistaneet sopimuksen keston ja näin ollen luottamusta järjestelyn voimassapysymiseen suojataan. Perusteltua tarvetta irtisanomiseen ei myöskään yleensä synny, koska osapuolella on ennen sopimuksen allekirjoittamista ollut tilaisuus punnita määräaikaisen sopimuksen soveltuvuus hänen tarkoituksiinsa nähden. Tietyissä tilanteissa olosuhteiden muuttuminen saattaa kuitenkin johtaa tarpeeseen irtautua sopimuksesta. Sopimusta tehtäessä vallinneiden odotusten pettäminen voi eräissä tapauksissa kelvata poikkeusluonteiseksi irtisanomisperusteeksi.

Lisäksi on yleisesti katsottu, ettei määräaikaisuutta voida hyväksyttävästi liittää sellaisiin sopimuksiin, joiden irtisanomisen on sopimuksen luottamuksellisen tai henkilökohtaisen luonteen vuoksi oltava täysin vapaata ja ilman irtisanomisajan asettamia rajoituksia. Tällaisena on pidetty esimerkiksi asianajotoimeksiantoa, jossa asiakkaan oikeutta toimeksiannon päättämiseen ei voitane rajoittaa. Sama sääntö koskenee myös muita erityistä luottamussuhdetta edellyttäviä tehtäviä. Näin ollen näyttäisi ainakin alustavasti siltä, ettei agentin nimittämistä välttämättä ole mahdollista muotoilla sopimusehdoissa niin, ettei se olisi irtisanottavissa.<sup>34</sup> 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 agentin nimittämisestä (ja sen peruuttamattomuudesta) sovietaan, voidaan katsoa rinnastuvan määräaikaiseen sopimukseen, joka on voimassa lainan koko voimassaoloajan ja joka ei ole voimassaoloaikanaan irtisanottavissa, ellei siitä ehdoissa nimenomaisesti sovita.<sup>35</sup> 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.

Suurin ongelma irtisanomisen kohteeksi joutuneen kannalta muodostuu kuitenkin usein siitä, että käytännön edellytykset sopimuksen jatkamiselle käytännössä loppuvat irtisanomisen myötä. Näin ollen ainoaksi hyvityskeinoksi irtisanotun osapuolen näkökulmasta saattaa jäädä vahingonkorvauksen hakeminen. Tällöin irtisanotun osapuolen pitää luonnollisesti näyttää kärsitty vahinko ja sen määrä.<sup>36</sup> Toinen asia on, ettei yksittäisen sijoittajan useinkaan ole järkevää peruuttaa agentuurille myöntämänsä välihenkilöasemaa, koska tästä koituisi sijoittajalle todennäköisesti paljon kustannuksia ja se voisi tehdä yksittäisen sijoittajan aseman epäselväksi muun muassa vakuusoikeuden haltijana ja vakuusvelkojana riippuen (vakuus)agentuurin perustamista koskevista sopimusehtojen määräyksistä.<sup>37</sup>

*Edustajamallin toimivuudelle on olennaista, että järjestely on pysyvä ja yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi perusteetta irtaantua järjestelystä ja tämän jälkeen käyttää edustajan kanssa rinnakkaista kanne- tai vakuuden realisointivaltaa suhteessa liikkeenlaskijaan.*

*Edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajan itsenäisen toimivalta eivät tällä hetkellä näyttäisi olevan riittävällä oikeusvarmuudella toteutettavissa olemassa olevien säännösten ja osapuolten välisen sopimusvapauden nojalla. Erityisesti nykymuotoisen agenttijärjestelyn ja sille joukkolainan ehdoissa tavoitel-*

<sup>34</sup> Toisin argumentoivat syndikoidun luottojärjestelyn osalta Heinonen ja Åström. Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 24.

<sup>35</sup> Myös pankkilainasopimus on voimassa koko luottosuhteen kestoajan, eikä ole irtisanottavissa sanan sopimusoikeudellisessa merkityksessä lainan voimassaoloaikana.

<sup>36</sup> Ks. Hemmo, Mika: Sopimusoikeuden oppikirja (2008), s. 521-535.

<sup>37</sup> Sopimussuhteen lakkaamisesta ja valtuutuksesta ks. myös Telaranta, K.A: Kauppa-agentti ja myyntimies kauppaedustajana (1977), s. 22-37, 47-55 ja 120-145.

*lun aseman ja toimivaltuuksien sitovuus suhteessa kolmansia kohtaan jää tulkinnanvaraiseksi.*

*Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaisessa?*

### 3.3.4 Edustajan kanneoikeus joukkolainanhaltijoiden puolesta

Kanne on oikeusjutun toisen asianosaisen eli kantajan tuomioistuimessa esittämä vaatimus toisen asianosaisen eli vastaajan tuomitsemisesta. Kärjäoikeudessa kanne saatetaan vireille riita-asioissa kirjallisella haastehakemuksella, joka on toimitettava oikeudenkäymiskaaren (4/1734, jäljempänä **OK**) 5:2: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 omissa 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.<sup>38</sup> Asialegitimaatio on siten enemmän oikeus kuin ominaisuus.

Jos kantajana esiintyvältä subjektilta puuttuu asialegitimaatio, on kanne jätettävä tutkimatta. Prosessia ei voida käydä ”väärrien” asianosaisten nimissä. Prosessinedellytys on ehdoton. Asianosaiset eivät voi sopimuksin perustaa niin sanottua prosessimandaattia siten, että oikeus ajaa kannetta annettaisiin taholle, jolla sitä ei lain mukaan ole. Edellä mainittu seikka vaikuttaa muun muassa velkomisjutussa niin, että vastaajan väite väärästä kantajasta ei ole asialegitimaatiota koskeva prosessiväite, vaan asiaväite, jossa väitetään, ettei vastaaja ole kantajalle mitään velkaa. Jos väite osoittautuu paikkansa pitäväksi, kanne tutkitaan, mutta hylätään. Kantajan on siis pystyttävä väittämään ja osoittamaan, että hänellä on vastaajaan kohdistuva oikeus. Tämä väite synnyttää kantajalle ja vastaajalle asialegitimaation varallisuus oikeudellisessa asiassa. Edellä mainitun vuoksi on ymmärrettävää, ettei asiasta ole yleisiä säännöksiä OK:ssa.<sup>39</sup>

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

<sup>38</sup> Ks. Linna, Tuula: Prosessioikeuden oppikirja (2012), s. 73-74.

<sup>39</sup> Aineellisoikeudellisesta lainsäädännöstä löytyy kuitenkin erityissäännöksiä asialegitimaatiosta varallisuus oikeuden alueella muun muassa perintökaaren (40/1965, PK) 14:5, joka antaa perillisille oikeuden nostaa testamentin moitekannne ja osakeyhtiölain (624/2006, OYL) 21:1, jonka mukaan yhtiökokouksen päätöksen moitekannetta voi ajaa vain osakkeenomistaja.

Nykyisen prosessuaalista menettelyä koskevan lainsäädännön pohjalta on vaikea sanoa, voiko sijoittajien etuja valvova agentti ajaa kannetta ja vaatia esimerkiksi suoritustuomioita sijoittajien puolesta liikkeeseenlaskijaa vastaan. Norjassa korkein oikeus on päättänyt vastaavassa asiassa positiiviselle kannalle perustellen päätöstään muun muassa rahoitusmarkkinoiden toimivuudella.<sup>40</sup> Kysymys on pitkälti siitä, miten agentin tehtävät on sopimusehdoissa määritelty. Sinänsä asialle ei välttämättä ole osoitettavissa mitään fundamentaalisia esteitä Suomessa, koska esimerkiksi tekijänoikeuksia koskevissa asioissa oikeudenhaltijoiden puhevaltaa käyttävät yleensä etujärjestöt, kuten Teosto tai Gramex. Kyseessä ei muodollisesti ottaen ole varsinainen poikkeus niin sanotusta normaalista asialegitimaatiosta, koska oikeudenhaltijat ovat sopimuksin siirtäneet oikeutensa järjestölle. Siirto nimenomaisesti perustaa järjestölle muun muassa legitimaation ajaa omissa nimissään kannetta edunvalvonnan piiriin kuuluvassa asiassa. Vastaavaa toimintamallia voitaisiin siis hyvin soveltaa myös sijoittajien etuja valvovan agentin osalta, joskin tällöin huomiota on kiinnitettävä tällaisen sopimuksen irtisanomisen mahdollisuuteen ja sen vaikutukseen agentin toimintamahdollisuuksille ja agentin perustamisen taustalla vaikuttaneille taloudellisille seikoille ja markkinaosapuolten odotuksille.<sup>41</sup> Toisaalta mainittu määräaikaan sopimukseen ja luottosuhteen kestoaikaan liittyvä näkökohta puhuu irtisanomisen mahdollisuutta vastaan.

Yhtenä vaihtoehtona agentin kannevallan vahvistamiselle on nähty myös prokuran käyttäminen. Tällöin prokuraa koskevat määräykset voitaisiin sisällyttää esimerkiksi joukkolainan ehtoihin. Prokura on elinkeinotoiminnassa yleisesti käytössä oleva laajan kelpoisuuden perustava edustuslaji, jossa valtuutetun tekemien sopimusten sitovuus määräytyy periaatteessa valtuutusopin yleisten periaatteiden mukaan. Prokurasta on erityissäännökset prokuralaissa (130/1979, jäljempänä **ProkuraL**), jonka 1 §:n mukaan prokuran voi antaa ainoastaan kaupparekisteriin merkitty elinkeinonharjoittaja. Prokuran on todettu olevan siinä mielessä mielenkiintoinen edustusmuoto, että se vapauttaa toimenpidekohtaisten valtuutusten antamisesta. Huomionarvoista on, että prokuristin edustusvaltaa koskeviin rajoituksiin ei voida vedota vilpittömässä mielessä olevaa kolmatta henkilöä kohtaan (ProkuraL 5 §). Päämiehellä on kuitenkin kaikissa tapauksissa valta peruuttaa prokura koska tahansa (ProkuraL 8 §). Näin ollen prokuralla ei voida täysin järjestää kaikkia agentin edustusosoikeuksiin liittyviä potentiaalisia ongelmia. Lisäksi on huomattava, ettei yksityinen henkilö voi antaa prokuraa, vaan sen antaminen on sidottu elinkeinon harjoittamiseen.

ProkuraL:n mukaisesta prokuravaltuutuksesta on käsitteellisesti erotettava Suomen oikeusjärjestelmässä vakiintunut instituutio nimeltään prokurasiirto, jota voidaan kuvaavammin luonnehtia ”perimissirroksi” eli asianosaisen saatavan siirtäminen 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

<sup>40</sup> Ks. Norjan tilanteesta tarkemmin alla otsikon 4.2 ”Norja” kohdalta.

<sup>41</sup> Ks. Lappalainen ym.: Prosessioikeus (2007), s. 301-314 ja 391-407. Lisäksi on otettava huomioon sivullisen mahdollisuus tulla väliintulijaksi meneillään olevaan oikeudenkäyntiin OK18 luvun säännösten perusteella ks. 381-388.

saatavan siirtoa. Prokurasiirto näyttäisi siis yhdeltä mahdolliselta tavalta järjestää agentin asema tälle riittävät toimivaltuudet turvaavalla tavalla.<sup>42</sup>

On kyseenalaista, että jvk-sijoittajat haluaisivat jo ennakolta siirtää saatavansa peruuttamattomasti agentille. Tämä tarkoittaisi käytännössä sitä, että kyseiset saatavat kuuluisivat lähtökohtaisesti agentin konkurssipesään, mitä ei voida pitää jvk-sijoittajien näkökulmasta toivottavana tilanteena. Toisaalta prokurasiirrosta ei 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 agentin konkurssipesään. Prokurasiirto liittyy keskeisesti saamis- ja perintäoikeuksien turvaamiseen. Agentilla on kuitenkin joukkolainan voimassaoloaikana myös monia muita aineellista päätösvaltaa sisältäviä tehtäviä, jotka eivät liity liikkeeseenlaskijan mahdollisiin maksukyvyttömyys- tai muihin ongelmatilanteisiin.<sup>43</sup>

*On epäselvää, voidaanko jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun toimivan edustajan positiivinen kanneoikeus perustaa voimassa olevaan sääntelyyn ja osapuolten väliseen sopimusvapauteen. Asia on merkityksellinen myös syndikoidussa luotonannossa käytetyn vakuusagenttirakenteen näkökulmasta. Prokurasiirron tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta nykymuotoisen agenttirakenteen sitovuus suhteessa kolmansia kohtaan jää tulkinnanvaraiseksi.*

*Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaisessa?*

### 3.3.5 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin

Konkurssilain (120/2004, jäljempänä **KonkL**) 1:1: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 suoritukseksi. Konkurssiin asettamisen yleisenä edellytyksenä on velallisen maksukyvyttömyys. Konkurssiin asettamisesta päättää tuomioistuin velallisen tai velkojan hakemuksesta.

Edellä agentin kanneoikeuden yhteydessä esiintyneet kysymykset ja ongelmat toistuvat miltei identtisinä, kun pohditaan agentin oikeutta hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin tämän maksukyvyttömyyden perusteella.<sup>44</sup> Kuten edellä todettiin, velallisen konkurssiin hakemista voi hakea velallisen lisäksi velkoja, jos KonkL 2 luvussa säädetyt konkurssiin asettamisen yleiset edellytykset täyttyvät. KonkL:n 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 (KonkL 2:2). Agentin kohdalla kysymys tiivistyy siihen, onko se oikeutettu ha-

<sup>42</sup> Ks. Aurejärvi, Erkki ja Hemmo, Mika: Luotto-oikeuden perusteet (2006), s. 137, jossa kirjoittajat argumentoivat toisin toteamalla, että ”[V]KL:ssa ei ole nimenomaista säännöstä velkakirjan perimissiirrosta. Velkakirjan luovuttaminen pelkästään perimistä varten on silti mahdollista. Kun tällainen luovutus ei merkitse todellista velkakirjan omistusoikeuden siirtämistä; ei väitesuojan tarkoitus (velkakirjan kaupattavuuden edistäminen) koske sitä. Perimissiirron vastaanottajaa ei näin ollen voida pitää VKL 15 §:ssä tarkoitettuna itsenäisenä uutena velkojana”.

<sup>43</sup> Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojen edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013) s. 19–36.

<sup>44</sup> Vakuusagentin konkurssitilanteesta syndikoidussa luottojärjestelystä ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojen edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 36–44.

kemaan liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamiensa sijoittajien puolesta ja tämän jälkeen valvomaan näiden saatavaosuudet pesänhoitajan jakoluettelossa KonkL 12:6:n mukaisesti eli voidaanko sen nähdä olevan velkoja KonkL:n tarkoittamassa merkityksessä tilanteissa, joissa se ei ole itse sijoittanut liikkeeseenlaskijan joukkolainaan.

Arvioitavaksi tulee lisäksi sekä pesänhoitajan että muiden velkojien oikeus riitauttaa jakoluettelossa oleva saatava tai sen etuoikeus perusteineen KonkL 13:1:n 3 kohdan ja 13:4:n perusteella. Pesänhoitaja riitauttaa velkojan saatavan lähtökohtaisesti laatimansa jakoluetteloehdotuksen haltuunsa laissa säädetyn kuuden (6) kuukauden määräajan puitteissa (KonkL 12:4).<sup>45</sup> Agentin toimintakelpoisuuden rajoilla on suuri merkitys sijoittajille, koska jos agentti ei voi toimia heidän laillisena edustajanaan konkurssin hakijana tai konkurssipesän hallinnossa, johtaa se siihen, että jokainen sijoittaja joutuu itsenäisesti huolehtimaan oikeuksiensa tehokkaasta valvonnasta liikkeeseenlaskijan konkurssissa.

Toisaalta on huomattava, että konkurssi on yleistäytäntöönpanoa. Menettely koskee velallisen kaikkia velkojia, 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 KonkL 14:2:n mukaan päätösvaltaa konkurssipesässä käyttävät velkojat siltä osin kuin asia ei kuulu lain mukaan pesänhoitajan päätettäväksi tai hoidettavaksi, niin agentin estyminen toimimaan edustamiensa tahojen edustajana tarkoittaa sijoittajille kasvavaa työmäärää ja kustannuksia, jotka pitää ottaa huomioon jo ennen edustajajärjestelyyn ryhtymistä. KonkL 14:12:n mukaan velkojat voivat perustaa myös velkojatoimikunnan, mutta tällöin pitää ottaa huomioon, ettei velkojatoimikunnassa ole välttämättä edustettuna pelkästään jvk-sijoittajat, vaan siinä voi olla edustajia myös muista velkojaryhmistä. Velkojatoimikunnalla ei ole itsenäistä päätösvaltaa, mutta se avustaa neuvoa-antavana elimenä pesänhoitajaa.

Vaikka nykyisen lainsäädännön sisältö ei kaikilta osiltaan ole selvä, niin lienee agentin kanneoikeutta käsitelleessä kappaleessa mainituin perustein mahdollista siirtää myös konkurssivelkojien oikeudet heitä edustavalle taholle, kuten esimerkiksi heidän nimittämälleen agentille. Kyseisenlainen nimenomainen oikeuksien siirto perustaisi agentille muun muassa legitimaation ajaa omissa nimissään velallista konkurssiin sen toimivaltaan kuuluvassa asiassa sekä antaisi oikeuden valvoa edustamiensa tahojen saatavat velallisen konkurssipesässä. Ottaen lisäksi huomioon konkurssin yleistäytäntöönpanon luonteen ja sen, ettei yksittäisellä velkojalla ole virallista asemaa konkurssipesän hallinnossa, niin konkurssivelkojan oikeuksien kollektiiviselle siirtämiselle ei pitäisi olla varsinaisia lainsäädännöllisiä esteitä. Edellä mainittua tulkintaa vastaan puhuu kuitenkin KonkL 2:2, jonka mukaan velkojana konkurssia voi hakea vain velallisen velkoja eli se, jolla on velalliselta saatava.<sup>46</sup> Toisaalta edellä kanneoikeuden yhteydessä mainitun prokurasiirto-konseptin hyödyntäminen saattaa tuoda edustajalle konkurssilainsäädännön tunnustaman velkoja-aseman. Asian oikeudellinen tulkinta on kuitenkin epäselvä, mikä on markkinoimijoiden oikeusvarmuuden näkökulmasta epätoivottavaa ja lisää epävarmuutta pk-yritysten jvk-markkinoilla, mikä voi estää markkinoiden laajenemisen ja syvenemisen.<sup>47</sup>

*KonkL maksukyvyttömyystilanteita koskevana yleislakina tuskin voidaan mahdollisen prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta tulkita laajentavasti*

<sup>45</sup> Ks. Nenonen, Matti: Konkurssipesän hoitaminen (2004), s. 150.

<sup>46</sup> Ks. nimenomaisesti Könkkölä, Mikko ja Linna, Tuula: Konkurssioikeus (2013), s. 86.

<sup>47</sup> Ks. Koulumäki ym.: Insolvenssioikeus (2009), s. 143-203 ja 231-237 ja Könkkölä, Mikko ja Linna, Tuula: Konkurssioikeus (2013), s. 84-120, 429-482 ja 575-653.

*niin, että edustajalla – ilman nimenomaista saatavaa liikkeeseenlaskijalta – voitaisiin katsoa olevan itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun ja valvoa jvk-sijoittajien saatavat varsinaisessa konkurssimenettelyssä.*

*Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaisessa?*

### 3.3.6 Edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen

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

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

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

Ottaen huomioon, että yrityssaneerauksen erityispiirteitä ovat usean asianosaisen yhteinen hakemus sekä asianosaisen yhtyminen toisen asianosaisen hakemukseen, näyttäisi todennäköiseltä, että agentilla 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.

YrSanL 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 institutionaaliset velkojat ovat olleet saneerausmenettelyn kannalla, koska tällöin voidaan perustellusti katsoa, etteivät kyseiset velkojat olisi tehneet saneeraushakemusta toivottomasta velallisytyksestä.

Saneerausmenettelyyn voidaan määrätä velkojatoimikunta, joka on harkinnanvarainen, mutta pääsääntöisesti saneerausmenettelyssä on asetettu velkojia edustava taho, joka alkuvaiheessa avustaa saneerausohjelmaehdotuksen laadinnassa. Velkojatoimikunta periaatteessa pyrkii sovittamaan eri velkojaryhmien keskenään yhteismitattomat intressit yhteen mielekkään saneerausohjelman aikaansaamiseksi. Oikeus velkojatoimikunnan jäsenen esittämiseen on velkojakohtainen. Tämä tarkoittaa, että jokaisella tiettyyn velkojaryhmään kuuluvalla velkojalla on itsenäinen oikeus esittää parhaaksi katsomaansa henkilöä oman ryhmänsä edustajaksi (YrSanL 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.

Agentin vireillepano-oikeus yrityssaneerausmenettelyssä näyttäisi edellä esitetyn perusteella olevan tietyn varauksin mahdollista. Saneerausmenettelyn voi laittaa vireille mikä tahansa velkojataho ja myös muilla velkojilla on mahdollisuus yhtyä kyseisen velkojatahon saneeraushakemukseen tai puoltaa sitä. Lisäksi on selvää, että jos suurimmat velkojat, kuten esimerkiksi jvk-sijoittajat ja pankit, eivät pääse keskenään sopuun yrityssaneerauksen aloittamisesta, niin tällöin ainoaksi potentiaaliseksi vaihtoehdoksi jää konkurssiinmenettely. Yrityssaneerausmenettely edellyttää toteutuakseen velkojakollektiivin tahtoa ja tällöin yksittäisellä jvk-sijoittajalla (jollei tämän joukkolainaa koskeva sijoitusosuus ole poikkeuksellisen suuri) ei käytännössä ole mahdollisuutta estää yrityssaneerauksen aloittamista, jos muut velkojat sitä kannattavat. Vastaavasti agentin toimintamahdollisuus edustaa jvk-sijoittajista koostuvaa velkojaryhmää velkojatoimikunnassa näyttää mahdolliselta ottaen huomioon, että keskeiset prosessioikeudelliset normit, jotka tulevat OK:sta ja joita on käsitelty edellä agentin kanneoikeuden yhteydessä, soveltuvat myös saneerausmenettelyyn. Kuten edellä kanneoikeuden ja liikkeeseenlaskijan konkurssiin hakemisen yhteydessä, prokurasiirtokonseptin hyödyntäminen saattaa myös tässä yhteydessä olla hyödyllinen ja tuoda edustajalle saneerainsäädännön tunnustaman aseman. Asiasta ei kuitenkaan ole täyttä oikeudellista varmuutta, koska voidaan myös perustellusti väittää, ettei agentilla jvk-sijoittajien edustajana ole asialegitimaatiota saneerausmenettelyasiassa. Tämä johtuu siitä, ettei agentti edustamiensa sijoittajien edustajana itsessään ole velkoja, vaan nimenomaan velkojien kollektiivinen, sopimusmääräyksen perustettu, edustaja.<sup>48</sup>

*YrSanL on muuten kuin tilapäisiin maksuvaikeuksiin joutuneita, mutta elinkelpoisiksi arvioituja yrityksiä koskeva yleislaki. Näin ollen myös sen laajentavaan tulkintaan niin, että edustajalla – ilman nimenomaista asialegitimaatiota eli saatavaa liikkee-*

<sup>48</sup> Ks. Koulu ym.: *Insolvenssioikeus* (2009), s. 649-753. Ks. erityisesti s. 656, jossa todetaan, että ”[k]äytännössä saneerausmenettelyä hakee lähes poikkeuksetta saneerausvelallinen itse; velkojan yksipuoliset ja itsenäiset hakemukset ovat jääneet tilastoharvinaisuuksiksi. Velallisoitteisuuden on katsottu selittyvän sillä, että velkojalle on helpompaa ja halvempaa hakea suoraan konkurssia”.

*seenlaskijalta – voitaisiin katsoa olevan itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun, lienee suhtauduttava pidättyväisesti kuten KonkL:n kohdalla mahdollisesti prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta.*

*Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaisessa?*

### 3.3.7 Edustajan toiminta vakuusagenttina ja suhteessa kolmansiin

Nykytilanteessa liikkeeseenlaskijan jvk-sijoittajille antamien vakuuksien kohteluun on liittynyt tiettyjä epäselvyyksiä tilanteissa, joissa vakuudet on annettu vakuusagenttina toimivalle edustajalle, joka on hallinnoinut vakuuksia jvk-sijoittajien yhteiseen lukuun. Tämä on toteutettu nykymuodossa pitkälti sopimusteknisesti niin, että panttaussopimus on tehty jvk-sijoittajien yhteisen edunvalvojan eli vakuusagentin kanssa siten, että vakuusagentilla on jvk-sijoittajien lukuun panttioikeus liikkeeseenlaskijan antamaan vakuusomaisuuteen. Kyseiseen järjestykseen on nähty liittyvän monia tulkinnanvaraisia oikeudellisia kysymyksiä. Keskeisenä esiin on noussut kysymys siitä, mitä edellytyksiä järjestykseltä ja vakuusagentin toiminnalta vaaditaan, jotta vakuusoikeus sitoo kolmansia.

Lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijan omaisuuden panttaus ei merkitse liikkeeseenlaskijan oikeusaseman siirtoa jvk-sijoittajille tai näiden sijoittajien puolesta toimivalle vakuusagentille. Panttauksen seurauksena liikkeeseenlaskijan toimikelpoisuus pantatun vakuusomaisuuden osalta on kuitenkin rajoitettua.<sup>49</sup> Jotta vakuusagentille tehty panttaus sitoisi kolmansia osapuolia, vaaditaan tehokkaasti tehtyä julkivarmistusta, jonka muoto riippuu pantin kohteena olevasta omaisuuslajista. Tehokas julkivarmistustapa vaihtelee panttiobjekteittain, mutta perinteisesti julkivarmistukset voidaan jakaa (i) hallinnan siirtoon eli traditioon, (ii) denuntiaatioon eli panttausilmoituksen tekemiseen velalliselle ja (iii) kirjaamiseen erityisesti kiinnityspanntien osalta.<sup>50</sup> Ainoastaan oikea-aikaisen ja oikeamuotoisen julkivarmistuksen toteutuksen kautta panttivakuutta tavoitteleva taho saa vuttaa panttioikeudelle ominaisen tehokkaasti suojatun etuoikeutetun aseman eli (i) suojatun pantin omistajanvaihdoksia 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.<sup>51</sup>

Toinen keskeinen kysymys koskee sitä, voidaanko ylipäätään perustaa tehokasta vakuutta jvk-sijoittajien hyväksi joukkolainajärjestelyssä, kun jvk-sijoittajien 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 jvk-

<sup>49</sup> Erityisesti velkakirjojen osalta ks. Tepora-Kaisto-Hakkola: Esinevakuudet (2009), s. 202-205.

<sup>50</sup> Eri julkivarmistustavoista tarkemmin ks. Havansi, Erkki: Esinevakuusoikeudet. Panttioikeus. Pidätysoikeus. Omistuksenpidätys. Vakuusluovutus. (1992), s. 141-151 ja Tepora-Kaisto-Hakkola: Esinevakuudet (2009), s. 39-44.

<sup>51</sup> Ks. Tuomisto, Tero: Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa - tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset (1999), s. 98-99. Pätevän panttauksen edellytyksistä ks. Tepora-Kaisto-Hakkola: Esinevakuudet (2009), s. 81-84.



sijoittajien 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.<sup>52</sup> Keskeistä on tällöin varmistaa, että muodollisjuridinen vakuusvelkojan asema säilyy vakuusagentilla, vaikka niin sanottujen asiallisten vakuudensaajien eli jvk-sijoittajien 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 jvk-sijoittajilla tai luotonantajilla ole oikeutta realisoida vakuuksia itsenäisesti, vaan tämän voi toteuttaa keskitetysti ainoastaan vakuusagentti.<sup>53</sup>

Jvk-sijoittajien näkökulmasta on lisäksi keskeistä, että heille joukkolainan myöntämisen vakuudeksi annettujen panttien ei voida vakuusagentin mahdollisissa ongelmatilanteissa katsoa kuuluvan tämän konkurssipesään. Jos vakuusagentin katsottaisiin toimivan jvk-sijoittajien valtuutettuna, ei ongelmaa käytännössä olisi, koska vakuusagentin hallussa oleva jvk-sijoittajien vakuusmassa katsottaisiin lähtökohtaisesti sivullisen omaisuudeksi. Jos vakuusagenttuuri kuitenkin jäsennetään jvk-sijoittajien yhteiseen lukuun toimivaksi välihenkilöksi, voi syntyä tilanteita, joissa jvk-sijoittajien hyväksi perustettu panttioikeus katsottaisiin kuuluvan vakuusagentin konkurssipesään, mikä olisi erityisesti jvk-sijoittajien näkökulmasta epätoivottava ratkaisu. Itse panttiobjekti on luonnollisesti liikkeenlaskijan (tai mahdollisen vierasvelkapantinantajan) omaisuutta, eikä kuulu vakuusagentin konkurssipesään. Panttioikeus sen sijaan kuuluu lähtökohtaisesti pantinsaaajan konkurssipesään.<sup>54</sup>

*Edustajan toimintaan vakuusagenttina niin joukkolaina- kuin syndikoitua luotonantoa koskevissa järjestelyissä liittyy tiettyjä ongelmia, joiden ratkaiseminen vaatii selvennystä lain tasolla.*

1. *Onko järjestely markkinatoimijoiden mielestä tyydyttävästi toteutettavissa osapuolten välisin sopimusjärjestelyin markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti?*
2. *Onko edustajan toiminnassa suhteessa järjestelyn ulkopuolisiin kolmansiin joitain ongelmia?*
3. *Liittyykö nykytilanteessa vakuusagentin mahdolliseen konkurssiin joitain ongelmia vakuusagentin edustamien sijoittajien ja/tai luotonantajien näkökulmasta?*
4. *Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?*

<sup>52</sup> Ks. Tepora, Jarno: Rahoitusmuodot ja vakuudet (2013), s. 336-360.

<sup>53</sup> Ks. kattavasti vakuusagentin asemasta Suomen oikeudessa ja siihen liittyvistä oikeudellisesta epävarmuudesta Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013) s. 12-46.

<sup>54</sup> Vakuusagentin konkurssitilanteesta ja siihen liittyvistä potentiaalisista ongelmista nykysopimusikäntäntönsä valossa ks. *ibid.* s. 36-44.

### 3.3.8 Edustajan velvollisuudet suhteessa joukkolainanhaltijoihin

Agentin tai vakuusagentin velvollisuudet suhteessa edustamiinsa tahoihin eivät nykytilanteessa ole juuri herättäneet keskustelua oikeustieteen ulkopuolella. Järjestely on rakennettu osapuolten keskenään neuvottelemille sopimusmääräyksille, jolloin agentin 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 lähinnä vakuusagenttina ja edustanut jvk-sijoittajia liikkeeseenlaskijan näille joukkolainan myöntämisen turvaksi antaman vakuusmassan hallinnoijana. Tosin kuluvan vuoden aikana on tehty muutamia vakuudettomia joukkolainajärjestelyjä, joissa on hyödynnetty uusia malliehtoja ja käytetty sijoittajien edunvalvojana toimivaa agenttia.

Markkinoilla on korostettu, että tasavertaisilla ja sofistikoituneilla markkinaosapuolilla on oltava oikeus keskenään sopia oikeuksiensa ja velvollisuuksiensa sisällöstä ilman, että heidän välisensä oikeussuhde ja sen sisältö jää ennalta arvaamattomasti riippumaan tuomioistuineläytöksen kenties täysin osapuolten alkuperäisen tarkoituksen vastaisesta tulkinnaasta.<sup>55</sup> Vakiintuneena pääsääntönä nykyään pidetään, että syndikoidussa luotonannossa agenttipankin ja vastaavasti joukkolainajärjestelyissä edustajan luottamuksenvarainen velvollisuus eli ns. fidusiaariset vastuut (engl. *fiduciary duty*) muita osapuolia kohtaan rajataan sopimussuhteen ulkopuolelle yksityiskohtaisin sopimusmääräyksin.<sup>56</sup> Erityisesti Englannin lain alaisissa järjestelyissä käytetty standardidokumentaatio usein rajoittaa edustajan valvontatehtävät suhteessa liikkeeseenlaskijaan niin, että edustaja voi luottaa liikkeeseenlaskijan hoitavan lainaehtojen mukaiset velvoitteensa, jollei edustaja nimenomaisesti saa tietoa ehtojen vastaisesta toiminnasta. Edustajalla ei siis ole aktiivista velvollisuutta seurata liikkeeseenlaskijan toimintaa, vaan se voi luottaa tämän normaalisti antamaan informaation mm. tilinpäätösten muodossa.<sup>57</sup>

Nykymuodossaan muun muassa arvopaperimarkkina- (746/2012, AML) ja sen esitöissä määriteltyjen tiedonantovelvollisuuksien (riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla, kieltä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa sekä hyvän tavan vastaisen ja muun sopimattoman menettelyn kieltä) ei välttämättä voida ainakaan sellaisenaan katsoa soveltuvan edustajan toimintaan. Tätä kantaa puoltaa se, että edustaja toimii konkreettisesti nimenomaan jvk-sijoittajien eikä liikkeeseenlaskijan edustajana. Toisaalta AML 1 luvun 2 § (hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltä) koskee koko lain soveltamisalaa ja sitä sovelletaan jokaiseen markkinoilla toimivaan osapuoleen. Kyseessä on yleissäännös, jolla korostetaan hyvän markkinatavan mukaisia menettelytapoja. Hyvän tavan sisältö määräytyy AML:n sisältämien säännösten ja sen esitöiden tulkinnalla kokonaisuudessaan, jossa on huomioitava erityisesti sääntelyn takana olevat periaatteet. Näin ollen voitaisiin myös perustella, että AML:n yleissäännösten johdosta edustajalla on yleissäännösten osoittamat velvollisuudet

<sup>55</sup> Oikeudellista keskustelua on kuitenkin käyty erityisesti syndikoidussa luotonannossa pääjärjestäjä/agenttipankin asemasta niin suhteessa luotonantajan kuin pankkisyndikaatin jäseniin. Hämmennystä on herättänyt myös, voidaanko agenttipankilla tietyissä tilanteissa katsoa olevan luottamussuhde (engl. *fiduciary duty*) suhteessa pankkisyndikaatin jäseniin vai ei. Ongelma on nykyään pyritty sopimuskäytännössä ratkaisemaan yksityiskohtaisin sopimusmääräyksin, mutta ongelmaa ei ole vielä lopullisesti oikeustieteessä käsitelty. Ks. Mugasha, Agasha: *The Law of Multi-Bank Financing - Syndicated Loans and the Secondary Loan Market* (2007), s. 289-292 ja 405-415. Sama ongelma koskee myös edustajan suhdetta liikkeeseenlaskijaan ja jvk-sijoittajiin. Fidusiaarisen oikeustoimen konstruktiosta Suomen oikeusjärjestyksessä ks. Tepora, Jarno: *Omistuksenpidätyksestä – Varallisuus-oikeudellinen tutkimus omistusoikeuden käytöstä vakuus- ja hallinnoimistarkoituksessa omistuksenpidätysehdon muodossa erityisesti rakennustoiminnassa* (1984) s. 81-84 alaviitteineen.

<sup>56</sup> Ks. Mugasha, Agasha: *The Law of Multi-Bank Financing - Syndicated Loans and the Secondary Loan Market* (2007), s. 408-410. Ks. myös McKnight, Andrew: *The Law of International Finance* (2008), s. 536-543, missä kirjoittaja havainnollistaa edustajan (engl. *trustee*) ja agentin (engl. *fiscal agent*) nimittämiseen liittyvät oikeudelliset erot joukkolainan liikkeeseenlaskussa Englannin lain alla.

<sup>57</sup> Ks. Ferran, Eilís: *Principles of Corporate Finance Law* (2008), s. 343.

erityisesti sen vuoksi, että hyvän arvopaperimarkkinatavan tarkoituksena on ohjata menettelytapoja ja ratkaisuja silloin, kun yksityiskohtaisia tilanteeseen sopivia konkreettisia menettelytapanormeja ei ole.<sup>58</sup> Sen sijaan AML 6 ja 7 luvun jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ulottamista koskemaan liikkeeseenlaskijan ohella myös edustajaa voidaan pitää vähintäänkin kyseenalaisena.<sup>59</sup>

Edustajamallin laajempi hyödyntäminen jvk-markkinoilla edellyttää kuitenkin tässä muistiossa esitettyä laajamittaisempaa arviointia edustajan tarjoaman asiantuntijapalvelun sisällöstä ja edustajalle tämän asemasta johtuvista tiedonanto- ym. velvoitteista suhteessa edustamiinsa sijoittajatahoihin niin edustajasuhdetta perustettaessa kuin sen kestäessä. Yleisesti ottaen voitaneen todeta, että edustajalla on voimassa olevan sääntelykehikon puitteissa korostunut tiedonanto-, myötävaikuttamis- ja lojaliteettivelvollisuus ainakin suhteessa edustamiinsa ei-ammattimaisiin jvk-sijoittajiin.<sup>60</sup>

*Onko edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista suhteessa jvk-sijoittajiin säädettävä erikseen lailla (esim. AML:ssa) vai voidaanko asiakokonaisuus hoitaa AML:n yleissäännösten (mm. hyvä arvopaperimarkkina tapa), osapuolten välisen sopimusmääräysten ja yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden nojalla?*

*Saadut vastaukset ja näkökannat otetaan huomioon mahdollisen joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain valmistelussa.*

### 3.3.9 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta

Nykytilanteessa niin vakuusagentti syndikoidussa luotonannossa kuin joukkolainan liikkeeseenlaskussa jvk-sijoittajia edustava agentti eivät lähtökohtaisesti ole velvollisia hakemaan Finanssivalvonnalta toimilupaa tai rekisteröitymään Finanssivalvonnalle. Agentti ei myöskään ole Finanssivalvonnan eikä oikeastaan minkään muun viranomaisen suorittaman valvonnan piirissä.

Viranomaisvalvonnan tavoitteena on osaltaan varmistaa, että valvottavaa johdetaan ammattitaitoisesti ja että valvottavalla on riittävät riskienhallintajärjestelmät sekä eettiset ja ammatillisesti tasokkaat liiketoimintaperiaatteet ja -käytännöt. Finanssivalvonnan valvottavat ovat velvollisia raportoimaan valvojalle säännöllisesti. Raportoinnin avulla Finanssivalvonta seuraa valvottavien taloudellista tilaa ja riskejä sekä analysoi kannattavuutta, vakavaraisuutta, riskejä ja toiminnan volyymejä. Tässä muistiossa edustajalle on kaavailtu paikoin sangen laajoja itsenäisiä toimivaltuuksia, minkä lisäksi edustajaa on pidetty joukkolainamarkkinoiden tulevan kehityksen ja toiminnan kannalta merkityksellisenä tekijänä. Lisäksi jvk-sijoittajien perusteltujen odotusten turvaaminen ja oikeuksien suojaaminen näyttäisi edellyttävän, että edustajan on oltava Finanssivalvonnan valvonnassa.

*Onko joukkolainanhaltijoiden edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi asetettava rekisteröityminen Finanssivalvonnalle?*

*Saadut vastaukset ja näkökannat otetaan huomioon mahdollisen joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain valmistelussa.*

<sup>58</sup> AML:n yleissäännöksistä, niiden sisällöstä ja soveltamisalasta ks. Häyrynen, Janne ja Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinlaki (2013), s. 47-63. Ks. myös McKnight, Andrew: The Law of International Finance (2008), s. 544-557, missä edustajan velvollisuuksia tarkastellaan Englannin lain näkökulmasta.

<sup>59</sup> Ks. jatkuvasta ja säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta ja niiden sisällöstä tarkemmin *ibid.*, s. 159-234.

<sup>60</sup> Ks. Hemmo, Mika: Sopimusoikeus I, s. 275-300. Erityisesti lojaliteettiperiaatteesta ks. Tepora-Kaisto-Hakkola: Esinevakuudet (2009), s. 60-61. Yleisesti ottaen hyvästä tavasta ja huolenpitovelvollisuudesta ks. esim. Tammi-Salminen, Eva: Sopimus, kompetenssi ja kolmas – Varallisuus oikeudellinen tutkimus *negative pledge* –lausekkeiden sivullisittovuudesta (2001), s. 237-267.

## 4 Nykytila eräissä verrokkimaissa – sääntely ja käytäntö

### 4.1 Yleistä

Edustajamalli on saanut alkunsa roomalaisessa oikeudessa ja sittemmin kehittynyt nykymuotoonsa anglosaksisissa eli *common law* -oikeusjärjestyksissä eli lähinnä Iso-Britanniassa, sen entisissä alusmaissa ja Yhdysvalloissa. Edustajamallilla 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 huomattavasti harvinaisempi. Tämä johtuu *common law*- ja siviilioikeusjärjestelmien eri painotuksista ja historiallisesta taustasta.

Manner-Euroopan oikeusjärjestelmät kuitenkin tuntevat laajasti tulkittuna useita erilaisia oikeudellisia järjestelyjä, joissa henkilö tai oikeushenkilö pitää omaisuutta hallinnassaan ja tekee sitä koskevia oikeustoimia tarkoituksenaan hyödyttää tiettyjä henkilötahoja kuten edunsaajaa. Kyseisenlaiset järjestelyt toimivat pitkälti *common law* -maiden edustajamallien tavoin ja ne voidaan katsoa niiden vastineiksi.<sup>61</sup> Näin ollen myös Manner-eurooppalaisissa siviilioikeusjärjestelmään perustuvissa maissa on mahdollista perustaa järjestelyjä, joilla pyritään samoihin päämääriin kuin *common law* -maiden mukaisella *trust*-instituutiolla.

### 4.2 Norja

Norjassa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Norjassa edustajamalli on kuitenkin ollut käytössä vuodesta 1993 asti, jolloin norjalainen edustaja Norsk Tillitsmann ASA (nyk. Nordic Trustee ASA) perustettiin. Pankkien, vakuutusyhtiöiden ja isojen rahoituslaitosten omistama Norsk Tillitsmann ASA perustaa toimintansa 100 vuoden aikana muodostuneeseen sopimus- ja oikeuskäytäntöön. Suhteellisen vakiintuneesta sopimus- ja oikeuskäytännöstä huolimatta tietyt edustajan toiminnan kannalta keskeiset toimivaltuudet on kyseenalaistettu oikeudelliselta kannalta myös Norjassa. Norjassa on annettu vuonna 2010 kaksi merkittävää Norjan korkeimman oikeuden päätöstä, joissa Norsk Tillitsmann ASA:n edustajan asemaa jvk-sijoittajien edustajana on arvioitu sekä yleisen kanneoikeuden<sup>62</sup> että liikkeeseenlaskijan konkurssiin hakemisen ja asettamisen<sup>63</sup> näkökulmasta. Molemmissa tapauksissa Norjan korkein oikeus totesi, että joukkolainan standardoidut sopimusehdot ja rahoitusmarkkinoiden toiminta kokonaisu-

<sup>61</sup> Ks. Mikkola, Tuulikki: TRUST – Oikeusvertaileva tutkimus (2003), s. 121-122. *Common law* -maiden *trust*-instituution ja Manner-Euroopan, erityisesti Suomen, vastineiden välisestä velvoite- ja esineoikeudellisesta erosta ks. ibid. s. 136-145. Instituutioiden välisestä erosta muuten ks. ibid. 145-197.

<sup>62</sup> Ks. Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu HR-2010-00568-A, joka koski edustajan oikeutta nostaa maksutuomiota koskeva kanne liikkeeseenlaskijaa vastaan jvk-sijoittajien puolesta. Norjan korkein oikeus päätyi puoltamaan edustajan kanneoikeutta kolmella perusteella: (i) joukkolainan ehdoista kävi eksplisiittisesti ilmi, että jokainen jvk-sijoittaja oli luopunut omasta kanneoikeudestaan edustajan hyväksi ja vastaavasti liikkeeseenlaskija oli hyväksynyt, että edustaja voi käyttää jvk-sijoittajien kanneoikeutta näiden puolesta, (ii) kaikkien osapuolten tarkoitus on joukkolainaan kirjattujen ehtojen perusteella ollut välttää tilanne, jossa jokainen jvk-sijoittaja huolehtisi omista oikeuksistaan erillisillä kanteilla liikkeeseenlaskijaa vastaan ja (iii) vahvat käytännön syyt puoltavat sitä, että edustajalla on kanneoikeus tietyn joukkolainan osalta, mikä on myös jvk-sijoittajien intressissä.

<sup>63</sup> Ks. Norjan korkeimman oikeuden ratkaisu HR-2010-01489-U, joka koski edustajan oikeutta toimia Norjan konkurssilain mukaisena velkojana, jolla on itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin ja vaatia konkurssin perusteella jako-osuutta saatavilleen. Norjan korkein oikeus katsoi, että edustajalle aiemmin myönnetty yleinen kanneoikeus edustamiensa jvk-sijoittajien puolesta käytännössä tarkoittaa sitä, että sillä täytyy myös olla oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin, valvoa edustamiensa jvk-sijoittajien saatavia konkurssissa ja saada jvk-sijoittajille kuuluva jako-osuus. Norjan korkein oikeus katsoi, että muunlainen tulkinta olisi absurdia, koska se johtaisi tilanteeseen, jossa edustajalla olisi oikeus vaatia jvk-sijoittajien saatavia maksukykyiseltä liikkeeseenlaskijalta, muttei maksukyvyttömältä.

tena huomioon ottaen on tärkeää, että edustajalla on sekä kanneoikeus että oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamiensa jvk-sijoittajien puolesta.

Norjan korkein oikeus viittaa edustajan yleistä kanneoikeutta koskevan päätöksensä perusteluissa Norjan valtiovarainministeriön suorittaman lainsäädäntöhankkeen aikana tekemän, markkinatoimijoille ja viranomaisille osoitetun konsultaation tuloksiin. Konsultaatioon vastanneet näkivät lainsäädäntötyön tarpeellisena 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 jvk-markkinoille ja sen toiminnalle. Vastaajat totesivat, että tilanteen johdosta he olivat pakotettuja arvioimaan Norjan jvk-markkinoiden soveltumista varteenotettavaksi sijoituskohteeksi ja -vaihtoehdoksi. Lisäksi esiin nousi epäily Norjan jvk-markkinoiden toimivuudesta rahoituslähteenä erityisesti pk-yritysten näkökulmasta.

Norjan korkeimman oikeuden päätöksiä perustelut eivät ole kaikilta osin vakuuttavia. Edustajan toimintakyvyn ja toimivaltuuksien näkökulmasta myönteinen päätös annettiin lähinnä pragmaattisista syistä, olemassa olevien ja vakiintuneiden jvk-markkinoiden ja yleisemmin rahoitusmarkkinoiden toimivuuden turvaamiseksi. Norjan valtiovarainministeriö kuitenkin päätyi keskeyttämään lainsäädäntöhankkeensa Norjan korkeimman oikeuden ratkaisujen pohjalta. Edustajan toimivaltakysymykset ja oikeustilan epäselvyys eivät kuitenkaan ratkenneet lopullisesti Norjan korkeimman oikeuden antamien päätösten jälkeen. Norsk Tillitsmann ASA (nyk. Nordic Trustee ASA) nosti vuoden 2011 lokakuussa edustamiensa jvk-sijoittajien 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.<sup>64</sup>

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

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

### 4.3 Tanska

Tanskassa oma, erillisen edustajan luomiseen tähdännyt lainsäädäntöhanke esiteltiin kansankäräjille 31.10.2013 ja ehdotuksessa esitetyt säännökset hyväksyttiin 19.12.2013. Säännökset tulivat voimaan 1.1.2014. Lakiehdotus perustui jvk-markkinoita tarkastelleen komitean työhön, jossa arvioitiin, että mahdollisuus edustajan käyttämiseen Tanskan jvk-markkinoilla edistäisi kansallisten jvk-markkinoiden kehittymistä erityisesti tanskalaisten pk-yritysten näkökulmasta. Käytännössä lakiehdotus sisälsi muutokset kahteen tanskalaiseen lakiin: (i) rahoitusmarkkinalakiin (dk. *lov om finansiel virksomhed*) ja (ii) arvopape-

<sup>64</sup> Alun perin sekä Oslon käräjäoikeus (*Oslo Tingrett*) että Borgartingin hovioikeus (*Borgarting Lagmannsrett*) hylkäsivät kanteen toden, että kyseessä ei ole enää joukkolainan ehtoihin perustuva vaatimus, vaan sopimusoikeuden ulkopuolelle kuuluva tuottamusperusteinen rikkomus, jolloin Nordic Trustee ASA:n vaatimukselle ja edustus-oikeudelle ei ollut osoitettavissa riittäviä liiketaloudellisia perusteita. Nordic Trustee ASA valitti Borgartingin hovioikeuden päätöksestä Norjan korkeimpaan oikeuteen, joka ratkaisi asian Nordic Trustee ASA:n eduksi ratkaisulla HR-2014-01161-A kesäkuussa 2014.

rimarkkina lakiin (dk. *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 jvk-sijoittajat saattoivat nimittää edustajan yleisen agentuurilainsäädännön perusteella. Edustajan asema erilaisissa kriisitilanteissa joukkolainan voimassaoloaikana herätti kuitenkin laajan joukon oikeudellisesti epäselviä kysymyksiä (mm. edustajan kanneoikeus, oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin (asema velkojana konkurssilain näkökulmasta), jvk-sijoittajien oikeuksien siirto peruuttamattomasti edustajalle joukkolainan ehtojen kautta (engl. *no-action clause*) sekä edustajan asema tilanteessa, jossa joukkolainoja myydään ja siirretään edelleen uusille jvk-sijoittajille), jotka koettiin markkinatoimijoiden näkökulmasta tarpeettomina epävarmuustekijöinä. Lisäksi Tanskassa oli epäselvää, voidaanko ja missä laajuudessa vakuus antaa edustajan/vakuusagentin hallintaan kulloinkin määrittelemättömän velkojajoukon edustajana.

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

Edustajan toimet sitovat suoraan kaikkia jvk-sijoittajia, minkä lisäksi joukkolainan ehdoissa voidaan sopia, että jvk-sijoittajat sitoutuvat olemaan käyttämättä edustajalle joukkolainan ehdoissa siirrettyjä oikeuksia ja toimivaltuuksia. Uusien säännösten perusteella edustajan nimittäminen on sitova jvk-sijoittajan konkurssipesää, velkojia ja tulevia jvk-sijoittajia kohtaan.<sup>65</sup>

Kun edustaja on säännösten mukaan pätevästi nimitetty, sen pitää toimittaa ilmoitus<sup>66</sup> Tanskan finanssivalvonnalle (jäljempänä **DAN-FSA**) yhdessä liikkeeseenlaskua koskevan sopimusdokumentaation kanssa, jotta DAN-FSA voi arvioida, ovatko laissa säädetyt edellytykset edustajan toimikelpoisuudelle täyttyneet. Tämän lisäksi DAN-FSA arvioi, onko myös kaikki muu säännösten mukaan tarvittava tieto toimitettu. Jos edellytykset täyttyvät, DAN-FSA rekisteröi edustajan julkiseen rekisteriin kyseistä tiettyä liikkeeseenlaskua varten. Kun joukkolainat on laskettu liikkeeseen, edustajan pitää toimittaa DAN-FSA:lle tarvittavat asiakirjat, joiden perusteella voidaan varmentaa, että liikkeeseenlasku on suoritettu.

Uudet säännökset mahdollistavat myös aiempaa helpomman vakuuksien julkivarmistuksen, koska säännöksissä on nimenomaisesti todettu, että edustaja/vakuusagentti voi hallinnoida vakuuksia määrittelemättömän sijoittaja-/etutahon lukuun. Kyseinen sääntö ei rajoitu pelkästään jvk-markkinoihin, vaan soveltuu myös muunlaisiin kollektiivisiin laina-

<sup>65</sup> Jotta uudet säännökset soveltuisivat tietyn joukkolainan liikkeeseenlaskuun, pitää sillä olla tietynlainen yhteys Tanskaan, jollaisena laissa mainitaan muun muassa liikkeeseenlaskun markkinointi Tanskassa tanskalaisille sijoittajille. Laissa esitetty lista ei ole tyhjentävä ja myös muut kuin siinä luetellut seikat voivat muodostaa laissa tarkoitettua yhteyden Tanskaan.

<sup>66</sup> Ilmoituksen allekirjoittaa sekä edustaja että edustajan nimennyt taho eli käytännössä joko liikkeeseenlaskija tai jvk-sijoittajat.

usmuotoihin kuin vakuudellisiin joukkovelkakirjoihin, kuten esimerkiksi syndikoituun luotonantoon. Jos vakuus annetaan edustajan hallinnoitavaksi muissa tapauksissa kuin joukkolainan liikkeeseenlaskuissa, edustajan ei tarvitse rekisteröityä DAN-FSA:lle, jotta edellä mainitut edustajaa koskevat säännökset soveltuisivat sen toimintaan. Säännökset soveltuvat vain tilanteisiin, jolloin varat, joita tarjotaan syndikoidussa luotonannossa vakuudeksi, sijaitsevat Tanskassa ja vaativat näin tanskalaisen julkivarmistuksen.

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

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

#### 4.4 Ruotsi

Ruotsissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Ruotsissa on jvk-markkinoilla ja syndikoidussa luotonannossa edustajan roolin osalta toistaiseksi toimittu markkinoilla vakiintuneen sopimuskäytännön mukaisesti samalla tavalla kuin Suomessa eli normaaleihin sopimusoikeudellisiin periaatteisiin ja valtuutusoppiin nojautuen. Ruotsissa edustajan oikeudet ja velvollisuudet suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja jvk-sijoittajiin 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 rahanpesulakia noudattavaksi edustajaksi.

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

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

#### 4.5 Luxemburg

Luxemburgissa ei ole voimassa erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Erillisen lainsäädännön puuttumista voidaan pitää yllättävänä ottaen huomioon, että Luxemburgissa perinteisesti listataan erittäin paljon myös suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden jvk-lainoja. Erillisen edustajaa koskevan lainsäädännön sijaan liikkeeseenlaskuihin sovelletaan yleistä kauppayhtiöitä koskevaa lakia (fr. *Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales*) vuodelta 1915 ja sen päivityksiä vuodelta 1993 (fr. *Loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle qu'elle a été modifiée*). Lain ongelma on se, ettei

se ole kovinkaan yksityiskohtainen. Maan pienestä koosta johtuu, että lainsäädäntö on muutenkin hyvin lähellä Ranskan ja Belgian lakeja, eikä oikeuskirjallisuutta tai oikeustieteellistä tutkimusta ole juuri saatavilla. Liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyystilanteessa velkojia edustaisivat erikseen nimetyt asianajajat.

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

#### 4.6 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 trusteejärjestelyä muistuttava instituutio (fr. *fiducie*), joka ei kuitenkaan saattanut voimaan anglosaksiseen oikeusjärjestyksen *trustee*-järjestelyyn liittämiä muodollisen ja asiallisen omistuksen käsitteitä.

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

Ranska ei tunnusta muiden maiden *trustee*-järjestelyjä asiaa koskevan Haagin konvention nojalla, mikä erityisesti edellä mainitun Ranskan korkeimman oikeuden antaman suhteellisen tuoreen ratkaisun valossa näyttää epä johdonmukaiselta.

#### 4.7 Yhdistynyt kuningaskunta

Yhdistyneessä kuningaskunnassa edustajalle ei ole löydettävissä lainsäädännöstä yksityiskohtaista määritelmää, vaan sen sisältö ja edustajan toimivaltuudet ovat määrittäneet kirjoitetun lainsäädännön, oikeuskäytännön ja –kirjallisuuden yhteisvaikutuksesta.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa edustajamalli on perinteisesti hahmotettu suhteeksi, jossa edustaja hallinnoi omaisuutta jonkun kolmannen puolesta ja hyväksi.<sup>67</sup> Yleisesti ottaen

<sup>67</sup> Perinteisesti trustin rakenteeseen katsotaan kuuluvan kolme osapuolta: *trustin* perustaja (engl. *settlor*), *trust*-omaisuutta hallinnoiva taho (engl. *trustee*) ja edunsaaja (engl. *beneficiary*). Asettaja voi toimia myös *trusteen* tai edunsaajan asemassa. *Trustin* syntyminen vaatii asettajan tahdonilmaisua ja kohde omaisuuden siirtoa *trusteen* nimiin. Ks. Mikkola, Tuulikki: TRUST – Oikeusvertaileva tutkimus (2003), s. 27-29.



edustajalla on katsottu olevan oikeudellinen edustus- ja hallintaoikeus (muodollinen omistus) hallinnassaan olevaan omaisuuteen, kun taas tosiasiallinen omistusoikeus (asiallinen omistus), oikeus omaisuuden tuottoon ja vahva oikeusasema ovat edustajan edustamilla tahoilla. Edustajalla on *common law* –oikeusjärjestyksissä katsottu olevan niin sanottu luottamuksenvarainen velvollisuus (engl. *fiduciary duty*) suhteessa edustamiinsa tahoihin eli edustaja on velvoitettu toimimaan aina edustamiensa tahojen edun mukaisesti.<sup>68</sup> Edustajan toimia rajoittavat edunsaajan intressit, jotka määräytyvät edustajalle asetettujen toimintavaltuuksien- ja velvoitteiden perusteella. Edustaja voi periä toiminnastaan kohdulliset kertyneet kustannukset ja sovitut palkkiot, mutta muuten kaikki edustajan hoidossa olevasta varallisuudesta kertyneet varat ja tuotot pitää palauttaa edunsaajille.<sup>69</sup>

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

## 5 Nykytilan arviointi

### 5.1 Yleistä

#### 5.1.1 Miksi edustajamallia koskevaa erityislainsäädäntöä tarvitaan?

Toimiva edustajamalli tukisi omalta osaltaan Suomen jvk-markkinoiden kehitystä. Suomen jvk-markkinoiden 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<sup>70</sup> toimintaan tarkemmin jo aikaisemmin. Neljälle vastaajalle nämä toimintamallit olivat sen sijaan vielä melko tuntemattomia. Kysyttäessä, tulisiko tulevaisuudessa joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa olla mukana edustaja tai muunlainen välimiehenä toimiva agentti, olivat vastaukset yhdenmukaisempia. Kahdeksan vastaajaa kymmenestä oli sitä mieltä, että tulevaisuudessa jvk-lainojen liikkeeseenlaskuja silmällä pitäen olisi hyvä, että mukana olisi joko edustaja tai muu välimiehenä toimiva agentti.

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.<sup>71</sup> Tässä muistiossa esi-

<sup>68</sup> Edustajan velvoitteista tarkemmin ks. Mikkola, Tuulikki: TRUST – Oikeusvertaileva tutkimus (2003), s. 42-51.

<sup>69</sup> Ks. Gardner, Simon: An Introduction to the Law of Trusts (2003), s. 1-24 ja Mikkola, Tuulikki: TRUST – Oikeusvertaileva tutkimus (2003), s. 25-84. Tiivistetysti Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 9-12.

<sup>70</sup> Agenttimallista puhuttaessa tarkoitetaan markkinoilla yleisesti ns. vakuusagenttia (engl. *security agent*), joka allekirjoittaa vakuusdokumentaation omista nimissään sijoittajien yhteisenä edustajana ja hallinnoi vakuuksia sijoittajien lukuun. Käytäntö on yleinen erityisesti syndikoitua luotonantoa koskevilla markkinoilla ja perustuu pitkälti kansainvälisiin sopimuksiin.

<sup>71</sup> Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 44-46, jossa kirjoittajat argumentoivat ”[v]akuusagentin oikeudellisen aseman järjestelyssä mukana olevien luotonantajien edustajana olevan jäsennettävissä Suomen oikeuden mukaan joko valtuutuksen tai välihenkilöjärjestelyn teorian kautta” erityisesti syndikoidussa luotonannossa. Toisaalta kirjoittajat tulevat siihen lopputulokseen, että jvk-lainojen osalta asia ei ole niin mustavalkoinen lähinnä tiettyjen vakuusagentin edustusvallan joukkolainajärjestelyissä liittyvien erityispiirteiden johdosta.

tettyjen näkökohtien perusteella suppea erityislaki, joka yksilöisi edustajamallia koskevat säännöt, toimivaltuudet ja viranomaisvalvonnan, mutta ei puuttuisi nykyisiin siviilioikeudellisiin normeihin kuin korkeintaan niissä tilanteissa, joissa edustajan toimintaedellytyksiä pitää normitasolla nimenomaisesti selventää, voisi olla Suomen joukkolainamarkkinoiden ja mahdollisesti myös muun kollektiivisen luotonantotoiminnan näkökulmasta markkinoiden toimintaa ja kasvua edistävä tekijä.

### 5.1.2 Mitä etuja edustajamalliin liittyy?

Edustajamallin edut tulevat siitä, että liikkeeseenlaskija voi kommunikoida ainoastaan yhden tahon kanssa liikkeeseen laskemansa joukkolainan osalta. Sen sijaan, että liikkeeseenlaskijan pitäisi erikseen yrittää tavoittaa iso joukko anonyymejä ja mahdollisesti hallintarekisteröityjä jvk-sijoittajia saadakseen joukkolainanhaltijoiden kokouksen aikaan, voi liikkeeseenlaskija kääntyä ainoastaan jvk-sijoittajien puolesta toimivan edustajan puoleen. Myös jvk-sijoittajien tiedonsaanti sijoituksensa tilasta, korkomaksujen 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 jvk-sijoittajat tekevät toimintapäätöksensä yhtenäisesti ja oikeaan informaatioon perustuen. Jvk-sijoittajille keskeisintä on tehdyille sijoitukselle asetettu tuotto-odotus ja näin ollen liikkeeseenlaskijan toiminnan uudelleenjärjestely voi monissa tapauksissa olla järkevämpää kuin liikkeeseenlaskijan hakeminen konkurssiin. Jvk-sijoittajien osalta hallinnollinen taakka kevenee, koska edustaja huolehtii sijoittajien edustajana saatavan perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelystä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi- ja yrityssaneerausmenettely.

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

## 5.2 Tarve edustajaa koskevalle sääntelylle

### 5.2.1 Yleistä

Agentin asema Suomen lainsäädäntökehikossa nykyisen markkinakäytännön valossa vaikuttaa ainakin tietyiltä osin epäselvältä. Agentin asema riippuu pitkälti agentuurin perustavan sopimuksen sopimusmääräyksistä eli joukkolainan kohdalla erityisesti lainan ehdoista ja jossain määrin jvk-sijoittajien allekirjoittaman merkintäsitoumuksen sisällöstä ja syndikoidussa luotonannossa vastaavasti luottosopimuksen tai velkojien välisen sopimuksen sisällöstä. Yksityiskohtaisista sopimusmääräyksistä huolimatta agentin mahdollisuudet toimia edustamiensa tahojen puolesta ovat monessa kohdin 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 jvk-markkinoiden toimintaa ja

kasvua voitaisiin edistää kaikkien markkinaosapuolten perustellut odotukset huomioon ottaen.

### 5.2.2 Taloudelliset perustelut

Suomessa yritysten joukkolainakanta, joukkolainojen lukumäärä ja kokonaisuromäärä ovat kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen osalta merkittävästi pienempiä kuin Ruotsissa ja Norjassa.<sup>72</sup> Näitä tietoja voidaan tulkita niin, että Ruotsissa ja Norjassa pk-yritykset ovat selvästi suurempi toimijajoukko jvk-markkinoilla kuin Suomessa. Tähän viittaavat tiedot siitä, että kotimaassa liikkeeseen laskettujen joukkolainojen suhteellinen osuus on Suomessa muita maita pienempi ja toisaalta niiden keskimääräiset laskennalliset koot ovat Suomessa suurempia. On luontevaa olettaa, että kotimarkkinat ovat pk-yrityksille keskeisemmässä asemassa kuin suuremmille yrityksille ja että pk-yritysten antikoot ovat pienempiä kuin suurilla yrityksillä.

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

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

Kasvututkimusten tulokset viittaavat siihen, että tarkasteltaessa pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä ja rahoituksen merkitystä, Suomen kaltaisessa kehittyneessä maassa huomiota tulee kiinnittää rahoituksen määrän sijasta ulkoisen rahoituksen kohdentumiseen. Kevään 2014 pk-yritysbarometrin mukaan suomalaisten pk-yritysten kasvuhaluttomuuden taustalla on perinteisesti ollut muita tekijöitä kuin rahoituksen saatavuus. Tuoreiden EKP:n kyselytutkimusten tulosten mukaan Suomen pk-yritysten rahoitustilanne on säilynyt varsin hyvänä verrattuna muihin EU:n jäsenmaitiin.

Viime vuosina Suomessa toimivien pk-yritysten rahoituksen saatavuus on kuitenkin kiristynyt ja erityisesti kasvu- sekä pk-yritykset ovat kokeneet, etteivät ne saa ollenkaan tai riittävän edullisin ehdoin rahoitusta markkinoilta. Edustajamallın käyttöönotolla voidaan arvioida olevan suuri merkitys yrityksille sitä kautta, että se mahdollistaisi nykyistä paremmin uuden pankeista riippumattoman rahoituskanavan hyödyntämisen. Kysymys ei ole siitä, että joukkolainapohjainen rahoitus lisäisi olennaisesti yritysten saatavilla olevan rahoituksen määrää – sen sijaan edustajamalli luo edellytyksiä rahoituslähteiden tarjon-

<sup>72</sup> Ks. vertailusta eri Pohjoismaiden välillä tarkemmin yllä otsikon 2.1 ”Suomen yritys sektorin joukkolainamarkkinoiden kehitys ja vertailua muihin Pohjoismaihin” kohdalta.

nan monipuolistamiseen ja uusien erilaisilla tuottotavoitteilla toimivien sijoittajatahojen mukaantuloon.

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

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

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

#### *Johtopäätökset*

Toimivasta edustajamallista hyötyvät lähtökohtaisesti kaikki joukkolainamarkkinoilla toimivat osapuolet. Toimiva ja ennakoitava edustajamalli vähentää transaktiokustannuksia, parantaa jvk-sijoittajien tiedonsaantia liikkeeseenlaskijasta ja sijoituksensa tilasta sekä nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Tämä oletettavasti lisää myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta kotimaisiin joukkolainamarkkinoihin.

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

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

### 5.2.3 Sääntelyssä ja arvioinnissa huomioon otettavia seikkoja

Suomessa on perusteellisesti harkittava oman edustajamallin toimintaa sääntelevän erityislainsäädännön laatimista ja voimaansaattamista, jos tässä muistiossa esitetyt näkemykset halutaan ottaa huomioon ja näin osaltaan edistää erityisesti pk-sektorin jvk-markkinoiden kehittymistä. Edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosa-puolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei saisi erityislainsäädännöstä huolimatta kärsiä liikaa, koska muuten riskinä on, ettei toimivia ja markkinaehtoisia erityisesti pk-sektorin jvk-markkinoita tähän mennessä suoritetuista toimenpiteistä huolimatta saada aikaiseksi.

Erytyislainsäädännössä olisi otettava nimenomaisesti huomioon muun muassa kysymys edustajan (nykyisin agentin) yksinomaisesta oikeudesta toimia edustamiensa tahojen edustajana saatavan perinnässä, vakuuksien realisoinnissa, oikeudenkäynneissä ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelyssä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi- ja yrityssaneerausmenettely. Järjestelyn toimivuuden näkökulmasta olisi myös keskeistä, että edustaja voidaan nimittää jvk-sijoittajien edustajaksi niin jvk-sijoittajia kuin näiden velkojia sitovasti niin, etteivät jvk-sijoittajat voi mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa ajaa erillisiä kanteita tai eräännyttämistoimenpiteitä liikkeeseenlaskijaa vastaan (engl. *no action clause*) tai perusteettomasti irtaantua edustusjärjestelystä. Monet näistä edustajamallin toimivuudelle asetetuista keskeisistä tekijöistä näyttäisivät edellä esitetyn perusteiden olevan nykyisen lainsäädännön puitteissa toteutettavissa oikeusvarmuuden näkökulmasta puutteellisesti.

### 5.2.4 Edustajamallin soveltamisala

Edustajamallia koskevassa mahdollisessa lainsäädäntöhankkeessa ei ole pakko keskittyä yksinomaan vain pk-yritysten rahoituksen saatavuutta tukemaan perustettuun jvk-markkinaan, vaan samassa yhteydessä olisi mahdollisuus käsitellä myös muita kollektiiviseen lainaustoimintaan liittyviä Suomen lainsäädännössä toistaiseksi käsittelemättömiä ongelmia. Esimerkiksi syndikoidussa luotonannossa käytetyn vakuusagentin asema ja siihen liittyvät mahdolliset tulkinnanvaraisuudet olisi hyvä ratkaista samassa yhteydessä, kuten Tanskassa tehtiin vuoden 2014 alussa voimaan tulleella lainsäädännöllä.<sup>73</sup> Tiettyjä syndikoituun luotonantoon ja siinä käytettävän vakuusagentin toimintaan liittyviä ongelmia on sivuttu tässä muistiossa.

Myös erityislainsäädännön soveltamisalaa tulisi pohtia. Onko tarkoituksena tulevaisuudessa laatia kattava, kaikkiin kollektiivisiin lainajärjestelyihin soveltuva ja laajasti eri sijoitusyhteisöjä palveleva, edustajamallia koskeva erityislaki vai rajataanko se tässä muistiossa esitetystä muodostaan koskemaan vain yhtä tiettyä rahoitustoiminnan kenttää eli erityisesti pk-sektorin jvk-markkinoita? Kyseeseen tulevia muita soveltamistilanteita voisivat olla erityisesti tässäkin muistiossa osin käsitelty syndikoitu luotonanto samoin kuin erilaiset projektirahoitus- ja arvopaperistamishankkeet.<sup>74</sup> Myös sijoittajien asemaan tulee erityislainsäädännössä kiinnittää huomiota erityisesti, jos edustajamalli on tarkoitus ennen pitkää avata ammattimaisten sijoittajien lisäksi myös vähittäissijoittajille. Yksi vaihtoehto sijoittajien oikeuksien turvaamiselle olisi edustajan saattaminen Finanssivalvonnan val-

<sup>73</sup> Vakuusagentin asema Suomen oikeusjärjestyksessä ei näyttäisi kuitenkaan olevan niin tulkinnanvarainen. Ks. Heinonen, Mikko ja Åström, Nella: Vakuusagentin asema vakuusvelkojien edustajana Suomen oikeuden mukaan (BLF 2013), s. 3-48, joskin artikkelin perusteella nykytilan kodifioivaa lainsäädäntöäkin voidaan perustella. Tanskan uudesta lainsäädännöstä ks. tarkemmin yllä otsikon 4.3 ”Tanska” kohdalta.

<sup>74</sup> Ks. Tepora, Jarno: Rahoitusmuodot ja vakuudet (2013), s. 327-412, jossa Tepora käsittelee sijoittajien yhteisenä edunvalvojana toimivaa edustajaa (engl. *trustee*) ja pankkisyndikaatin jäseniä näiden lukuun, mutta omilla nimissään edustavaa vakuusagenttia (engl. *security agent*) erityisesti arvopaperistamisen ja projektirahoituksen näkökulmasta.

vonnan alaisuuteen esimerkiksi Finanssivalvonnalle rekisteröitymisvelvollisena toimijana.

### 5.3 Arvioitavat kysymykset

Valtiovarainministeriössä virkatyönä toteutetun joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan muistion laatimisen yhteydessä on tullut esiin monia kotimaiseen lainsäädäntöön liittyviä seikkoja, jotka heikentävät oikeusvarmuutta ja vaikeuttavat ainakin jossain määrin jvk-sijoittajien lukuun toimivan edustajan täysimääräistä hyödyntämistä kotimaisilla markkinoilla. Tässä muistiossa esitetyin perustein toimiva ja ennakoitava edustajamallitukisi omalta osaltaan kotimaisten jvk-markkinoiden kehitystä ja tehostaisi epäsuorasti koko kotimaisen rahoitusmarkkinan toimintaa.

Tässä muistiossa esitettyjen seikkojen pohjalta valtiovarainministeriö pyytää vastauksia kappaleiden 3.3.2 – 3.3.9 lopussa esitettyjen yksityiskohtaisten kysymysten ohella seuraaviin laaja-alaisempiin kysymyksiin:

1. ***Pitäisikö joukkolainanhaltijoiden edustajista säätää erityislaki, jossa otettaisiin soveltuvin osin huomioon tässä muistiossa esitetyt tällä hetkellä voimassa olevaan lainsäädäntöön liittyvät ongelmat?***
  - Jos vastustatte joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistä, niin voitteko yksilöidä vastauksessanne syyt ja perustelut näkökannallenne.
  - Jos kannatatte joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistä, niin voitteko yksilöidä vastauksessanne, mitkä asiat tulee ratkaista lainsäädännön tasolla ja mitkä voidaan jättää osapuolten välisen sopimusvapauden piiriin.
2. ***Pitäisikö joukkolainanhaltijoiden edustajista säädettävän erityislain yhteydessä selkiinnyttää myös vakuusagentin asemaa syndikoidussa luotonannossa?***
  - Jos kannatatte vakuusagentin aseman selkiyttämistä, niin voitteko yksilöidä ja perustella vastauksessanne, miltä osin vakuusagentin toiminnasta tulisi säätää lainsäädännön tasolla.
  - Jos vastustatte vakuusagentin aseman selkiyttämistä, niin voitteko yksilöidä ja perustella vastauksessanne, miltä osin voimassa oleva lainsäädäntö, nykyinen markkinakäytäntö ja osapuolten välinen sopimusvapaus takaa markkinoiden häiriöttömän toiminnan syndikoidussa luotonannossa.
3. ***Tulisiko mielestänne joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö soveltuvin osin ja riittävän arvioinnin jälkeen tulevaisuudessa ulottaa koskemaan myös muita kollektiivisen luotonantotoiminnan muotoja kuten projektirahoitusta ja arvopaperistamista niin, että sijoittajien yhteisedustus myös näissä rahoitusmuodoissa säädettäisiin laintasoisesti?***
  - Jos kannatatte joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön soveltamisalan laajentamista tulevaisuudessa koskemaan myös muita rahoitusmuotoja, niin voitteko yksilöidä ja perustella vastauksessanne, mitä rahoitusmuotoja soveltamisalan tulisi koskea ja onko sääntelytarve yhteneväinen joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn kanssa. Millä aikataululla kyseisenkaltainen sääntely pitäisi saada voimaan?
  - Jos vastustatte joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön soveltamisalan laajentamista, niin voitteko yksilöidä ja perustella vastaukses-

sanne, miksi muut rahoitusmuodot, joissa edustajaa myös vakiintuneesti käytetään, pitäisi jättää eriarvoiseen asemaan suhteessa joukkolainamarkkinoihin.

4. *Onko teillä muuta palautetta valtiovarainministeriölle tämän muistion tai joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan hankkeen tai joukkolainoihin liittyvän sääntelyn muun kehittämisen osalta?*

## **6 Suuntaa-antavat alustavat pykäläluonnokset joukkolainanhaltijoiden edustajia koske- vaksi lainsäädännöksi**

Ehdotetaan säädettäväksi laki joukkolainanhaltijoiden edustajista

### 1 § Soveltamisala

Tätä lakia sovelletaan joukkolainanhaltijoiden edustajiin.

### 2 § Soveltamisalan rajaus

Tätä lakia sovelletaan Suomessa tehtäviin joukkolainojen liikkeeseenlaskuihin, jollei liikkeeseenlaskusopimuksesta, sopijapuolten omaksumasta käytännöstä tai hyvästä arvopaperimarkkinatavasta taikka muusta tavasta, jota on pidettävä sopijapuolia sitovana, muuta johdu.

Jos osapuolet poikkeavat tämän lain säännöksistä, niiden on selostettava, miltä osin ne poikkeavat lain noudattamisesta ja perusteltava poikkeamisen syyt.

### 3 § Määritelmät

Edustajalla tarkoitetaan Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 4 §:ssä tarkoitettua Finanssivalvonnan valvonnassa olevaa yhteisöä tai muuta elinkeinonharjoittajaa, joka useiden päämiesten kanssa tekemässään edustusopimuksessa tai tätä asiallisesti vastaavassa muussa asiakirjassa on sitoutunut omista nimissään näiden yhteiseen lukuun huolehtimaan päämiesten kulloistenkin oikeuksien ja velvollisuuksien toteutumisesta suhteessa näiden vastapuoleen.

Edustusjärjestely [x]

Edustustoiminta [x]

Edustusopimus tarkoittaa joukkolainan ehtoja tai muuta asiakirjaa, missä edustajan nimittämisestä, tehtävistä ja toimivallasta on sovittu.

Päämies [x]

### 4 § Rekisteröinti

Edustajan on rekisteröidyttävä Finanssivalvonnalle, jos edustaja [x]

Lisäksi edustajan on rekisteröidyttävä Finanssivalvontaan kunkin edustusjärjestelyn osalta erikseen, jos edustusjärjestely [x].

### 5 § Valvonta

Finanssivalvonta valvoo edustustoimintaa siten kuin Finanssivalvonnasta annetun lain 45 §:ssä säädetään.



## 6 § Kielletty toiminta

Muut kuin rekisteröityneet edustajat eivät voi toimia tässä laissa tarkoitettuna joukkolainan haltijoiden edustajana.

## 7 § Edustussopimuksesta johtuvat oikeudet ja velvollisuudet

Edustajan on edustusjärjestelyn aikana tehtävänsä hoitaessaan huolehdittava päämiestensä taloudellisista ja hallinnollisista eduista, toimittava heitä kohtaan tasapuolisesti sekä noudatettava päämiesten tai päämiesten määränemmistön edustusjärjestelyn aikana antamia kohtuullisia ohjeita edustussopimuksessa sovittuja periaatteita noudattaen.

Edustaja on velvollinen antamaan päämiehille viivytyksettä tiedon seikoista, joilla saattaa tämän tehtäväksi annetun toiminnan kannalta olla merkitystä. Erityisesti edustajan on annettava päämiehille tieto edustussopimuksessa nimenomaisesti sovituista asioista, päämiesten vastapuolen taloudellisista tai muista sopimussuhteen täyttämisen kannalta olennaisista ongelmista ja [x].

Edustussopimuksen ollessa voimassa päämies ei voi [negatiivinen kanne oikeus].

## 8 § Irtisanominen

Päämies ei voi yksipuolisesti irtisanoa edustussopimusta edustusjärjestelyn voimassaoloaikana, jollei [x]

Edustajalla ei ole oikeutta irtisanoa edustussopimusta edustusjärjestelyn voimassaoloaikana, ellei asiasta ole edustussopimuksessa erikseen toisin sovittu.

## 9 § Edustustoiminnan muodot

Edustustoiminta voi sisältää seuraavia toimintamuotoja [x]

## 10 § Edustajan toimikelpoisuus

Edustajalla on toimiessaan edustussopimuksen puitteissa ja edustaessaan päämiehiä tietyssä edustusjärjestelyssä oikeus nostaa ja ajaa oikeudenkäymiskaaren (4/1734) mukaista kannetta edustamiensa päämiesten puolesta.

Edustajalla on 1 momentin mukaisessa tilanteessa konkurssilain (120/2004) 2 luvun 2 §:n estämättä oikeus hakea edustamiensa päämiesten puolesta edustusjärjestelyn vastapuolta konkurssiin saman luvun 1 §:n edellytysten täytyessä.

Edustajalla on 1 momentin mukaisessa tilanteessa yrityssaneeruksesta annetun lain (47/1993) 2 luvun 5 §:n estämättä oikeus hakea edustamiensa päämiesten puolesta edustusjärjestelyn vastapuolta yrityssaneerausmenettelyyn saman luvun 6 §:n edellytysten täytyessä.

## 11 § Hallinnolliset seuraamukset

Edustustoiminnan harjoittaminen ilman tämän lain 4 §:n mukaista rekisteröitymistä on rangaistavaa Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun hallinnollisten seuraamusten nojalla.

## 12 § Voimaantulo

Tämä laki tulee voimaan 1 päivänä tammikuuta 2015. Toimijan, joka tämän lain voimaan tullessa harjoittaa tässä laissa tarkoitettua edustustoimintaa, on rekisteröidyttävä Finanssivalvonnalle kolmen kuukauden kuluttua tämän lain voimaantulosta.

-----

Ehdotetaan lisättäväksi Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 5 §:ään uusi 24) kohta seuraavasti:

24) joukkolainanhaltijoiden edustajista annetun lain 3 §:ssä tarkoitettua edustajaa.

x x x