



Yhteenveto lausunnoista

—

Arviomuistio joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevasta lainsäädännöstä



TIIVISTELMÄ	3
1 JOHDANTO	4
1.1 YLEISTÄ	4
1.2 LAUSUNTOPYYNNÖN SISÄLTÖ.....	5
1.3 KESKEISIÄ HUOMIOITA LAUSUNTOPALAUTTEESTA.....	5
2 LAUSUNTOPALAUTE MUISTIOSSA ESITETTYIHIN YKSITYISKOHTAISIIIN KYSYMYKSIIN.....	7
2.1 EDUSTUSSUHDETTA KOSKEVA KOTIMAINEN OIKEUS- JA VÄLIMIESKÄYTÄNTÖ JA TARVE EDUSTAJAA KOSKEVALLE LAINSÄÄDÄNNÖLLE	7
2.1.1 <i>Kotimainen oikeus- ja välimieskäytäntö.....</i>	7
2.1.2 <i>Tarve edustajaa koskevalle lainsäädännölle</i>	7
2.2 EDUSTUSSUHTEN PYSYVYYS, JVK-SIJOITTAJEN NEGATIIVINEN KANNEVALTA JA EDUSTAJAN ITSENÄINEN TOIMIVALTA	11
2.3 EDUSTAJAN POSITIIVINEN KANNEOIKEUS	13
2.4 EDUSTAJAN ASEMA KONKURSSIMENETTELYSSÄ	15
2.5 EDUSTAJAN ASEMA YRITYSSANEERAUSMENETTELYSSÄ.....	18
2.6 EDUSTAJAN TOIMINTA VAKUUSAGENTTINA NIIN JOUKKOLAINA- KUIN SYNDIKOITUA LUOTONANTOA KOSKEVISSA JÄRJESTELYISSÄ	19
2.6.1 <i>Yleistä</i>	19
2.6.2 <i>Järjestelyn toteutuskelpoisuus markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti.....</i>	20
2.6.3 <i>Edustajan toiminnan ongelmat suhteessa järjestelyn ulkopuolisiin kolmansiiin</i>	22
2.6.4 <i>Vakuusagentin konkurssiin liittyvät ongelmat sijoittajien näkökulmasta.....</i>	23
2.6.5 <i>Vakuusagenttia koskeva sääntelytarve.....</i>	25
2.7 EDUSTAJAN TIEDONANTO- JA MUUT VELVOLLISUUDET	26
2.8 EDUSTAJAN REKISTERÖITYMISVELVOLLISUUS JA VALVONTA.....	30
3 LAUSUNTOPALAUTE MUISTIOSSA ESITETTYIHIN LAAJA-ALAIISIIN KYSYMYKSIIN	33
3.1 TARVE JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJAA KOSKEVALLE ERITYISLAILLE	33
3.2 VAKUUSAGENTIN ASEMA SYNDIKOIDUSSA LUOTONANNOSSA	38
3.3 ERITYISLAIN SOVELTAMISALA	40
3.4 MUU PALAUTE VALTIOVARAINMINISTERIÖLLE.....	43
LIITE 1. LAUSUNTOPYYNTÖ.....	46
LIITE 2. LAUSUNTOPYYNNÖN KOHTEENA OLLEET MUISTIOSSA ESITETYT KYSYMYKSET	49

Tiivistelmä

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

Lausuntoa pyydettiin yhteensä 35 viranomaiselta ja yhteisöltä, jonka lisäksi arviomuistio lähetettiin tiedoksi 35 yhteisölle. Lausunnon on toimittanut 26 tahoa. Tämän lisäksi 3 tahoa ilmoitti, etteivät ne anna asiasta lausuntoa.

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

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

1 Johdanto

1.1 Yleistä

Valtiovarainministeriön (jäljempänä **VM**) rahoitusmarkkinaosasto julkisti virkatyönä valmistellun arviomuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä 24.6.2014. Muistion tarkoituksena oli arvioida uuden kansallisen sääntelyn tarvetta ja mahdollisia sääntelyvaihtoehtoja sekä esittää alustavia luonnoksia mahdollisiksi edustajan toimintaa ohjaaviksi säännöksiksi. Tämän lisäksi muistion toivottiin herättävän keskustelua nykylainsäädäntöön sisältyvistä mahdollisista edustajamallin toimivuuteen liittyvistä puutteista ja selvittävän markkinaosapuolten, viranomaisten ja etujärjestöjen mahdollisesti toisistaan poikkeavia näkemyksiä erityislainsäädännön tarpeesta. Lisäksi keskeisenä tavoitteena oli, että edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä ei mahdollisesta erityislainsäädännöstä huolimatta kärsisi liikaa.

Muistion laatimisen taustalla oli osaltaan myös pienten ja keskisuurten yritysten (jäljempänä **pk-yritykset**) sekä yleisemmin kasvuyritysten rahoituksen saannin tietynasteinen heikentyminen sekä oletus siitä, että toimivien markkinoiden syntymisen edellytyksenä on osapuolten selkeä käsitys markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. Tämän lisäksi arvioitiin, että selkeä oikeustila Suomessa tukisi suomalaista 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. Tämänkaltaisen kehityksen arvioitiin osaltaan edistävän joukkolainojen liikkeeseenlaskuja Suomessa, mistä hyötyisivät sekä rahoitusala kokonaisuudessaan että erityisesti suomalaiset pk-yritykset. Pk-yritysten rahoituskanavien monipuolistumisen nähtiin tukevan osaltaan niiden kasvua ja edelleen uusien kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Rahoituskanavien kehittämisellä avattaisiin myös suomalaisille sijoittajille uusia sijoitusmahdollisuuksia.

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

Arviomuistio lähetettiin ennen julkistamistaan 24.6.2014 lausunnolle (Valtioneuvoston hankerekisteri VM056:00/2014) lausuntopyynnössä yksilöidyille tahoille. Lausuntoaika päättyi 22.8.2014, mutta lausunnoille myönnettiin muutaman tahon esittämästä pyynnöstä lisääaikaa 5.9.2014 saakka.

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

Lausunnon on toimittanut 26 tahoa: Helsingin yliopisto / prof. Jarno Tepora (jäljempänä **Tepora**), Turun yliopisto / prof. Jarmo Tuomisto (jäljempänä **Tuomisto**), Castrén & Snellman Asianajotoimisto Oy (jäljempänä **C&S**), Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy (jäljempänä **HS**), Procopé & Hornborg Asianajotoimisto Oy (jäljempänä **P&H**), Roschier Asianajotoimisto Oy (jäljempänä **Roschier**), Nordic Trustee Oy (jäljempänä **NT**), CorpNordic Finland Oy (jäljempänä **CP**), Oikeusministeriö (jäljempänä **OM**), Työ- ja

elinkeinoministeriö (jäljempänä **TEM**), Finanssivalvonta (jäljempänä **Fiva**), Suomen Pankki (jäljempänä **SP**), Kilpailu- ja kuluttajavirasto (jäljempänä **KKV**), Konkursiasiamies (jäljempänä **KA**), Suomen Asianajajaliitto (jäljempänä **SAL**), Elinkeinoelämän Keskusliitto ry (jäljempänä **EK**), Finanssialan Keskusliitto ry (jäljempänä **FK**), Finnish Business Angels Network ry (jäljempänä **FiBAN**), NASDAQ OMX Helsinki Oy (jäljempänä **Pörssi**), Osakesäästäjien Keskusliitto ry (jäljempänä **OSKL**), Suomen Pörssisäätiö (jäljempänä **Pörssisäätiö**), Suomen Yrittäjät ry (jäljempänä **SY**), Työeläkevaikuttajat ry (jäljempänä **TELA**), Suomen Teollisuussijoitus Oy (jäljempänä **Tesi**) ja Innovaatiokeskus Tekes (jäljempänä **Tekes**).

Suomen Kuntaliitto (jäljempänä **KL**) on toimittanut lausunnon oma-aloitteisesti.

Tämän lisäksi 3 tahoa ilmoitti, etteivät ne anna asiasta lausuntoa: Korkein oikeus, Korkein hallinto-oikeus sekä Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta ry.

1.2 Lausuntopyynnön sisältö

Muistio koostui kuudesta kappaleesta, joista VM pyysi lausuntopyynnössään (ks. [Liite 1](#)) lausuntoa erityisesti kappaleiden 3.3.2 – 3.3.9 lopussa oleviin yksityiskohtaisiin kysymyksiin, joita oli yhteensä 12 sekä kappaleessa 5.3 oleviin joukkolainamarkkinoita käsitteleviin laaja-alaisempiin kysymyksiin, joita oli yhteensä 4 (ks. [Liite 2](#)).

Lisäksi lausunnonantajille varattiin mahdollisuus lausua muista asiaan liittyvistä lainmuutostarpeista sekä muista huomioista hankkeeseen liittyen. Lausuntopyynnön keskeinen mielenkiinto kohdistui siihen, näkevätkö lausunnonantajat puuttuvan lainsäädäntökehikon siinä määrin ongelmallisena tai puutteellisena, että uuden joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön valmistelun aloittamiselle on olemassa selkeä tarve.

1.3 Keskeisiä huomioita lausuntopalautteesta

Selvä enemmistö lausunnonantajista (23/26 eli noin 90 %) ilmaisi tukensa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistarpeelle. Lainsäädännöllisten epäselvyyksien nähtiin aiheuttavan epävarmuutta markkinatoimijoille ja yleisemmin haittaavan kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehitystä. Toisaalta monet lausunnonantajat korostivat, että erityislain pitäisi olla nimenomaan suppea puitelaki, jolla ei puututtaisi markkinatoimijoiden sopimusvapauden piirissä pätevästi vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti järjestettäviin asioihin. Erityislailla tulisi nimenomaisesti poistaa voimassaolevaa markkinakäytäntöä varjostavat nykyiseen lainsäädäntöön liittyvät epäselvyydet eikä perustaa markkinaosapuolille (liikkeeseenlaskija, sijoittaja ja edustaja) uusia vastuita tai velvoitteita. Näin ollen erityislailla ei tulisi puuttua markkinaosapuolten sopimusvapautteen kuin pakottavissa määrin, jotta edustajamalli mahdollistaa edelleen tapauskohtaisen joustavuuden ja markkinaosapuolten mahdollisuuden kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä.

Lausunnonantajista kaksi (**OM** ja **TEM**) suhtautuivat erityislain säätämiseen varauksellisesti. Niiden mukaan edustajamallin hyödyntäminen on mahdollista jo nykyisin eivätkä muistiossa esitetyt ongelmat ole välttämättä niin merkittäviä ja nykymuotoista markkinakäytäntöä haittaavia, että erillinen lainsäädäntöhanke olisi tarpeen. **OM** totesi kuitenkin lausunnossaan, että erityislainsäädännöllä olisi eräiltä osin mahdollista selventää malliin liittyviä velvoite- ja esineoikeudellisia kysymyksiä ja siten lisätä oikeusvarmuutta. Vastaavasti **TEM** epäili erityislainsäädännön aiheuttavan lainsäädännön noudattamisesta ja valvonnasta aiheutuvia kustannuksia, jotka viime kädessä kanavoituisivat liikkeeseenlas-

kijan vastattaviksi. **TEM** oli myös huolissaan siitä, että joukkolainanhaltijoita koskeva erityislaki rajoittaisi markkinaosapuolten sopimusvapautta.

FiBAN ilmoitti lausunnossaan kannattavansa edustajamallia yleisellä tasolla, mutta vastustavansa erityislainsäädäntöä, jottei sääntelyä turhaan lisättäisi. **FiBAN** korosti myös joukkolainamarkkinoilla toimivien sijoittajien ammattimaisuutta ja riskienhallintakykyä.

Muiden lausuttavana olleiden muistiossa esitettyjen laaja-alaisten kysymysten osalta vastusten hajonta oli suurempaa. Enemmistö vastaajista (9/14 eli noin 65 %) kuitenkin kannatti myös vakuusagentin aseman selkiyttämistä syndikoidussa luotonannossa. Keskeiset selkiyttämistä vaativat tilanteet liittyivät vastaajien mukaan luotonsaajan ja vakuusagentin insolvenssitilanteisiin. Osa vastaajista korosti, että vakuusagentin asema syndikoidussa luotonannossa tulisi säännellä mahdollisimman pitkälti samaan tapaan kuin joukkolainanhaltijoiden edustajan asema jvk-markkinoilla. Vakuusagentin aseman selkiyttämistä vastustettiin vakuusagentin toiminnan korostuneella ammattimaisuudella ja markkinakäytäntöjen vakiintuneisuudella.

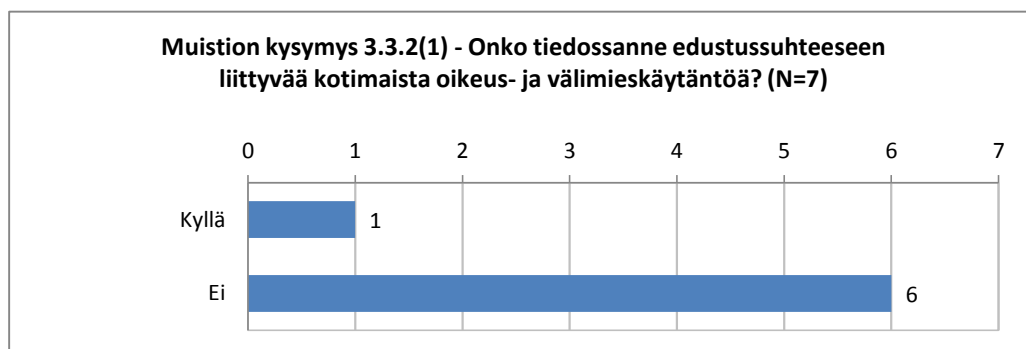
Enemmistö vastaajista (12/17 eli noin 71 %) kannatti myös edustajamallia koskevan lainsäädännön ulottamista myös muihin kollektiivisen luotonannon muotoihin. Myönteistä kantaa perusteltiin muun muassa sillä, että edustajan käyttö pitäisi sallia mahdollisimman laajalti erilaisten rahoitusmuotojen yhteydessä, jotta lainsäädännöllä ei perusteetta asetettaisi vaihtoehtoisia rahoitusjärjestelyjä eriarvoiseen asemaan. Lisäksi korostettiin sitä, että projektirahoitus järjestetään usein syndikoidun luotonannon muotoisena ja vastaavasti arvopaperistaminen perustuu joukkolainojen liikkeeseenlaskulle, jolloin edustajamallin tulisi soveltua lähtökohtaisesti jo analogiatulkinnan kautta niin, että asiallisesti toisiaan vastaavia ilmiöitä koskisi sama tai samanlainen sääntely. Kysymykseen kielteisesti vastanneet perustelivat kantaansa nimenomaan sillä, että säädettävän edustajamallin tulisi olla käytettävissä muissa kollektiivisen luotonannon muodoissa ilman lakiin otettavia lisäkirjauksia.

Lausunnonantajien vastauksiin mahdollisesti liittyvien taustaintressien selventämiseksi vastaukset on kappaleessa 2.1.2 jaoteltu kuuteen ryhmään lausunnonantajien taustaorganisaatioiden mukaan: (i) Yliopistot, (ii) Asianajotoimistot, (iii) Edustajat, (iv) Viranomaiset ja lakisääteiset toimijat, (v) Etujärjestöt ja (vi) Markkina(ehtoiset) toimijat.

2 Lausuntopalaute muistiossa esitettyihin yksityiskohtaisiin kysymyksiin

2.1 Edustussuhdetta koskeva kotimainen oikeus- ja välimieskäytäntö ja tarve edustajaa koskevalle lainsäädännölle

2.1.1 Kotimainen oikeus- ja välimieskäytäntö

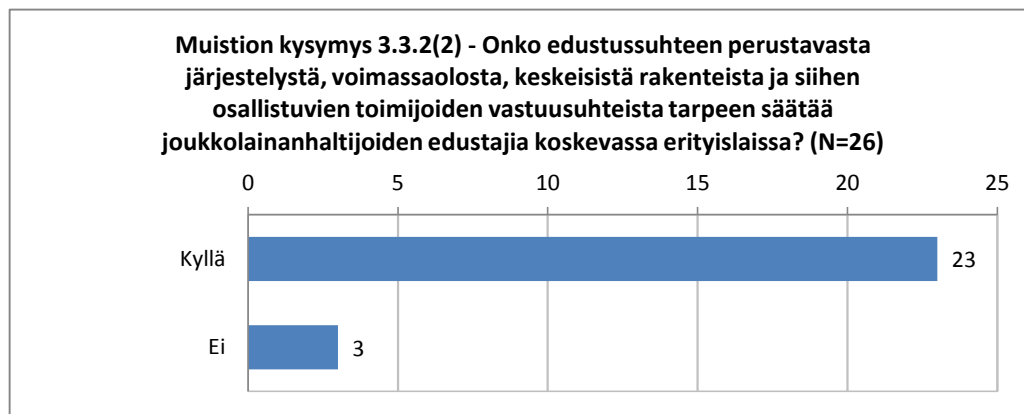


Kysymykseen vastasi 7 tahoa. Näistä **C&S, HS, Roschier, NT, SAL** ja **TELA** totesivat, etteivät ne ole tietoisia edustussuhteeseen liittyvästä kotimaisesta oikeus- ja välimieskäytännöstä. **NT** täsmensi, että sillä on kotimaisen oikeuskäytännön sijaan kokemusta oikeudenkäynneistä Norjassa, jossa prosessit ovat olleet kalliita ja aikaa vieviä.

Tepora oli ainoa, joka vastasi kysymykseen myöntävästi. Hänellä on asiaan liittyvää kokemusta syndikoidun luotonannon yhteydessä. Kyseisessä tapauksessa pankkisyndikaatti oli turvautunut vakuusagentin hyväksikäyttöön vakuusmassan hoitamisessa, jonka yhteydessä oli esiintynyt vakuusagentin (edustajan) oikeusaseman suhteen riitaa tilanteessa, jossa luotonsaaja oli asetettu konkurssiin. Toisin sanoen yksittäinen velkoja oli pyrkinyt irtisanomaan sopimuksen ja esiintymään itsenäisesti luotonsaaja-velallisen konkurssipesää kohtaan. **Teporan** mukaan kyse on tavallaan rinnakkaisesta ilmiöstä vakuudellisen joukkolainanhaltijoiden edustajaan nähden. Näin ollen kysymys edustusjärjestelyn sitovuudesta on siten ollut oikeuskäytännössä ainakin perustasolla esillä. Suomessa ei kuitenkaan ole vielä asiaan liittyvää vakiintunutta oikeuskäytäntöä.

2.1.2 Tarve edustajaa koskevalle lainsäädännölle

Niin valtuutus, sopimusperusteinen välihenkilöasema kuin fidusiaarisen oikeustoimen konstruktiot eivät kaikilta osin vastaa tyydyttävällä tavalla markkinoilla esiin tulleisiin ongelmiin. Erityisesti sopimusperusteisen välihenkilöaseman ja käytännön toiminnassa harvoin hyödynnetyn fidusiaarisen oikeustoimen konstruktion peruuttamattomuutta on monissa kohdin 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.



Kysymykseen antoivat vastauksensa kaikki lausunnonantajat eli yhteensä 26 tahoa. Selvä enemmistö näki nykytilanteessa oikeudellisia ongelmia ja kannatti edustajamallia koskevan oikeustilan selkeyttämistä asiaa koskevassa erityislainsäädännössä.

Seuraavat 23 tahoa ovat olleet erityislain säätämisen kannalla:

Yliopistot

Teporan mukaan edustussuhteen perustavasta järjestelystä, voimassaolosta, keskeisistä rakenteista ja siihen osallistuvien toimijoiden vastuusuhteista olisi syytä säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa. Kyse voisi olla vähimmäissäännöt sisältävästä puitelaista, jossa säädetään yhtäältä järjestelyn sivullissitovuudesta ja toisaalta annetaan osapuolille sopimusvapauden puitteissa kuitenkin tilaa järjestellä asiansa parhaaksi katsomallaan tavalla.

Tuomiston mukaan kaikkiin nykyisin käytettävissä oleviin edustussuhteen strukturointi- vaihtoehtoihin liittyy niin suuria epävarmuustekijöitä, että ongelmien ratkaisemiseksi tarvitaan lainsäädännöllisiä toimia. Laissa olisi säädettävä erityisesti edustusjärjestelyn sitovuusedellytyksistä niin *inter partes* kuin *ultra partes*.

Asianajotoimistot

C&S katsoo lausunnossaan, että olisi hyödyllistä säätää uusi erityislaki, joka koskisi ainakin joukkolainanhaltijoiden ja heidän edustajansa sekä mahdollisesti myös yleisesti luotonantajien ja luotonantajien puolesta luottoon liittyvissä asioissa toimivan edustajan välistä edustussuhdetta ja kyseisen edustajan suhdetta tiettyihin sivullistahoihin. Lakia valmisteltaessa tulisi kuitenkin ottaa huomioon, että säännökset laaditaan sopivan yleisluontoisiksi, minkä lisäksi niiden tulisi olla tahdonvaltaisia.

HS toteaa lausunnossaan, että etenkin rakenteissa, joissa lainanhaltijoiden anonymiteetti ja passiviteetti ovat potentiaalisia ongelmia, erityislainsäädäntö näyttäisi oikeusvarmuuden lisäämiseksi tarpeelliselta. Käytännössä siis puhutaan siirtokelpoisista joukkolainoista. **HS:n** mukaan keskeistä on luoda edustajalle itsenäinen kannevalta/asialegitimaatio erillisten oikeudenkäyntivaltuutusten tarpeen välttämiseksi. Edustajan toimikelpoisuus koskisi lähtökohtaisesti kannevaltaa, mutta myös asianomaisiin joukkolainoihin liittyvien oikeustoimien tekeminen jvk-haltijayhteisön puolesta pitäisi ottaa harkittavaksi.

P&H:n mukaan joukkolainamarkkinoiden oikeudellinen sääntely on Suomessa puutteellinen. Tilanne on epätydyttävä ja suunnitteilla oleva lainsäädäntö on siten tervetullut.

Roschierin mukaan edustussuhteen oikeudelliseen jäsentämiseen liittyvä epäselvyys, valtuutuksen yksipuoliseen peruutettavuuteen liittyvä riski ja joissakin edustajajärjestelyissä tällä hetkellä käytettävien hieman teennäisten konstruktioiden tarve olisi aiheellista poistaa uusilla edustussuhdetta koskevilla säännöksillä. **Roschierin** mukaan on aiheellista säätää uusi laki, joka koskisi sekä joukkolainanhaltijoiden ja heidän edustajansa että samalla yleisesti luotonantajien ja luotonantajien puolesta luottoon liittyvissä asioissa toimivan edustajan välistä edustussuhdetta. Uuteen lakiin ei olisi kuitenkaan välttämätöntä sisällyttää vastuukysymyksiä koskevia säännöksiä.

Edustajat

NT:n mukaan Suomessa tulisi säätää erityislaki, jolla luodaan edustajalle sitova oikeus edustaa lainanantajia. Asianmukainen joukkolainanhaltijoiden edustaminen sisältää useita eri näkökohtia ja menettelytapoja, joten kiistaton edustaminen tulisi kaikissa olennaisissa tilanteissa varmistaa lainsäädännöllä.

CP:n mukaan erityisesti muista Pohjoismaista saatujen kokemusten perusteella edustussuhteesta, sen voimassaolosta ja siihen liittyvistä muista järjestelyistä olisi hyvä säätää erityislaissa. Tärkeää olisi varmistaa erityisesti edustussuhteen pysyvyys ja se, ettei edustussuhde missään olosuhteissa automaattisesti päätty, mikäli valtuuttaja asetetaan konkurssiin.

Viranomaiset ja lakisääteiset toimijat

SAL:n näkemyksen mukaan on aiheellista säätää uusi laki, joka koskisi sekä joukkolainanhaltijoiden ja heidän edustajansa että samalla yleisesti luotonantajien ja luotonantajien puolesta luottoon liittyvissä asioissa toimivan edustajan (niin sanotun laina-agentin) välistä edustussuhdetta. Lain säännösten tulisi olla riittävän yleisluontoisia ja tahdonvaltaisia, jotta ne eivät tarpeettomasti rajoittaisi osapuolten toimintavapautta ja joukkolainamarkkinoiden tai yleisemminkin rahoitusmarkkinoiden joustavuutta. **SAL:n** mukaan säännökset eivät saisi vaikeuttaa osapuolten toimintaa esimerkiksi siten, että heille synyisi tarve muuttaa olemassa olevien luottojärjestelyjen sopimuksia.

Fiva pitää kannatettavana joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistä. **Fivan** mukaan muistiossa esitetyn selvityksen perusteella oikeusvarmuuden parantamiselle on tarvetta. **Fivan** näkemyksen mukaan erityislainsäädäntö myös edistäisi edustajamallin hyödyntämistä ja parantaisi sijoittajansuojaa.

KKV pitää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaa erityislainsäädäntöä sinänsä kannatettavana, mutta virastolla ei ole erityistä lausuttavaa arviomuistiossa esitettyihin kysymyksiin liittyen.

KA puoltaa erityislain säätämistä nimenomaan edustajan aseman selventämiseksi konkurssi- ja yrityssaneerausmenettelyissä.

SP toteaa lausunnossaan kannattavansa edustajamallia koskevan lainsäädäntöhankkeen käynnistämistä. Tällä hetkellä joukkolainanhaltijoiden mahdolliset edustajat toimivat sopimusperusteisesti ja tämänkaltaista toimintaa säätelevää lainsäädäntöä sisältyy useaan

eri lakiin, minkä lisäksi nykyiseen lainsäädäntöön näyttäisi liittyvän oikeudellisia epävarmuuksia koskien joukkolainanhaltijoiden edustajia.

KL pitää perusteltuna, että joukkolainanhaltijoiden edustajista kattavasti säädettäisiin erityislilla. **KL:n** mukaan joukkolainamarkkinoiden luotettavuuden ja toimivuuden kannalta tulkinnanvaraisuudelle ei ole syytä jättää sijaa.

Etujärjestöt

FK:n mukaan edustussuhteen perustava järjestely, voimassaolo, keskeiset rakenteet ja siihen osallistuvien toimijoiden vastuusuhteet vaativat ehdottomasti lainsäädäntöä joukkovelkakirjamarkkinoiden toimivuuden takaamiseksi.

OSKL kannattaa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaa sääntelyehdotusta. Erityisesti edustajan riippumattomuus suhteessa liikkeeseenlaskijaan tulisi ottaa huomioon mahdollisessa lainsäädännössä.

Pörssisäätiön mukaan rahoitusjärjestelmän toimivuus ei voi perustua vain sopimusmääräyksiin ja -käytäntöihin. Tällainen tilanne on erityisesti piensijoittajien näkökulmasta, sillä sopimusmääräykset vaihtelevat, niihin perehtymiseen ja vaikuttamiseen kuluu aikaa ja vaivaa eikä tähän ole monesti käytännön mahdollisuuksia kuin ammattimaisilla sijoittajilla. Näin ollen muistiossa esitetyt tiedot ja johtopäätökset viittaavat selvästi siihen, että Suomessa on tarpeen säätää edustajamallista erillisellä lailla.

SY:n mukaan lainsäädäntöä voidaan selkeyttää, mutta vain siltä osin kuin edustajia koskeva lainsäädäntö on niin epäselvää, että se haittaa markkinoiden toimivuutta. Lainsäädännöllisten toimenpiteiden käyttö tulisi rajoittaa vain niihin tilanteisiin, joissa markkinoiden toimivuutta olennaisesti uhkaavia epäkohtia ei ole muutoin mahdollista ratkaista.

TELA:n mukaan edustajainstituution oikeusvarmuuden luominen edellyttää erityislain säätämistä. Puhevaltaan liittyvät kysymykset olisi tarkoituksenmukaista sisällyttää erityislakiin painottuen kuitenkin konkurssi- ja insolvenssitilanteisiin. Puhevaltaan liittyvien jatkotoimenpiteiden tulisi aina olla sijoittajien päätettävissä.

EK toteaa, että markkinoiden toimivuuden kannalta edustajalla on oltava yksiselitteinen kelpoisuus edustaa velkakirjojen haltijoita myös mainituissa oikeudellisissa prosesseissa. **EK:n** käsityksen mukaan lainsäädäntöä on tältä osin muutettava, mikäli oikeudellista varmuutta ei voida muutoin taata. **EK:n** näkemyksen mukaan edustajamalli sekä edustajan roolit ja velvollisuudet on kuitenkin säilytettävä sopimusvapauden piirissä, minkä lisäksi edustajan roolin ja tehtävien on myös yksittäisessä liikkeeseenlaskussa voitava mukautua liikkeeseenlaskun tarpeisiin.

Pörssi katsoo, että oikeusvarmuuden lisäämistä edustajan ajamien kanneasioiden hoitamisessa sekä edustajan oikeutta hoitaa konkurssi- ja yrityssaneerausasioita lainanhaltijoiden puolesta tulee lisätä ja näin ollen edustajan toimikelpoisuus on syytä varmistaa näiltä osin lainsäädäntötoimilla. **Pörssi** toteaa kannattavansa tarpeellisten, mutta suppeahkojen lainsäädännöllisten keinojen jatkoselvittämistä asiassa. Ensisijaisesti olisi noudatettava osapuolten välistä sopimusta.

Tesi kannattaa edustajamallia koskevaa erityislainsäädäntöä, koska se voisi vähentää oikeusepävarmuutta ja sitä kautta edistää toimivien joukkolainamarkkinoiden syventämistä. Mahdollinen uusi säädöspohja ei kuitenkaan saa johtaa liikkeeseenlaskijoiden ja/tai si-

joittajien kulujen kasvamiseen eikä yksiselitteisesti estää perustelluissa tapauksissa poikkeavia järjestelyitä.

Tekesin näkemyksen mukaan olemassa olevaa lainsäädäntöä tulee selkeyttää siltä osin kuin edustajia koskeva lainsäädäntö on siinä määrin epäselvää, että se haittaa markkinoiden toimivuutta. Lainsäädäntöä tulisi laatia vain niiltä osin, kun olennaisia markkinoiden toimivuutta haittaavia epäselvyyksiä ei ole muutoin mahdollista ratkaista.

Erityislain säätämistä on vastustanut tai siihen muuten epäilevästi on suhtautunut 3 tahoa:

Viranomaiset ja lakisääteiset toimijat

OM:n käsityksen mukaan edustussuhteen voimassaoloa koskevan erityissääntelyn välttämättömyys voidaan kyseenalaistaa. Asian selventämistä lainsäädännöllä voidaan kuitenkin pitää perusteltuna, jos edustajaa koskevan lainsäädännön valmisteleminen joka tapauksessa ryhdytään.

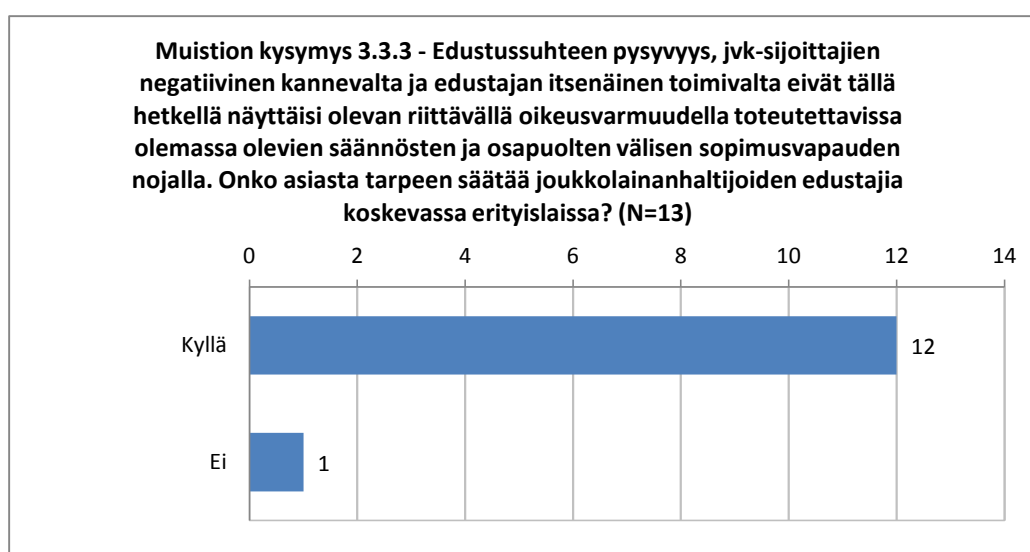
TEM on lausunnossaan pyytänyt VM:tä vielä arvioimaan, liittyykö sopimusperustaiseen joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaan käytännössä muistiossa esitetyn kaltaisia ongelmia, ja miten merkittäviä nämä ongelmat ovat.

Etujärjestöt

FiBAN on ainoana tahona suhtautunut ehdottoman kielteisesti erityislain säätämiseen.

2.2 Edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajan itsenäinen toimivalta

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 liikkeeseenlaskijaan.



Kysymykseen vastasi puolet lausunnonantajista. Ylivoimainen enemmistö (**Tepora, Tuomisto, C&S, HS, P&H, Roschier, NT, CP, SAL, KL ja FK**) näki nykytilanteessa oikeusvarmuuteen liittyviä ongelmia ja kannatti edustajamallia koskevan oikeustilan selkeyttämistä erityisesti edustussuhteen pysyvyyden osalta asiaa koskevassa erityislainsäädännössä. Myös **FiBANin** voidaan katsoa kannattaneen edustajan pysyvyyttä koskevan asian normeeraamista sillä edellytyksellä, että erityislaki ylipäättään säädetään. Tällöin **FiBANin** mukaan kyseisen asian on kuuluttava erityislain piiriin, mutta asia lienee **FiBANin** mukaan mahdollista varmistaa myös muilla tavoin. Ainoana kielteisesti asian säätämiseen erityislaissa suhtautui **OM**.

Suurin osa vastaajista viittasi pitkälti edelliseen kysymykseen antamaansa vastaukseen. Näin ollen tässä käsitellään vain sellaisia lausunnonantajien esiin nostamia seikkoja, jotka liittyvät konkreettisesti nyt käsillä olevan kysymyksen kysymyksenasetteluun.

Tepora toteaa lausunnossaan, että edustajamallin toimivuudelle on ominaista, että järjestely on pysyvä ja että yksittäinen joukkolainanhaltija ei voi perusteetta irtaantua järjestelystä ja tämän jälkeen käyttää edustajan kanssa rinnakkaista kanne- tai vakuuden realisointivaltaa suhteessa liikkeeseenlaskijaan. **Teporan** mukaan edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajan itsenäinen toimivalta eivät tällä hetkellä näyttäisi kaikilta osin olevan riittävällä oikeusvarmuudella toteutettavissa olemassa olevien säännösten ja osapuolten välisen sopimusvapauden nojalla. Nykymuotoinen agenttijärjestely ja sille joukkolainan ehdoissa tavoiteltu asema ja toimivaltuuksien sivullisittomuus on toteutettavissa teoreettisen välihenkilöjärjestelyn ja/tai fidusiarisen oikeustoimen tulkinnan avulla. **Teporan** mukaan jäsentelyn sivullisittomuuden tulkinnanvaraisuus itsessään luo tiettyä epävarmuutta erityisesti sijoittajien näkökulmasta.

P&H:n mukaan vastaus on myönteinen tietyiltä osiltaan. Joukkolainanhaltijoiden edustajaan liittyvät velvoiteoikeudelliset kysymykset eli edustajan oikeudet ja velvollisuudet jvk-sijoittajia kohtaan ovat sopimuksenvaraisia. *No action* -ehto tarkoittaa periaatteessa pidättäytymistä sekä erityistäytöntöönpanosta että kollektiivimenettelystä. Ehdosta on sovittu jo lainan liikkeeseenlaskuhetkellä, jolloin voi olla vaikea hahmottaa luopumisen seurauksia ilman tietoa tulevista olosuhteista, mikä voi olla erityisesti piensijoittajien oikeusturvan näkökulmasta arveluttavaa.

C&S, Roschier ja SAL toteavat lausunnoissaan pitkälti yhtenevästi, että uuden lain mukaan joukkolainanhaltijoiden/luotonantajien ja heidän edustajansa tulisi voida tehokkaasti sopia edustajan aseman pysyvyydestä sekä edustajan sopimukseen perustuvien oikeuksien ja velvollisuuksien sitovuudesta ja laajuudesta. Sitovuus tarkoittaa tässä yhteydessä sitä, että 1) yksittäinen joukkolainanhaltija/luotonantaja tai edustaja ei voisi yksipuolisesti muuttaa tai peruuttaa edustajan edustusoikeutta ja/tai edustajalle kuuluvia oikeuksia tai velvollisuuksia, ellei toisin ole sovittu, ja 2) sopimusten tulisi sitoa myös joukkolainan tai luoton myöhempiä luovutuksen-/siirronsaajia ja joukkolainanhaltijan/luotonantajan velkojia ja konkurssipesää. Joukkolainanhaltijoilla/luotonantajilla (tai heidän enemmistöllään/määräenemmistöllään) olisi kuitenkin sopimusten ehtojen mukaisesti oikeus päättää edustussuhde (korvaamalla edustaja toisella edustajalla) tai tehdä siihen muutoksia kaikkia joukkolainanhaltijoita/luotonantajia sitovin vaikutuksin. **C&S** ja **SAL** ehdottavat lisäksi, että lain perusteluissa otettaisiin huomioon erityisesti, että edustussuhteessa ei ole kyse valtuutuksesta vaan monenväliseen sopimukseen perustuvasta erityisestä edustamisen muodosta.

NT toteaa lausunnossaan, että kysymyksessä käsitelty asia on nykyisellään ratkaistu sopimuslausekkein. Negatiivisen kannevallan perustavan ns. *no action*-ehdon säätäminen

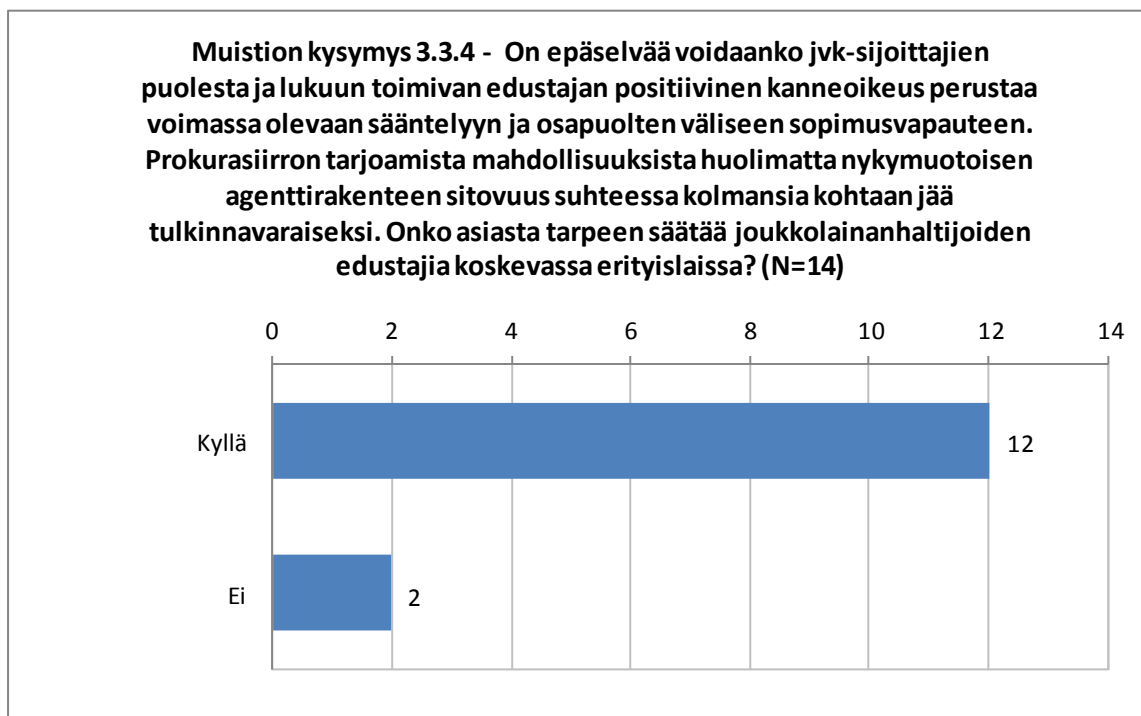
on kuitenkin erityislainsäädännön tärkein yksittäinen tavoite, jotta suomalaiset markkinat voitaisiin saattaa vastaavalle ennustettavuuden tasolle kuin norjalaiset ja tanskalaiset markkinat. *No action*-ehdon tulisi soveltua myös tilanteissa, joissa alkuperäinen sijoittaja myy sijoituksensa uudelle osapuolelle sekä erityistilanteissa, kuten konkurssissa ja yrityssaneerauksessa.

CP:n mukaan nykyinen voimassaoleva lainsäädäntö ei takaa edustussuhteen pysyvyyttä riittävässä määrin, ja jättää liikaa tulkinnanvaraisuutta, joten asiasta pitäisi säätää erityislaissa.

FK:n mukaan asiasta on tarpeen säätää laissa. Negatiivisen kannevallan ja edustajan itsenäisen toimivallan sitovuus joukkolainan haltijoita kohtaan on varmistettava myös silloin kun kyseessä on yksityissijoittaja ja sopimusvapauden piiri on lähtökohtaisesti ammattimaisia sijoittajia suppeampi. **FK:n** mukaan keskeisten velkojaoikeuksien poistaminen sijoittajalta voidaan katsoa sopimusoikeudellisten oppien valossa ankaraksi ehdoksi, joka on altis kohtuullistamiskanteille, jollei ehtoon ole velkakirjan myyntihetkellä kiinnitetty sijoittajan huomiota. **FK:n** mukaan myös edustajan joukkolainan haltijoiden puolesta tekemien, velkakirjan ehdoissa mainittujen sopimusten sitovuus joukkolainan haltijoita kohtaan on vahvistettava laissa.

OM:n mukaan asiasta ei ole tarpeen säätää laissa. Edustusaseman peruutettavuuden osalta ratkaisevaa merkitystä ei pidä antaa kyseisessä sopimusjärjestelyssä käytettävillä muodoilla ja nimityksillä, vaan järjestelyn tosiasialliselle sisällölle ja tarkoitukselle. **OM:n** mukaan edustusjärjestelyn tarkoituksen ja sopimusvapauden puitteissa järjestelyn voidaan sitovasti sopia olevan voimassa koko lainan voimassaoloajan.

2.3 Edustajan positiivinen kanneoikeus



Kysymykseen vastasi 14 lausunnonantajaa, joista valtaosa (**Tepora, Tuomisto, C&S, HS, P&H, Roschier, NT, CP, SAL, FK, EK ja Pörssi**) kannatti myös edustajan positiivisen kanneoikeuden säätämistä lain tasolla voimassaolevaan lainsäädäntöön liittyvästä

ja oikeuskäytäntöömme vakiintuneesta prokura- / perintäsiirtomahdollisuudesta huolimatta. Kielteisesti asian säätämiseen lain tasolla suhtautuivat **OM** ja **FiBAN** viitaten vastauksissaan juuri vakiintuneeseen käytäntöön.

Tepora toteaa lausunnossaan, että näyttäisi olevan oikeudellisesti mahdollista sopimuksin siirtää joukkolainanhaltijan oikeuksia edustajalle ainakin rajoitetussa merkityksessä sopimusvapauden puitteissa sitovasti. Sitä vastoin, jos edustajan kannevallan käyttö on tarkoitettu laajaksi ja itsenäiseksi, voi tilanne olla voimassa olevan oikeusjärjestyksen kannalta epävarma. **Teporan** mukaan voi olla harkitsemisen arvoista säännellä jvk-sijoittajan puolesta ja lukuun toimivan edustajan positiivisesta kanneoikeudesta joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa.

Tuomiston mukaan joukkolainanhaltijoiden valtuuttaman edustajan oikeus ajaa omissa nimissään kannetta joukkolainanhaltijoiden lukuun näyttää nykyisen lainsäädännön valossa kyseenalaiselta. Prokura/perintäsiirtoa voidaan **Tuomiston** mukaan periaatteessa käyttää puheena olevan ongelman ratkaisemiseen. **Tuomisto** kuitenkin toteaa, että tuollainen toimeksianto lienee kuitenkin mahdollisesta peruuttamattomuussitoumuksesta huolimatta peruutettavissa. Tämä vuoksi mainitunlainen siirto ei liene käyttökelpoinen ratkaisu. Näin siitä huolimatta, että siirretyt saatavat eivät välttämättä kuuluisi edustajan konkurssipesään eikä joukkolainanhaltijoiden velkojasuojan puute olisi täten normaalisti vaarana.

C&S:n näkemyksen mukaan uudessa laissa tulisi säätää, että edustaja on oikeutettu velkomaan (joukko)linaan perustuvaa saatavaa ja nostamaan kanteen liikkeeseenlaskijaa vastaan (ja mahdollisesti jopa liikkeeseenlaskijan hallituksen jäseniä vastaan) edustamansa velkojakollektiivin puolesta sekä muuten edustamaan joukkolainanhaltijoita/luotonantajia/rahoittajaosapuolia joukkolainaan/luottoon/muuhun rahoitukseen liittyvissä oikeudenkäynneissä tai välimiesmenettelyssä, mikäli (joukko)lainan ehdoissa näin sovitaan. Huomionarvoista **C&S:n** mukaan tosin on, että edustajamallia hyödyntävien suomalaisten joukkolainojen ehdoissa vakiintuneesti hyödynnetty prokurasiirtokonsepti sinänsä tarjoaa käyttökelpoisen keinon järjestää edustajan kanneoikeus (asialegitimaatio). Asiaa voitaisiin silti selkeyttää lainsäädännöllä.

HS:n mukaan edustajan kannevallasta joukkolainoihin liittyen olisi oikeusvarmuuden turvaamiseksi perusteltua säätää lailla. **HS** ei kuitenkaan näe vastaavaa perustetta ulottaa sovellettavuutta koskemaan syndikoituja luottoja; syndikaattitahojen on lähtökohtaisesti mahdollista järjestää suhteensa sopimuksenvaraisesti, luotonantajat ovat useimmiten ammattimaisia ja kannevallasta luopuminen voisi olla varsin radikaali ratkaisu näissä olosuhteissa. Toisaalta, jos lakisääteisen vakuusagentin käyttö on osapuolten vapaasti päätettävissä, voisi olla perusteltua tarjota tätä mahdollisuutta käytettäväksi myös syndikoidussa luotoannossa.

P&H toteaa lausunnossaan, että käytännön syyt puoltavat edustajan kanneoikeuden säätämistä lain tasoisesti. Edustajan kanneoikeuden käyttämisen tulisi joustavuussyistä kytkeytyä velkojienkokouksen enemmistöpäätökseen. **P&H** kuitenkin toteaa, että tältä osin epäkohdaksi näyttäisi muodostuvan se, että itsenäinen kanneoikeus sitoo myös velkojien vähemmistön vastaamaan oikeudenkäynnistä aiheutuvista kustannuksista, ja jos kanne ei menesty, mahdollisesti myös vastapuolen kustannuksista.

Roschierin ja SAL:n pitkälti yhtenevien lausuntojen mukaan uuden lain mukaisen edustajan tulisi soveltuvien ehtojen mukaisesti olla oikeutettu velkomaan (joukko)linaan perustuvaa saatavaa ja nostamaan kanne liikkeeseenlaskijaa vastaan sekä muuten edusta-

maan joukkolainanhaltijoita/luotonantajia joukkolainaan/luottoon liittyvässä oikeudenkäynnissä tai välimiesmenettelyssä, jos niin on lainan ehdoissa sovittu. Edustaja toimisi asiassa omissa nimissään ja omalla kuluvastuullaan, mutta joukkolainanhaltijoiden/luotonantajien puolesta. **Roschierin** ja **SAL:n** mukaan asiassa annettavan ratkaisun oikeusvoimavaikutuksen (*res judicata*) ja edustajan käynnistämän prosessin viereilläölovaikutuksen (*lis pendens*) tulisi ulottua kaikkiin joukkolainanhaltijoihin/luotonantajiin, ja näiden itsenäinen oikeus ajaa kanteita liikkeeseenlaskijaa vastaan voitaisiin tehokkaasti sulkea pois joukkolainan/luoton ehdoissa.

NT:n mukaan edustajan positiivinen kanneoikeus on nykyisellään ratkaistu sopimuslaukkein. Sopimuksen pitävyyden turvaamiseksi olisi säädettävä erityislaki, jonka nojalla olisi yksiselitteistä, että edustaja voi toimia itsenäisesti ja edustaa joukkolainan ja muiden velkamuotoisten saatavien haltijoita. **NT** korostaa lausunnossaan, että lainojen perustana oleva rahoitusrakenne edellyttää, että edustajalla on nämä oikeudet.

CP toteaa, että edustajan kanneoikeudesta olisi hyvä säätää erikseen joukkovelkakirjanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa. Nykyinen tilanne on tulkinnanvarainen, ja erityislaki tarkentaisi sääntelyä erityisesti suhteessa kolmansiin. Tilanteen selkiyttämiseksi voitaisiin myös harkita ns. *no-action* -säännöksen kirjaamista lakiin sen sijaan, että siitä säädetään yleisen sopimusoikeuden puitteissa.

FK korostaa, että vaikka prokurasiirrosta onkin kyse omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta, jolloin saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla eikä saatavan pitäisi kuulua agentin konkurssipesään, tulee asiasta säätää erityislaissa oikeusvarmuuden turvaamiseksi. **FK:n** mukaan joukkovelkakirjalainan ehdoissa määritelty ehdollinen ja konstruoitu prokurasiirto on altis myös sopimusoikeudellisille väitteille sopimusehdon sitovuudesta ja tehokkuudesta.

EK ja **Pörssi** katsovat molemmat, että edustajan kelpoisuus ajaa kannetta sekä toimia konkurssissa ja saneerauksessa on syytä varmistaa muistiossa esitettyjen näkökohtien osalta lainsäädäntötoimilla, mikäli oikeudellista varmuutta ei voida muutoin taata.

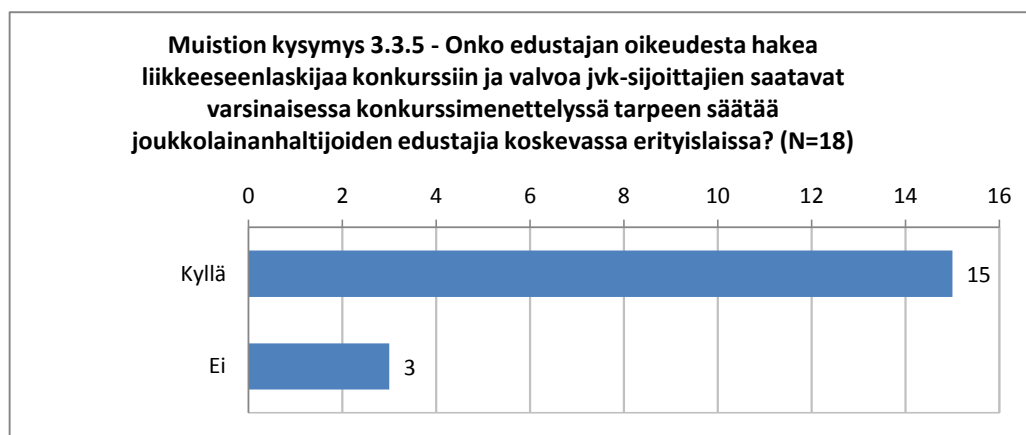
OM:n mukaan erityislaille ei ole tarvetta, koska asiat on mahdollista jo nykyisin järjestää sopimusehdoin. **OM** viittaa erityisesti prokurasiirtoon, joka tarkoittaa esimerkiksi kannevallan ja muiden arviomuistiossa käsiteltyjen velkojille kuuluvien oikeuksien käytön siirtämistä yksinomaan siirronsaajan käytettäväksi ja toteaa sen olevan jo vanhastaan vakiintunut instituutio. **OM** toteaa kuitenkin myös, että oikeusvarmuutta voidaan lisätä erityislainsäädännöllä, jos valmisteluresurssien käyttäminen tällaiseen tarkoitukseen katsotaan perustelluksi.

FiBANin mukaan sääntelytarvetta ei ole, vaan tarvittaessa on syytä tehdä ainoastaan tarkennuksia voimassaolevaan sääntelyyn.

2.4 Edustajan asema konkurssimenettelyssä

Konkurssilakia (120/2004, jäljempänä KonkL) maksukyvyttömyystilanteita koskevana yleislakina tuskin voidaan mahdollisen prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta tulkita laajentavasti 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 erityislaissa?



Kysymykseen vastasi 18 lausunnonantajaa, joista 15 kannatti (**Tepora, Tuomisto, C&S, HS, P&H, Roschier, NT, CP, SAL, KA, FK, OSKL, TELA, EK** ja **Pörssi**) edustajan konkurssimenettelyyn liittyvien oikeuksien (oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin ja valvoa jvk-sijoittajien saatavat varsinaisessa konkurssimenettelyssä) säätämistä lain tasolla. Vastakkaisen näkemyksen esitti 3 tahoa (**OM, KL** ja **FiBAN**).

Monet vastaajat totesivat ottaneensa asiaan kantaa jo aiempien – edustajan toimikelpoisuutta ja positiivista kanneoikeutta koskeneiden – kysymysten kohdalla, joten tässä yhteydessä käsitellään vain sellaisia lausunnonantajien palautteita, joissa on nimenomaisesti otettu kantaa edustajan toimintaan liikkeeseenlaskijan konkurssissa.

Tepora toteaa, että oikeusjärjestyksemme mukaan on mahdollista, että velkoja siirtää oikeutensa edustajalle niin, että tällä on oikeus (asialegitimaatio) ajaa omissa nimissään velallista konkurssiin sen toimivaltaan kuuluvassa asiassa ja vastaavasti antaa oikeuden valvoa edustamiensa tahojen saatavat velallisen konkurssipesässä. Tällainen joukkolainanhaltijoiden oikeuksien siirto on täysin mahdollista. Muistiossa kiinnitetään huomiota KonkL 2:2:een, jonka mukaan velkojana konkurssia voi hakea vain velallisen velkoja eli se, jolla on velalliselta saatava. Toisaalta oikeusjärjestyksemme mukaan saatavan siirto perittäväksi on pätevästi tehtävissä, ja tässä tapauksessa siirronsaaja/edustaja voi saada konkurssilainsäädännön tarkoittaman velkoja-aseman. Käsillä oleva kysymys voidaan edellä esitetyllä tavalla hoitaa **Teporan** mukaan sopimusteitse. Sääntely toisi kuitenkin tarvittavaa oikeusvarmuutta. **Teporan** mukaan vastaava kysymys voi realisoitua syndikoidun luotonannon yhteydessä vakuusagentin oikeutena hakea luotonsaaja-velallinen konkurssiin.

Tuomiston mukaan joukkolainanhaltijoiden valtuuttaman edustajan mahdollisuudet toimia omissa nimissään joukkolainanhaltijoiden edustajana konkurssi- ja yrityssaneerausasioissa näyttäivät kyseenalaisilta. Valtuutuksen käyttökelpoisuutta rasittanee sitä paitsi valtuutuksen peruutettavuus. **Tuomisto** toteaa, että prokura/perintäsiirto antaa edustajalle mahdollisuuden toimia omissa nimissään joukkolainanhaltijoiden lukuun konkurssissa ja yrityssaneerauksessa. **Tuomiston** mukaan tällainen välillistä edustusta tarkoittava toimemksianto lienee kuitenkin valtuutuksen tapaan vapaasti peruutettavissa. Näin ollen edustajan asema olisi edellä mainituista syistä ratkaistava **Tuomiston** mukaan lainsäädäntöteitse.

C&S:n, Roschierin ja SAL:n miltei yhtenevien lausuntojen mukaan uudessa laissa tulisi säätää, että edustaja olisi (KonkL 2:2:n mukaisen velkojakriteerin estämättä) oikeutettu hakemaan liikkeeseenlaskija konkurssiin (tai yrityssaneeraukseen) sekä muuten edustamaan joukkolainanhaltijoita/luotonantajia liikkeeseenlaskijan konkurssi- tai yrityssaneerausmenettelyssä, jollei lainan ehdoissa toisin ole sovittu. Uudessa laissa tulisi konkurssiin hakemisen lisäksi normeerata myös muun muassa edustajan oikeutta valvoa joukkolainanhaltijoiden/luotonantajien saatavat sekä riitauttaa muiden velkojien saatavat liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja käyttää joukkolainanhaltijoille/luotonantajille kuuluvaa päätösvaltaa konkurssipesän hallinnossa. Samanlaisia kysymyksiä liittyy edustajan edustamisoikeuteen ja sen rajoihin liikkeeseenlaskijan yrityssaneerauksessa. Säännöksillä ei tulisi kuitenkaan luoda markkinaosapuolille tarvetta muuttaa olemassa olevien joukkolainojen ehtoja tai muita niihin liittyviä sopimuksia.

HS toteaa lausunnossaan, että KonkL 12:17:ään sisältyy jo määräykset valvonnasta liikkeeseenlaskijan konkurssissa. Velkojan saatava, joka perustuu velallisen liikkeeseen laskemaan arvopaperimarkkinalain (746/2012, jäljempänä **AML**) 1:2:ssä tarkoitettuun arvopaperiin, otetaan ilman valvontaa huomioon jakoluetteloehdotuksessa, jos oikeudenhaltijoita koskevat tiedot ovat arvo-osuusjärjestelmässä taikka muutoin luotettavasti selvitettävissä oikeudenhaltijoista pidettävästä rekisteristä tai tilistä. Lisäksi kukin velkoja/jvk-sijoittaja voi lähtökohtaisesti itse hakea velallisen konkurssiin, jos näkee tarpeelliseksi. **HS** katsookin, että tähän nähden lainsäädännöllinen tarve on vähäisempää konkurssihakemuksen osalta kuin vakuuksiin liittyen, mutta voidaan ottaa osaksi asianomaista lainsäädäntöä.

P&H puoltaa asian sisällyttämistä erityislakiin, koska lakiin perustuvan edustussuhteen merkitys korostuu yrityksen saneeraustilanteissa ja rahoitusmarkkinoiden järjestelmäkriiseissä, joissa vaaditaan nopeaa ja ammattimaista toimintaa. **P&H:n** mukaan kyseisissä tilanteissa ei ole sijaa lainsäädännön aukoista tai epäselvyyksistä johtuville kiistoille.

NT:n mukaan asia on nykyisellään ratkaistu sopimuslausekkein. Prokurasiirtoa ei ole alun perin tarkoitettu joukkolainoihin. Olisi säädettävä erityislaki, jonka nojalla olisi yksiselitteistä, että edustaja voi jatkaa lainanantajien edustajana myös konkurssissa riippumatta siitä, onko tietyllä sijoittajaryhmällä liikkeeseenlaskijaan liittyvä taloudellinen intressi (edustaja saattaa toimia saman joukkovelkakirjan nojalla useamman eri etusijan sijoittajaryhmän lukuun).

CP esittää lausunnossaan, että edustajan oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin sekä toimia muuten jvk-omistajien puolesta on käytännössä tärkeä, ja on sitä mieltä, että asiasta olisi hyvä säätää erityislaissa. Konkurssimenettely olisi selkeämpi ja tarkoituksenmukaisempi kaikkien osapuolten kannalta, mikäli puhevaltaa käyttäisi yksi edustaja. **CP:n** mukaan useissa tilanteissa kyseeseen voivat tulla erilaiset velkajärjestelyt, minkä takia valinnan tulisi kohdistua näistä kulloinkin tarkoituksenmukaisimpaan. Laissa olisi siksi hyvä olla säännös, jonka mukaan edustajalla on oikeus tehdä hakemus kaikkien menettelyiden osalta sekä käyttää asiaankuuluvaa puhevaltaa.

KA:n lausunnossa kannatetaan, että edustajan asemasta konkurssissa säädetään lailla. Näin etenkin, jos tavoitellaan sitä, että edustajalla olisi oikeus koko velkojakollektiivin puolesta vaatia konkurssiin asettamista. **KA:n** mukaan tästä olisi syytä ottaa lakiin nimellinen säännös. Muistiossa kuvatut valtuutukseen ja prokurasiirtoon liittyvät epävarmuustekijät huomioon ottaen kyseisten instrumenttien varaan ei kannata laskea. Lisäksi tulisi tarkkaan pohtia, mitä oikeuksia edustajalle annetaan konkurssissa ja miksei yleisemminkin. Jos oikeuksiin sisällytettäisiin muuta kuin konkurssiin hakeminen ja tar-

vittaessa saatavien valvonta, tulisi **KA:n** mukaan erikseen säätää siitä, onko edustaja rooliltaan asiamies vai asianosainen.

FK:n mukaan asiasta tulee säätää lailla, sillä agentin estyminen toimimaan edustamiensa tahojen edustajana tarkoittaa sijoittajille kasvavaa työmäärää ja kustannuksia, jotka pitää ottaa huomioon jo ennen edustajajärjestelyyn ryhtymistä. Yksinomaan velkojatoimikunnan perustamisen mahdollisuus ei ole riittävän suoraviivainen ja edullinen tapa järjestää joukkolainanhaltijoiden oikeuksien turvaaminen.

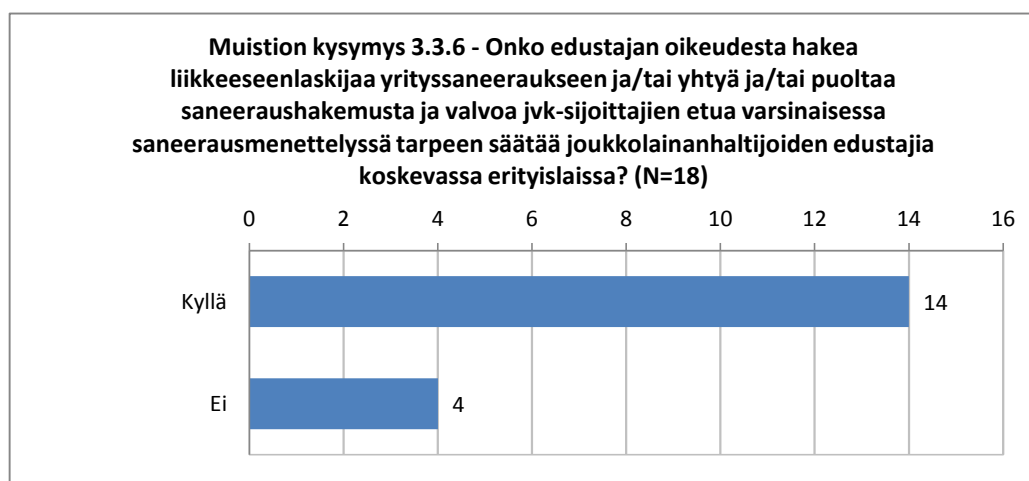
TELA:n mukaan puhevaltaan liittyvät kysymykset olisi tarkoituksenmukaista sisällyttää erityislakiin painottuen konkurssi- ja insolvenssitilanteisiin. Tällöin on keskeistä että sijoittajien vaikutusmahdollisuus turvataan.

KL perustaa lausunnossaan oman kielteisen kantansa siihen, ettei konkurssilain ja yrityssaneerauslain piirissä ole tarvetta edustajan itsenäiselle oikeudelle hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin tai yrityssaneeraukseen edustamansa sijoittajakollektiivin puolesta ja lukuun. **FiBAN** puolestaan toteaa, ettei asian säätäminen laissa paranna velkojien asemaa merkittävästi.

2.5 Edustajan asema yrityssaneerausmenettelyssä

Laki yrityksen saneerauksesta (47/1993, jäljempänä 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 liikkeeseenlaskijalta – voitaisiin katsoa olevan itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneeraukseen edustamansa yhteisen velkojajollektiivin eli jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun, lienee suhtauduttava pidättyväisesti kuten KonkL:n kohdalla mahdollisen prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta.

Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?



Yrityssaneerausmenettelyä koskevaan kysymykseen vastattiin pitkälti samalla tavoin kuin konkurssimenettelyä koskevaan kysymykseen. Myös tähän kysymykseen vastasi 18 lausunnonantajaa, joista 14 kannatti (**Tepora, Tuomisto, C&S, P&H, Roschier, NT, CP, SAL, KA, FK, OSKL, TELA, EK ja Pörssi**) edustajan yrityssaneerausmenettelyyn

kuuluvien oikeuksien säätämistä erityislaissa. Vastakkaisen näkemyksen esitti 4 tahoa (**HS**, **OM**, **KL** ja **FiBAN**). Näin ollen **HS:n** lausuntoa lukuun ottamatta vastaajat pysyivät konkurssimenettelyn yhteydessä ilmaisemissaan kannoissa miltei yhtäläisin perusteluin.

Tässä yhteydessä tuodaan esiin vain sellaisia lausunnonantajien palautteita, jotka liittyvät nimenomaisesti edustajan toimintaan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettelyssä ja joita ei ole käsitelty edellä edustajan positiivisen kanneoikeuden tai edustajan asemaa konkurssimenettelyssä koskevan yhteenvedon yhteydessä.

Tepora toteaa pitävänsä mahdollisena oikeusjärjestyksen kannalta jvk-velkojen oikeuden siirtoa siinä mielessä, että edustaja voi hakea liikkeeseenlaskijan yrityssaneeraukseen. Edustajalla on myös mahdollisuus edustaa jvk-sijoittajista koostuvaa velkojaryhmää yrityssaneerausmenettelyssä. Edustajan asema perustuu monenkeskisiin sopimusjärjestelyihin. **Tepora** kuitenkin lisää, että pk-yritysten jvk-markkinoiden toimivuuden ja oikeusvarmuuden näkökulmasta voi olla perusteita säännellä kysymystä edustajan oikeudesta hakea liikkeeseenlaskija yrityssaneeraukseen.

NT:n mukaan erityislailla voitaisiin säätää, että agentti voi jatkaa luotonantajien edustajana myös yrityssaneerauksessa, vaikkei sillä olisi liikkeeseenlaskijaan liittyvää taloudellista intressiä. Tämä parantaisi myös mahdollisia lainanottajan tervehdyttämiseen tähtäviä neuvotteluja.

KA:n mielestä myös yrityssaneerauksen osalta on nähtävissä perusteita sille, että jvk-sijoittajien edustajan asemasta otettaisiin lakiin nimenomaiset säännökset. Tarkastelun painopisteen tulisi kuitenkin olla edustajan oikeudessa puoltaa hakemusta tai yhtyä hakemukseen ja käyttää puhevaltaa saneerausohjelman vahvistamismenettelyssä. **KA:n** näkemyksen mukaan saneeraushakemuksen puoltaminen tai siihen yhtyminen ja saatavien ilmoittaminen sopisivat hyvin edustajan tehtäviksi koko velkojakollektiivin puolesta.

FK:n mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajalla tulee olla yrityssaneerauksessa samat oikeudet velkojakollektiivin puolesta vireillepanoon kuin yksittäisillä velkojilla nykyisen lainsäädännön mukaan.

HS – toisin kuin konkurssimenettelyn osalta – toteaa, että yrityssaneerauslaki perustuu pitkälti velkojayhteisön päätöksentekoon ja velkojen tekemään saneerauksen menestyksen mahdollisuuksien arviointiin. Tämän vuoksi ei liene realistista, että edustaja itse tekisi tällaista arviota, vaan luottoehdot ja velkojakokous oletettavasti olisivat tässä suhteessa määräävinä. Esimerkiksi hakemuksen puoltaminen lienee osoitettavissa jo asianomaisten velkojakokouksen päätöksen perusteella. Lisäksi on otettava huomioon, että velkojat toimisivat muutenkin kollektiivina yrityssaneerauksen yhteydessä yrityssaneerailain nojalla. Näin ollen **HS** ei näe, että lakisääteinen edustus yrityssaneerauksessa sinänsä olisi tarpeellinen, mutta voidaan ottaa osaksi asianomaista lainsäädäntöä.

2.6 Edustajan toiminta vakuusagenttina niin joukkolaina- kuin syndikoitua luotonantoa koskevilla järjestelyillä

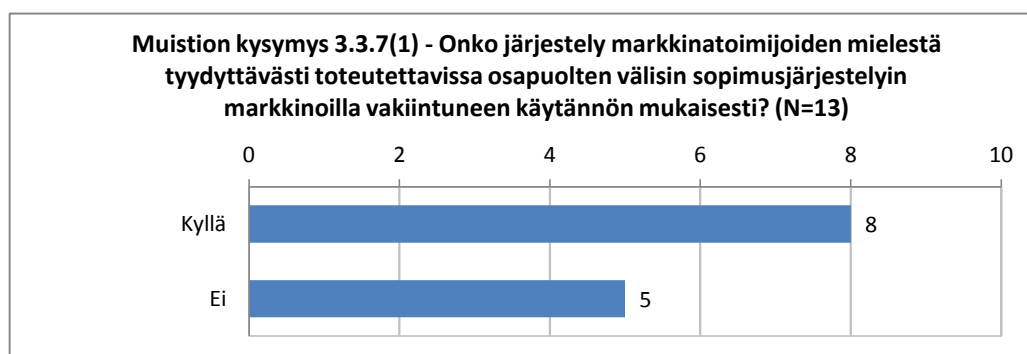
2.6.1 Yleistä

Tämä muistiossa esitetty edustajan toimintaa vakuusagenttina käsitelty kysymys oli neliosainen ja sen tarkoituksena oli kartoittaa nimenomaan edustajan vakuusagenttuuritoiminnan yhteydessä mahdollisesti esiin tulleita ongelmakohtia. Mahdollisesti kysymyksen

moniosaisuudesta, osittaisesta päällekkäisyydestä tai huonosta muotoilusta johtui, että saadut vastaukset hajaantuivat kaikista muistiossa esitetyistä kysymyksistä selvästi eniten. Monet lausunnonantajat viittasivat olemassa oleviin markkinakäytäntöihin ja niiden toimivuuteen, mutta samalla tunnustettiin myös nykyiseen oikeustilaan liittyvät ongelmat muun muassa tietyissä sivullissuhteissa ja vakuusagentin mahdollisessa konkurssissa. Lisäksi lausunnonantajat korostivat kunkin tapauksen yksilöllisyyttä, jonka takia geneeristä vastausta esitettyihin kysymyksiin oli vaikea antaa. Näin ollen alla oleviin yhteenvetoihin täytyy suhtautua jossain määrin kriittisesti, koska monen tahon antamat vastaukset pystyi lukemaan joko lähtökohtaisena kyllä tai ei -vastauksena, jonka lähtökohtainen sisältö saattoi olla riippuvainen jonkun tietyn ehdon täyttymisestä.

Yhteensä 13 tahoja eli puolet lausunnonantajista vastasi kysymyksiin. On syytä huomata, että kaikki lausunnon antaneet tahot eivät vastanneet kysymyksiin suoraan, vaan heidän vastauksensa kuhunkin erilliseen kysymykseen on suodatettu paikoin varsin laajasta leipätekstistä. Näin ollen joidenkin vastausten tiivistäminen kyllä tai ei -vastauksiksi on edellyttänyt tulkintaa, josta vastaajat voivat paikoin olla eri mieltä. Yksiselitteisen kuvan saamiseksi asiakokonaisuudesta ja eri tahojen vastauksista kuhunkin yksittäiseen kysymykseen onkin syytä perehtyä lausunnonantajien varsinaisiin lausuntoihin.

2.6.2 Järjestelyn toteutuskelpoisuus markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti



Enemmistö lausunnonantajista näki vakuusagentuurijärjestelyn olevan tyydyttävästi toteutettavissa osapuolten välillä nykyisen markkinakäytännön mukaisesti.

Kysymykseen myönteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

C&S:n, Roschierin ja SAL:n pitkälti yhtenevien näkemysten mukaan vakuusagenttikonsepti on (pois lukien vakuusagentin maksukyvyttömyyteen liittyvä riski) pätevästi järjestettävissä osapuolten välisin sopimuksin vallitsevan markkinakäytännön mukaisesti.

HS:n mukaan erityisesti vakuudellisissa joukkolainoissa on korostettu tarve järjestää sitova yhteisedustus ilman erityisiä oikeudenkäyntivaltuutuksia. Muissa luottosuhteissa tarve on vähäisempää mutta velvoiteoikeudellista edustus-oikeuttakin voisi lainsäädännöllä selkeyttää.

P&H:n mukaan joukkolainat ovat pääsääntöisesti vakuudettomia. Jos laina kuitenkin on vakuudellinen, edustaja yleensä toimii vakuusagenttina ja säilyttää vakuuksia poolissa joukkolainan haltijoiden yhteiseen lukuun. Vakuuksien säilyttämistä ja realisointia koskevat menettelytavat tulisi huolellisesti määritellä joukkolainan ehdoissa. Vastaavasti vakuudellisten syndikoitujen luottojen vakuuksia säilytetään poolissa kaikkien syndikaattiin

kuuluvien pankkien lukuun. Vakuuksia ja niiden säilyttämistä sekä realisointia koskevat sopimukset perustuvat englantilaisen *Loan Market Associationin* (LMA) -standardisopimuksiin ja ovat varsin vakiintuneita. Syndikaattipankit ovat ammattilaisia, jotka tuntevat toisensa ja joiden välinen yhteistyö perustuu luottamukseen.

CP:n mukaan suuri osa tilanteista voidaan ratkaista sopimusteknisesti tai oikeuskäytännön perusteella.

FiBANin mielestä vakuusagentuuri on järjestettävissä osapuolten välisin sopimuksin markkinoilla vakiintuneen käytännön mukaisesti.

OM:n mukaan vakuusjärjestelyt ovat toteutettavissa jo nykyisin, joskin oikeusvarmuutta voidaan lisätä erityislainsäädännöllä, jos lainvalmisteluresurssien käyttäminen tällaiseen tarkoitukseen katsotaan perustelluksi.

Kysymykseen kielteisesti suhtautuneet ja näiden perustelut:

Tepora toteaa lausunnossaan, että voi olla perusteita vahvistaa lainsäädännön tasolla se käytäntö, joka sopimusjärjestelyin on sopimuskäytännössä vakiinnutettu. Järjestely on toimiva ja helpottaa sijoittajien asemaa silloin, kun joudutaan turvautumaan jvk-lainan vakuutena olevaan panttioikeuteen.

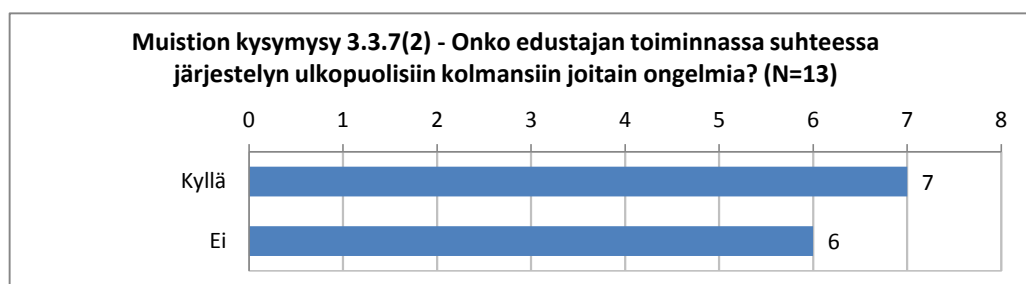
Tuomiston mukaan lainsäädäntötoimet näyttäisivät olevan tarpeen, jotta vakuusagentti voitaisiin kirjata arvo-osuus- ja arvopaperitilien pantinsaajaksi (ilmoituksin hänen asemastaan joukkolainanhaltijoiden edustajana). **Tuomiston** mukaan törmätään lisäksi edustustoimeksiantojen peruutettavuudesta johtuviin ongelmiin ja siihen, että edustaja ei voi ne nykyisen lainsäädännön mukaan ajaa vakuuksien realisointiin liittyviä kanteita omissa nimissään joukkolainanhaltijoiden lukuun, ellei hän toimi prokura/perintäsiirtojen nojalla.

NT:n mukaan epävarmuuden poistamiseksi tulisi säätää erityislaki, jonka nojalla olisi yksiselitteistä, että edustaja voi jatkaa lainanantajien edustajana sekä joukkolainarahoituksessa että syndikoidussa lainanannossa. Yksityiskohtaisemmat toimenpiteet tulee kuitenkin jättää sopimusvapauden piiriin.

FK toteaa lausunnossaan, että koska jvk-sijoittajien yksilöinti muuttuu jälkimarkkinoilla käytävässä kaupassa ajan kuluessa, ei yksinomaan sopimusjärjestelyin tai vakiintuneen markkinakäytännön mukaan voida saavuttaa riittävää oikeusvarmuutta, vaan asiasta tulee säätää lailla.

TELA:n mukaan järjestely on sinänsä toteutettavissa, mutta edustajuuden tunnustaminen lain tasolla selkiyttäisi lainsäädännöllistä tilaa. Erityislaki voisi myös helpottaa pk-sektorin toimijoiden ymmärrystä ja luottamusta jvk-rahoitukseen EK:n malliehtojen liäksi.

2.6.3 Edustajan toiminnan ongelmat suhteessa järjestelyn ulkopuolisiin kolmansiiin



Lausunnonantajien vastaukset menivät käytännössä tasan. Edustajan toiminnassa suhteessa järjestelyn ulkopuolisiin kolmansiiin näki ongelmia 7 tahoja ja vastaavasti 6 tahoja piti järjestelyä ulkopuolisten näkökulmasta ongelmattomina.

Kysymykseen myönteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

Teporan mukaan osapuolten välinen sopimusjärjestely on mahdollinen, mutta sen toteutukseen voi liittyä tapauskohtaisesti ongelmia suhteessa kolmansiiin. Tämä johtuu siitä, että sitovuus tulee saada aikaan sopimusjärjestelyin, jotka tulevat kolmannen tietoon. Niinpä tällä kohdin sivullisten suojaamiseksi riittävällä varmuudella voi **Teporan** mukaan olla perusteita lailla tapahtuvaan sääntelyyn.

Tuomiston mukaan on kyseenalaista, voidaanko pantinsaajaksi nykyainsäädännön mukaan merkitä joukkolainanhaltijoiden edustajaa, ja joukkolainanhaltijoiden itsensä merkitseminen pantinsaajaksi on käytännön syistä pois suljettu vaihtoehto.

HS:n mukaan etenkin tuomioistuimiin nähden edustuskelpoisuuden / asialegitimaation etabloiminen on potentiaalinen ongelma.

NT toteaa lausunnossaan, että nykytila, jossa oikeus perustuu sopimukseen, saattaa aiheuttaa ongelmia suhteessa sellaisiin kolmansiiin, joilla on vähemmän kokemusta joukkolainan ja syndikoidun luotonannon dokumentaatiosta, struktuureista ja mekanismeista.

CP toteaa, että panttioikeuden osalta olisi hyvä määritellä, että edustaja on kelpoinen panttaamaan omaisuutta jvk-omistajien puolesta, ja että tällainen pantti on aina turvattu edustajan velkojia vastaan. Sama koskee myös muita vakuusoikeudellisia kysymyksiä. Lisäksi lain tasolla voitaisiin täsmentää, että edustajalla on oikeus hakea täytäntöönpanoa sekä ottaa haltuun tai myydä esimerkiksi kiinteistövakuuksia.

FK:n mukaan keskeistä on, että muodollisjuridinen vakuusvelkojan asema säilyy vakuusagentilla, vaikka niin sanottujen asiallisten vakuudensaajien eli jvk-sijoittajien yksilöinti järjestelyn aikana vaihtelee.

Kysymykseen kielteisesti suhtautuneet ja näiden perustelut:

C&S, Roschier ja **SAL** eivät ole tietoisia sellaisista yksittäistapauksista Suomessa, joissa vakuusagentin toiminnassa suhteessa kolmansiiin olisi ilmennyt erityisiä ongelmia. **C&S, Roschier** ja **SAL** kuitenkin toteavat, että tietyt epävarmuustekijät, jotka liittyvät vakuusagentin maksukyvyttömyyteen sekä vakuusagenttia koskevien sopimusten ehtojen sitovuuteen ja vakuusagentin kanneoikeuteen (siihen liittyvine asioineen) olisi aiheellista

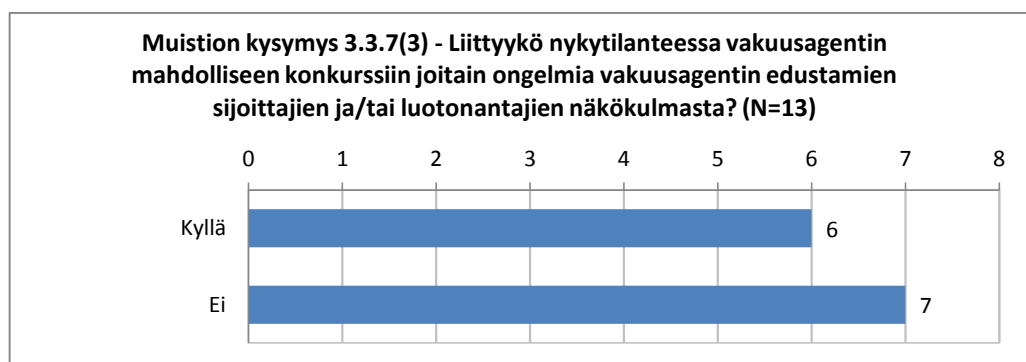
kuitenkin poistaa lainsäädäntötoimin. **C&S:n** ja **SAL:n** mukaan esimerkiksi syndikoitujen luottojen velallisten konkurssitilanteissa jonkinlainen kysymysmerkki on, miten hyvin pesähoitaja tuntee / noteeraa vakuusagenttikonseptin ja tämäntyyppiset sopimusjärjestelyt.

OM:n käsityksen mukaan muistiossa mahdollisena riskinä pidetty tulkinta, jonka mukaan joukkolainaosuuden haltijan vaihtuessa joukkolainan vakuudeksi kertaalleen tehokkaasti perustetun panttioikeuden tehokkaana pysyminen edellyttäisi julkivarmistustoimen tekemistä uudestaan, on sangen keinotekoinen eikä vastaa niitä oikeuspoliittisia syitä, joihin julkivarmistusvaatimus perustuu.

FiBANin mukaan ongelmia ei ole, kunhan edustajan omistamista ei missään vaiheessa kyseenalaisteta eli kysymys on aina pelkästään välikädestä, joka ei lisää taloudellista riskiä.

TELA:n mukaan heidän tiedossaan ei ole merkittäviä ulkopuolisiin liittyviä ongelmia.

2.6.4 Vakuusagentin konkurssiin liittyvät ongelmat sijoittajien näkökulmasta



Myös tässä yhteydessä lausunnonantajien vastaukset menivät käytännössä tasan. Vakuusagentin konkurssin näki aiheuttavan ongelmia tämän edustamien sijoittajien ja/tai luotonantajien näkökulmasta 6 tahoja ja vastaavasti 7 tahoja piti vakuusagentin konkurssia sijoittajien näkökulmasta ongelmattomana.

Kysymykseen myönteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

Teporan mukaan kysymys liittyy läheisesti siihen, miten vakuusagentin oikeusasema jäsennetään sopimusjärjestelyn pohjalta. Oikeusasema voidaan jäsentää välihenkilökonstruktion avulla, jolloin selitetään vakuusagentin omaavan vain muodollis-juridisen panttioikeudenhaltijan aseman vakuusobjektiin nähden, kun taas jvk-sijoittajat olisivat materiaalisia (tosiasiallisia) panttivelkojia. **Teporan** mukaan tämä konstruktio edellyttää tulakseen hyväksytyksi, että tulkinta välihenkilön asemasta vain muodollis-juridisena panttivelkojana tunnustetaan. Jos näin tehdään, niin vakuusagentin mahdollinen konkurssi ei muodostuisi sijoittajien kannalta ongelmaksi. **Teporan** mukaan epävarmuus tai ongelmallisuus sijoittajien ja/tai luotonantajien näkökulmasta ilmenee tulkintakysymyksenä siitä, miten sopimusjärjestely jäsennetään.

C&S:n mukaan joukkolainanhaltijoiden/luotonantajien/rahoittajaosapuolien näkökulmasta vakuusagentin toimimiseen ainoana muodollisjuridisena vakuudenhaltijana liittyy joukkolainanhaltijoiden/luotonantajien/rahoittajaosapuolien näkökulmasta jonkinlainen

riski vakuusagentin maksukyvyttömyydestä. Jonkinasteisia epävarmuustekijöitä liittyy siihen, kenen hyväksi vakuuden realisointitulot koituvat. Sopimusehtojen mukaan vakuusagentin tilitysvelvollisuus (eli velvollisuus tilittää vakuuden realisointitulot joukkolainanhaltijoille/luotonantajille/rahoittajapuolille määrättyssä järjestyksessä heidän saataviensa suoritukseksi) ei välttämättä sido vakuusagentin velkojia (konkurssipesää). Vastaavasti argumentoivat myös **Roschier** ja **SAL**.

HS:n mukaan potentiaalinen ongelmatilanne on vakuusagentin tehokas vaihtaminen konkurssitilanteessa.

FiBANin mukaan tietyissä tilanteissa ongelman voi aiheuttaa edustajan vaihdettavuus ongelmatilanteissa, joten asiasta voi olla tarpeen säätää.

Kysymykseen kielteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

Tuomiston mukaan vakuusagentin konkurssi ei aiheuta ongelmia sijoittajille. Vakuusagentin joutuminen konkurssiin ei vaarana vakuudensaaajina olevien joukkolainanhaltijoiden asemaa niin kauan kuin vakuusvarat on säilytetty erillään edustajan omistajan varoista. Panttioikeuksien ei **Tuomiston** mukaan voida katsoa kuuluvan vakuusagentin konkurssipesään, koska joukkolainasaatavatkaan eivät sinne kuulu.

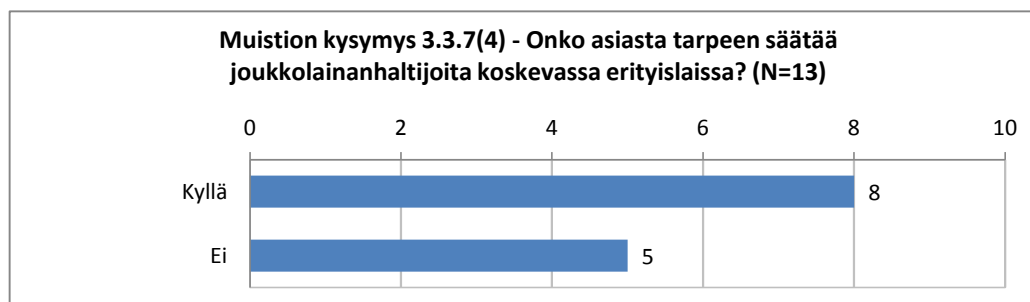
P&H:n näkemyksen mukaan vakuusagentin konkurssissa jvk-sijoittajien lukuun säilytetyt varat tai vakuudet ovat turvassa vakuusagentin velkojilta, jos ne ovat erotettavissa edustajan muista varoista. Vakuuksien säilyttämiseen liittyvän sekoittumisriskin ja säilyttäjän konkurssin varalta vakuudet voidaan siirtää myös väliyhtiöön, jolla ei ole muuta toimintaa kuin säilyttää vakuuksia. Vakuudet ovat siten astetta paremmassa turvassa ja ne voidaan tarvittaessa realisoida hallitusti pidemmän aikavälin kuluessa ja otollisena ajankohtana.

NT:n mukaan ongelmia ei ole, mutta erilliset lakiin perustuvat oikeudet edustaa joukkolainanhaltijoita ja toimia huolellisesti vakuuden täytäntöönpanossa tehostaisivat markkinoita. Fivan mahdollinen rooli voisi keskittyä ammattimaisena agenttina toimivien tahojen rekisteröintiin.

TELA:n mukaan täsmällisen vastauksen antaminen on vaikeaa siksi, että tapaukset ovat hyvin yksilöllisiä. Sijoittajakokous pystyy lähtökohtaisesti valitsemaan ja kiinnittämään uudenkin agentin, mikäli olemassa oleva joutuisi maksukyvyttömyystilaan.

OM katsoo lausunnossaan, että osapuolia sitova panttaussopimus voidaan voimassa olevan oikeuden mukaan toteuttaa joukkolainajärjestelyyn sisältyvien sopimusjärjestelyjen puitteissa. Edelleen esinevakuuteen liittyvät julkivarmistustoimet voidaan jo nykyisin tehokkaasti toteuttaa vakuusagenttijärjestelyä käyttäen. **OM** korostaa, että jos vakuusagenttirakennetta koskevat sopimusjärjestelyt tehdään (riippumatta siitä, mitä juridismuodollista konstruktia käytetään) avoimesti siten, että agentti selvästi toimii sijoittajien lukuun, järjestelyihin tuskin liittyy muistiossa esiintuotua riskiä siitä, että oikeuksien katsottaisiin kuuluvan agentin konkurssipesään.

2.6.5 Vakuusagenttia koskeva sääntelytarve



Enemmistö eli 8 lausunnonantajaa kannatti vakuusagentuurin tietynasteista sääntelemistä erityislailla. Myöskään vastustajat, joita oli 5, eivät olleet ehdottomia, vaan pikemminkin totesivat, ettei sääntely ole välttämätöntä, mutta sillä voitaisiin selventää olemassa olevaa oikeustilaa, jos se nähdään tarpeelliseksi.

Kysymykseen myönteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

Tuomiston mukaan lainsäädäntötoimet näyttäisivät olevan tarpeen, jotta vakuusagentti voitaisiin kirjata arvo-osuus- ja arvopaperitilien pantinsaajaksi. Lisäksi törmätään edustustoimeksiantojen peruutettavuudesta johtuviin ongelmiin ja siihen, että edustaja ei voine nykyisen lainsäädännön mukaan ajaa vakuuksien realisointiin liittyviä kanteita omissa nimissään joukkolainanhaltijoiden lukuun, ellei hän toimi prokura/perintäsiirtojen nojalla. **Tuomiston** mukaan lainsäädäntötoimet ovat myös näistä syistä tarpeellisia.

C&S:n mukaan epävarmuustekijöiden poistamiseksi uudessa laissa olisi aiheellista säännellä edustajaa vastaavasti myös vakuusagenttia ja sen nimittämistä koskevien sopimusehtojen sitovuutta sekä vakuusagentin kanneoikeutta (ja siihen liittyviä oheiskysymyksiä). Lisäksi tulisi ottaa huomioon, että vakuudellisessa joukkolainassa vakuusagenttina voi toimia myös joukkolainanhaltijoiden edustajasta erillinen taho ja edustajalle voidaan joukkolainan ehdoissa antaa oikeus nimittää vakuusagentti joukkolainanhaltijoiden puolesta. Asianomaisissa vakuusagenttia koskevissa erityissäännöksissä tulisi lähinnä säännellä vakuusagentin sopimukseen perustuvan tilitysvelvollisuuden sitovuudesta vakuusagentin velkoihin ja konkurssipesään nähden sekä määrittää asianomaisten edustajaa koskevien säännösten koskevan soveltuvien osin myös vakuusagenttia. Vastaavasti argumentoivat myös **Roschier** ja **SAL** omissa lausunnoissaan, joskin ne korostivat myös vakuusagentin vakuudenhaltija-aseman jäsentämisen merkitystä.

HS:n mukaan asiaa voisi selventää lainsäädännöksellä, jonka mukaan edustussuhde päättyy vakuusagentin konkurssissa.

NT suhtautuu lainsäädäntötarpeeseen myöntävästi ja toteaa, että erityislain tulisi vahvistaa dokumentaatioagentin ja/tai vakuusagentin edustusoikeuden pysyvyys lainakohtaisen dokumentaation asettamissa rajoissa.

CP:n mukaan lakiin olisi aiheellista ottaa erityiset säännökset useista tässä yhteydessä esiin nousevista kysymyksistä. Panttioikeuden osalta olisi hyvä määritellä, että edustaja on kelpoinen panttaamaan omaisuutta jvk-omistajien puolesta, ja että tällainen pantti on aina turvattu edustajan velkojia vastaan. Sama koskee muita vakuusoikeudellisia kysymyksiä. Lisäksi lain tasolla voitaisiin täsmentää, että edustajalla on oikeus hakea täytäntöönpanoa sekä ottaa haltuun tai myydä esimerkiksi kiinteistövakuuksia.

FK toteaa, että koska jvk-sijoittajien yksilöinti muuttuu jälkimarkkinoilla käytävässä kaupassa ajan kuluessa, ei yksinomaan sopimusjärjestelyin tai vakiintuneen markkina-käytännön mukaan voida saavuttaa riittävää oikeusvarmuutta, vaan asiasta tulee säätää lailla. Vakuuksia koskeva lainsäädäntö ei saa kuitenkaan estää osapuolten sopimusvapautta, vaan tulisi sovellettavaksi vain, jollei toisin ole sovittu, kuten Tanskassa. **FK** kannattaa arviomuistiossa esitettyä näkemystä siitä, että joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan sääntelyn tulisi olla suppeaa, joka yksilöisi edustajamallia koskevat säännöt, toimivaltuudet ja viranomaisvalvonnan, mutta ei puuttuisi nykyisiin siviilioikeudellisiin normeihin kuin korkeintaan niissä tilanteissa, joissa edustajan toimintaedellytyksiä pitää nimenomaisesti selventää (esimerkiksi edustajan asema konkurssissa ja yrityssaneerauksessa).

Kysymykseen kielteisesti suhtautuneet ja näiden perustelut:

Tepora toteaa lausunnossaan, ettei sääntely ehkä ole välttämätöntä, mutta jvk-sijoittajien näkökulmasta lailla sääntely lisää oikeusvarmuutta ja nimenomaan järjestelyn tunnettuisuutta ja sivullissitovuutta.

P&H:n mukaan syndikoidun luoton vakuusagentti toimii ammattimaisemmassa ympäristössä kuin joukkolainan edustaja. Syndikaatin pankit tuntevat toisensa ja ovat riippuvaisuussuhteessa toisiinsa. Syndikaatin vakuusagentti on pankki, joka toimii sääntelyn ja valvonnan alaisena ja jolla on vahva osaaminen sekä resurssit toimia vakuusagenttina. Syndikaattiin kuuluu huomattavasti vähemmän osapuolia, joten myös vakuuksien realisoinnista sovitaan yleensä yhdessä ja syndikaatin pankit voivat päätöksen yhteydessä valtuuttaa vakuusagentin realisoimaan vakuuden sovitulla tavalla. Vakuusagentti toimii kaiken kaikkiaan hyvin erilaisessa ympäristössä kuin joukkolainan edustaja, joten edustajasta ja vakuusagentista ei **P&H:n** mukaan ole mielekäästä säätää samassa laissa.

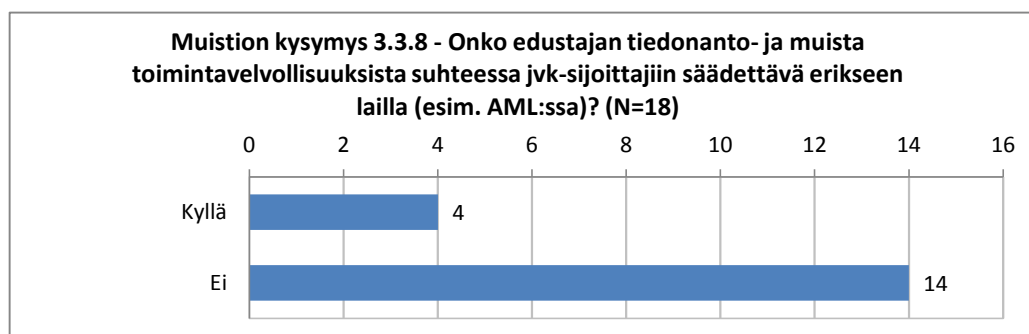
OM:n mukaan vakuusjärjestelyt ovat toteutettavissa jo nykyisin, joskin oikeusvarmuutta voidaan lisätä erityislainsäädännöllä, jos lainvalmisteluresurssien käyttäminen tällaiseen tarkoitukseen katsotaan perustelluksi.

TELA:n mukaan järjestely on sinänsä toteutettavissa jo nykyisellään, mutta edustajuuden tunnustaminen lain tasolla selkiyttäisi lainsäädännöllistä tilaa. Erityislaki voisi myös helpottaa pk-sektorin toimijoiden ymmärrystä ja luottamusta jvk-rahoitukseen EK:n mal-
liehtojen lisäksi.

FiBANin mukaan asiasta ei ole välttämättä tarpeen säätää erillislaissa, mutta nykytilanne vaatii hieman tarkennuksia.

2.7 Edustajan tiedonanto- ja muut velvollisuudet

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



Valtaosa lausunnonantajista koki, ettei edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista ole syytä erikseen säätää lailla, vaan kyseinen asiakokonaisuus on parhaiten järjestettävissä olemassa olevan lainsäädäntökehikon ja markkinaosapuolten välisten sopimusmääräysten kautta. Tällä kannalla oli 14 lausunnonantajaa (**Tepora, Tuomisto, C&S, HS, P&H, Roschier, NT, CP, SAL, TEM, FiBAN, FK, EK ja Tekes**).

Vastakkaiselle näkökannalle asettautuivat **Fiva, KL, Pörssisäätiö** ja **Pörssi**, jotka toivoivat edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista säädettävän tarkemmin erityislailla.

Kysymykseen kielteisesti vastanneet ja näiden perustelut:

Tepora toteaa, että muistiossa esitetyistä tavoitteista on pääteltävissä, että rahoitusmarkkinaosastolla pyritään edustajamallin laajempaan käyttöön ja hyödyntämiseen jvk-markkinoilla niin, että syntyy ammattimaista edustajien asiantuntijapalvelua sijoittajille. Tätä taustaa vasten on **Teporan** mukaan hyvinkin perusteltua antaa säännöksiä edustajalle tämän asemasta johtuvista tiedonanto- ym. velvoitteista suhteessa edustamiinsa sijoittajatahoihin sekä edustajasuhdetta perustettaessa että sen kestäessä. Toisaalta **Tepora** muistioon viitaten toteaa, että edustajalla on joka tapauksessa voimassa olevan sääntelykehikon puitteissa korostunut tiedonanto-, myötävaikuttamis- ja lojaliteettivelvollisuus suhteessa edustamiinsa ei-ammattimaisiin jvk-sijoittajiin. Toisin sanoen asiakokonaisuus voidaan hoitaa AML:n yleissäännösten, osapuolten välisten sopimusmääräysten ja yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden nojalla. Jos kuitenkin halutaan oikeuspoliittisesti korostaa edustajamallin hyödyntämistä jvk-markkinoilla, voi olla eduksi säätää edustajan toimintavelvollisuuksista jvk-sijoittajia kohtaan laintasoisella sääntelyllä. **Teporan** mukaan kyse olisi tällöin minimisäännöistä, joista voidaan poiketa sijoittajien hyväksi.

Tuomiston mukaan kysymys edustajan tiedonanto- ja muiden toimintavelvollisuuksien sääntelemisestä on yhteydessä osin siihen, minkälaiset järjestelyt tulevat lopulta kuulumaan säädettävän lain soveltamisalaan. Riittävän yksityiskohtaisten, vaihteleviin tilanteisiin soveltuvien säännösten laatiminen lienee kuitenkin hyvin vaikeaa. **Tuomiston** mukaan tämä koskee erityisesti pakottavaa sääntelyä, jollainen voisi sinänsä sijoittajan suojan kannalta olla perusteltua, mikäli joukkolainojen käyttö tulevaisuudessa merkittävästi lisääntyy. Edustajan velvollisuudet samoin kuin hänen valtuutensakin lienee edellä mainituista syistä jätettävä ratkaistaviksi viime kädessä sopimusehdoin. **Tuomiston** mukaan lakiin voitaisiin silti ottaa asiaa koskevia tahdonvaltaisia säännöksiä. Tahdonvaltainen sääntely voisi ohjata ja helpottaa vastaavia kysymyksiä koskevien sopimusehtojen laatimista. Samaten viranomaiselle voitaisiin asettaa velvollisuus tarkistaa sopimusehtojen sisältöä joiltakin osin tai vähintään velvollisuus tarkistaa, että joistakin seikoista sisältyy määräykset sopimusehtoihin.

C&S:n mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajalle ei tulisi asettaa erityistä arvopaperimarkkinaoikeudellista tiedonantovelvollisuutta tai muuta toimintavelvollisuutta suhteessa joukkolainanhaltijoihin. AML:n mukaiset tiedonanto- ja toimimisvelvollisuudet koskevat lähtökohtaisesti joukkolainan liikkeeseenlaskijaa ja vain rajoitetusti muita joukkolainajärjestelyn osapuolia. Edustajalle lainsäädännöllä asetettavat erityiset (velvoiteoikeudelliset) toimimis- ja tiedonantovelvollisuudet eivät parantaisi **C&S:n** mukaan joukkolainanhaltijoiden asemaa. Joukkolainan ehdoissa on tapana sopia kattavasti edustajan toimimis- ja tiedonantovelvollisuuksista edustamiaan joukkolainanhaltijoita kohtaan ja velvoitteiden perustuminen sopimukseen tulisi olla edelleen selkeä lähtökohta. Myös vastuukysymysten kannalta olisi ongelmallista, jos edustajalla olisi itsenäinen tiedonantovelvollisuus suhteessa sijoittajiin. Tiedonantovelvollisuus on näin ollen syytä säilyttää yksiselitteisesti liikkeeseenlaskijalla (tai tapauksesta riippuen joukkovelkakirjan tarjoajalla). **SAL** vetoaa lausunnossaan pitkälti samoihin seikkoihin, mutta toteaa lisäksi, että edustajalle asetettavat erityiset (sopimusoikeudelliset) toimimis- ja tiedonantovelvollisuudet voivat helposti johtaa kasuistiseen lainsäädäntöön, joka ei välttämättä parantaisi joukkolainanhaltijoiden sijoittajansuojaa. Mahdollisten nimenomaisten toimimisvelvollisuuksien tulisi perustua yksittäistapauksissa ilmenneisiin ongelmiin joukkolainanhaltijoiden ja edustajan välisessä edustussuhteessa. **SAL:n** tiedossa ei ole tällaisia erityisiä ongelmia. Myös **Roschier** esittää lausunnossaan yhteneviä näkökohtia todeten, että edustajan tiedonanto- ja toimimisvelvollisuudet tulisi jättää yleisten normien ja sopimusten ehtojen varaan.

HS:n mukaan on tuskin mielekästä lailla säätää velvollisuuksista yksityiskohtaisesti ja se pitää yleistä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta riittävänä.

P&H:n lausunnossa korostetaan, että edustajan kelpoisuus edellyttää, että edustaja on vapaa intressiristiriidoista, ei saa edustussuhteen perusteella niin sanottua salaista etua ja on vakavarainen sekä luotettava. Edustajan tulee luonnollisesti olla ammatillisesti pätevä ja toimia huolellisesti (*due diligence*) edistäen joukkolainanhaltijoiden etua samalla huolellisuudella kuin hoitaisi omaa asiaansa. Edustajan toimivalta ja vastuu on sopimuksen perustuvaa ja hallinnollisiin toimenpiteisiin rajoittuvaa. **P&H:n** mukaan edustajaa koskevassa erityislaissa tuskin on syytä merkittävästi laajentaa edustajan vastuita fidusiaarisen vastuun suuntaan. Se merkitsisi edustajan omien riskien kasvamista ja transaktiokustannusten lisääntymistä. Siihen ei markkinoilla ole **P&H:n** mukaan valmiutta.

NT:n mukaan edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista ei tulisi säätää laissa, koska sopimusperusteiset velvollisuudet (erilaisia transaktioita ja tilanteita on lukuisia) tulisi määrittää sopimuksessa. Lisäksi AML:n mukaiset velvollisuudet koskevat pitkälti asioita, joista ei edustusopimuksessa sovita. Markkinoiden monimuotoisuuden ja kehittymisen vuoksi ei ole järkevää yrittää standardisoida lainakohtaisia toimintatapoja.

CP:n mukaan nykyinen lainsäädäntö, sopimusvapaus ja yleiset oikeusperiaatteet riittävät tällä hetkellä säätelemään edustajan tiedonanto- ja muita toimintavelvollisuuksia. Yleisesti näistä velvollisuuksista ei ole **CP:n** mukaan säädetty kattavasti laissa niissäkään maissa, joissa joukkovelkakirjamarkkinoilla on pitkä historia ja edustajatoiminnalla vakiintunut käytäntö. **CP:n** mukaan velvollisuuksista voitaisiin säätää erikseen myöhemmässä vaiheessa, mikäli tuleva oikeuskäytäntö osoittaa, että erityiseen lainsäädäntöön on joltain osin tarvetta.

TEM vastustaa lausunnossaan edustajan toimintavelvollisuuksista säätämistä todeten, että erilaisten velvollisuuksien oikeuttamisperustaksi ei sovellu vertailu muihin rahoitusvälineisiin, vaan perustelut tulee kussakin tapauksessa johtaa sijoittajansuojasta, rahoitus-

markkinoiden toimivuudesta ja turvallisuudesta sekä muista rahoitusalan sääntelyn yleisistä lähtökohdista.

FK:n mukaan edustajan tiedonantovelvollisuudet voidaan kattavasti määritellä lainaehdoissa eikä tätä tarkoitusta varten tarvita laintasoista säätelyä. Toisaalta edustajan toiminta saman liikkeeseenlaskijan eri joukkolainaliikkeeseenlaskujen lainanhaltijoiden edustajana voisi potentiaalisesti aiheuttaa eturistiriitoja liikkeeseenlaskijan maksuhäiriö- tms. tilanteessa. Liikkeeseenlaskijan eri joukkolainojen ehdot (muun muassa vakuudellisuus/vakuudettomuus, korko, maturiteetti ja maksunsaantijärjestys eli niin sanottu subordinatio), ja sen myötä velkojien asemat ja edut voivat poiketa toisistaan merkittävästikin. **FK:n** mukaan olisi pohdittava, miten mahdolliset ristiriitatilanteet voidaan välttää ja tarvittaessa ratkaista. Hyvää arvopaperimarkkinatapa koskevat säännökset tai viittaukset niihin voivat osaltaan selkeyttää asiaa, mutta olisi hyvä pohtia myös selkeyttävien toimintaperiaatteiden kirjaamista lakiin. Riittävä sijoittajansuoja lisää markkinoiden vakautta varsinkin, kun edustajalla olisi joukkovelkakirjalainanhaltijoiden suhteen erityinen luottamusasema. Tätä luottamusasemaa olisi **FK:n** mukaan syytä korostaa vähintään lain esitöissä.

EK:n mukaan edustajamallin toimivuus edellyttää käytännössä edustajalta myös riittävää uskottavuutta. Tämän tulee rakentua markkinaehtoisesti ensisijaisesti edustajan oman toiminnan ja markkinoiden odotusten perusteella.

Tekes toteaa, että mahdolliset epäselvyydet edustajan toiminnassa tulisi ensisijaisesti pyrkiä ratkaisemaan kehittämällä alan itsesääntelyä ja sopimuskäytäntöjä. Lainsäädäntöä tulisi laatia vain niiltä osin kuin olennaisia markkinoiden toimivuutta haittaavia epäselvyyksiä ei ole muutoin mahdollista ratkaista. Lisäksi edustajan asemaa koskeva mahdollinen lainsäädäntö on tarkoituksenmukaisinta kohdentaa nimenomaan sellaisiin tilanteisiin, joissa liikkeeseenlaskija ajautuu ongelmiin tai ryhtyy muihin toimiin, joilla voi olla olennainen vaikutus velkojan asemaan tai mahdollisuuteen saada sijoittamansa varallisuus takaisin ja/tai mahdollisuuteen saada sille ennakoidun suuruinen tuotto.

Myönteisen kannan kysymykseen ottaneet ja näiden perustelut:

Fiva esittää lausunnossaan, että muistiossa esitetyn perusteella joukkolainanhaltijoiden edustajalla olisi laajat, itsenäiset toimivaltuudet toimia jvk-sijoittajien puolesta. Nykytilanteessa AML:n yleisistä säännöksistä AML 1 luvun 4 § (riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla) ja AML 1 luvun 3 § (kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja) eivät soveltuisi joukkolainanhaltijoiden edustajaan. Sen sijaan AML 1 luvun 2 §:n kieltoa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti sovelletaan jokaiseen markkinoilla toimivaan, myös joukkolainanhaltijoiden edustajaan. Näin ollen edustajan tiedonantovelvollisuutta olisi **Fivan** mukaan hyvä täsmentää lain tasolla, esimerkiksi sisällyttämällä AML 8 lukuun (muu tiedonantovelvollisuus) asiaa koskeva säännös. Mikäli edustajalle säädettäisiin tällä tavoin tiedonantovelvollisuus, soveltaisivat siihen AML:n säännös riittävien tietojen pitämisestä tasapuolisesti saatavilla (AML 1:4), kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja (AML 1:3) sekä AML 15 luvun hallinnolliset seuraamukset.

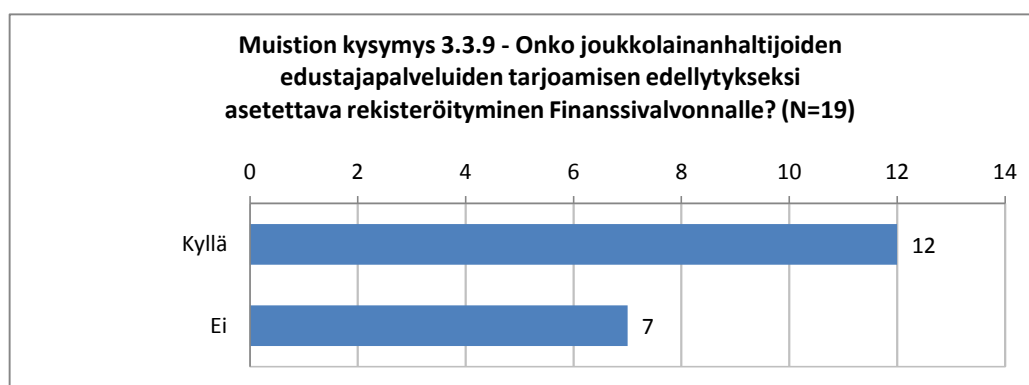
KL:n mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajan käytöstä tai roolista kaikkiaan ei ole olemassa vakiintunutta käytäntöä. Toisaalta markkinoille näyttäisi olevan tulossa uusia liikkeeseenlaskijoita ja todennäköisesti myös uusia sijoittajia. Tämä merkitsee sekä uuden tiedon syntymistä että uusia tiedon tarvitsijoita. Tämän vuoksi **KL** katsoo, että edus-

tajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista suhteessa sijoittajiin tulisi säätää erikseen lailla.

Pörssisäätiö katsoo lausunnossaan, että koska edustajalle kuuluvia tiedonantovelvollisuuksia edustamiinsa tahoihin nähden ei voida nykymuotoisesti pitävästi soveltaa AML:n nojalla, olisi edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista säädettävä erikseen lailla. Mikäli edustajan velvollisuuksista syntyy epäselviä tilanteita, tämä heikentää piensijoittajien oikeusturvaa ja halukkuutta osallistua joukkolainojen merkintään.

Pörssin mukaan mahdollisen sääntelyn tulisi sisältää perussäännökset tiedonanto-, myötävaikuttamis- ja lojaliteettivelvollisuuksista edustajan toimivaltaan kuuluvissa asioissa. Tämä johtuu siitä, että edustaja toimii lähtökohtaisesti vain lainan omistajien edustajana ja näiden kanssa tekemänsä sopimuksen perusteella. Tällöin tiedonantovelvollisuuden sisältö määräytyy ensisijaisesti edustajan toimivallan kautta ja rajoittunee tästä syystä yhtäältä alan käytännön mukaisiin seikkoihin ja toisaalta edustajasopimuksessa mainittuihin seikkoihin. Näiden velvollisuuksien sisältöä voitaneen tarkentaa tarvittaessa valvontaviranomaisen määräyksillä ja ohjeilla. Sen sijaan AML:ssa tarkoitetun säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ulottaminen edustajaan sellaisenaan ei **Pörssin** mielestä ole tarkoituksenmukaista.

2.8 Edustajan rekisteröitymisvelvollisuus ja valvonta



Enemmistö vastaajista näki, että edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi tulisi asettaa rekisteröityminen Finanssivalvonnalle. Keskeisinä syinä mainittiin edustajalle muistiossa annettavaksi suunniteltujen itsenäisten toimintavaltuuksien laajuus, sijoittajansuoja ja edustussuhteen luottamuksen lisääminen. Tällä kannalla oli 12 lausunnonantajaa (**Tepora, Tuomisto, P&H, NT, KL, FiBAN, FK, OSKL, Pörssisäätiö, EK, Pörssi** ja **Tekes**).

Vastakkaista näkemystä edustivat 7 lausunnonantajaa (**C&S, HS, Roschier, CP, SAL, Fiva** ja **TEM**), jotka korostivat vastauksissaan muun muassa rekisteröitymisestä ja siihen liittyvästä riskienhallinnasta ja raportoinnista edustajalle aiheutuvia hallinnollisia kustannuksia, jotka eivät ole yhtenevät muistiossa ilmaistun joukkolainamarkkinoihin liittyvien transaktiokustannusten alentamistavoitteiden kanssa.

Finanssivalvonnalle rekisteröitymistä kannatettiin seuraavin perustein:

Teporan mukaan toimiluvan hakemista tai rekisteröitymisvelvollisuutta on arvioitava ennen muuta oikeusturvakysymyksenä. Toisin sanoen tuottaako Fivan suorittama valvon-

ta sellaista lisäarvoa, joka edesauttaa jvk-sijoittajien perusteltujen odotusten turvaamista, kun otetaan samanaikaisesti huomioon tällaisen järjestelyn tuoma lisäbyrokratia ja sen tuomat kustannukset, jotka sijoittajat todennäköisesti viime kädessä maksavat. **Teporan** mukaan muistiossa on esitetty edustajalle sellaisia itsenäisiä toimivaltuuksia, jotka puoltaisivat ammattimaisen edustajapalvelun tarjoajan rekisteröitymistä Fivalle. Lisäksi edustajainstituutilla on merkittävä tehtävä koko jvk-sijoitustoiminnan kehittämisen kannalta. Tähän nähden **Tepora** puoltaa sen harkitsemista, että ammattimaisen edustajapalvelun tarjoajan on rekisteröitävä itsensä Fivan piiriin ja saatettava näin itsensä valvonnan alaiseksi. Toimilupamenettely ei sen sijaan ole **Teporan** mukaan tarpeen. Kaiken kaikkiaan rekisteröityminen ja valvonta tulisi järjestää hallinnollisesti mahdollisimman kevyellä tavalla. Näin ollen tulisi säätää valvonnasta ja myös sanktioista, jos ei toimita lain edellyttämällä tavalla. Rekisteröitymisvelvollisuuden ei tulisi koskea vakuusagenttia syndikoidun luotonannon yhteydessä. Tässä yhteydessä riittää, kun oikeudet ja velvoitteet järjestetään keskinäisin sopimuksin. Rekisteröityminen koskisi vain joukkolainan liikkeeseenlaskussa jvk-sijoittajia edustavaa ammattimaista agenttia. Sitä voitaisiin perustella erityisesti sillä, että valvonnalla halutaan turvata ei-ammattimaisen sijoittajan asemaa.

Tuomisto toteaa, että joukkolainanhaltijoiden edustaja pitäisi velvoittaa rekisteröitymään Fivassa. Ensinnäkin lain soveltamisala olisi kaikkein yksinkertaisimmin kytkettävissä juuri rekisteröitymiseen. Rekisteröinnin yhteydessä olisi sitä paitsi tilaisuus tarkistaa edustajalle mahdollisesti asetettavien kelpoisuus- ja riippumattomuusvaatimusten täyttyminen sekä valvoa käytettäviä sopimusehtoja, jos sopimusehtojen valvontaa pidetään perusteltuna. Edustajien merkitseminen julkiseen rekisteriin antaisi myös joukkolainanhaltijoille yksinkertaisen keinon selvittää kulloinkin edustaja ja tämän yhteystiedot. **Tuomiston** mukaan edellä mainitun kaltainen rekisteröinti saattaisi edistää myös toiminnan epävirallista kontrollia.

P&H:n mukaan ehdotetut rekisteröinti- ja valvontaprosessit luovat hyvän pohjan sääntelyn edelleen kehittämiseksi. Fivan määräyksillä ja ohjeilla voitaisiin määrätä muun muassa edustajan huolellisuusvelvollisuutta, salassapidosta, sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, eturistiriidoista sekä joukkolainanhaltijoiden varojen ja lainojen vakuuksien säilyttämisestä.

NT kannattaa edustajan rekisteröitymisvelvollisuutta. Tanskan käytännön mukainen vapaaehtoinen rekisteröityminen Fivalle toisi rekisteröidyn edustajan toiminnalle uskottavuutta. Järjestelykohtainen valtuutus taas loisi tarpeettoman monimutkaisen prosessin ilman merkittävää lisäarvoa. Mikäli tällaista valtuutusta tavoitellaan, sen tulisi keskittyä yksinkertaiseen transaktion sopimusehtojen elektroniseen toimittamiseen sähköpostilla, mikä ei edellyttäisi hyväksyntää.

KL ilmoittaa pitävänsä tärkeänä, että joukkolainanhaltijoiden edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi tulisi asettaa rekisteröityminen Fivalle.

FK:n näkemyksen mukaan lailla tulee varmistaa edustajan riippumattomuus liikkeeseenlaskijasta. **FK** kannattaa joukkolainanhaltijoiden edustajan rekisteröitymistä Fivalle. Menettelyn ei kuitenkaan tulisi olla tarpeettoman raskas. **FK:n** mukaan olisi lisäksi hyvä pohtia edustajan velvollisuutta hankkia ja ylläpitää tarpeeksi kattava vastuuvakuutus.

Jos laki säädettäisiin, kannattaisi **FiBAN** edustajan rekisteröitymisvelvoitetta, mutta se ei näe syytä rekisteröidä jokaista järjestelyä erikseen.

OSKL toteaa lausunnossaan, että sijoittajien edustajan ja agentin valvonta Fivan toimesta on ehdottomasti perusteltua.

Pörssisäätiön mukaan edustajan rekisteröityminen Fivalle on kannatettavaa. Tätä perustelevat sekä edustajalle kaavaillut sangen laajat toimintavapaudet että erityisesti sijoittajien odotuksiin ja oikeusturvaan vastaaminen.

EK toteaa lausunnossaan, että mikäli edustajan kelpoisuuden varmistaminen on lakiteknisesti tarpeen, kevyt Fivan rekisteröintimenettely vaikuttaa perustellulta. **EK:n** mielestä liikkeeseenlaskukohtainen rekisteröintimenettely aiheuttaisi kuitenkin tarpeetonta hallinnollista taakkaa. Riittävää olisi rekisteröityminen Fivan edustajista pitämään rekisteriin.

Rekisteröintivaatimus olisi **Pörssin** mielestä perusteltua asettaa kaikille edustajatoimintaa harjoittaville toimijoille. Markkinoiden kannalta on luontevaa, että edustajien toimintaa voidaan tarvittaessa valvoa ja että valvontaa kuuluisi Fivan toimivaltaan.

Tekes pitää edustajien velvollisuutta rekisteröityä ja niiden saattamista näin Fivan valvonnan piiriin perusteltuna.

Rekisteröitymistä vastustaneet perustelivat kantaansa seuraavasti:

C&S ei varauksettomasti kannata edustajalle asetettavaa rekisteröitymisvelvollisuutta. Jos edustajaan ei kohdistu nimenomaisia arvopaperimarkkinaoikeudellisia tiedonanto- tai toimimisvelvollisuuksia, rekisteröitymistä ei voine perustella myöskään Fivan valvontatehtävän helpottamisella. Pitkälti vastaavasti argumentoivat myös **Roschier** ja **SAL**. **C&S** jatkaa arviotaan kuitenkin toteamalla lisäksi, että rekisteröitymis- tai ilmoitusvelvollisuutta on sisällytetty useisiin finanssimarkkinoita koskeviin lakeihin (laki vakuutus-edustuksesta, maksulaitoslaki, laki vaihtoehtorahastojen hoitajista) raskaaksi koetun toimilupaprosessin korvikkeeksi. Näissä laeissa omaksutut ratkaisut poikkeavat toisistaan, eikä rekisteröitymis- tai ilmoitusvelvollisen yhteisön asemaa ole ratkaistu yhtenäisesti. Toimilupavelvollisten valvottavien asema on säännelty huomattavasti yhtenäisemmin. **C&S** ehdottaa, että rekisteröitymis- ja ilmoittautumisvelvollisuuksia, niiden perusteita sekä niiden perusteella syntyvää oikeusasemaa tarkasteltaisiin laajemmin ennen edustajan määrittelemistä hieman uudenlaisen rekisteröitymisvelvollisuuden alaiseksi.

HS:n mukaan rekisteröitymisvelvollisuutta ei pidä rakentaa ainakaan niin, että luodaan uusi valvontarakenne tätä tarkoitusta varten. Lähtökohtaisesti pitäisi varoa transaktiokustannusten lisäämistä valvontavelvollisuuksien kautta. Tanskan mallinen liikkeeseenlasku-ilmoitus Fivalle lainmukaisuuden varmistamiseksi voitaisiin **HS:n** mukaan kuitenkin ottaa harkittavaksi.

CP ei näe edustajan toiminnassa sinänsä sellaista riskiä jvk-omistajille, jonka kontrolloiminen edellyttäisi rekisteröintiä. Toisaalta edustajille tulisi asettaa tietyt kelpoisuusvaatimukset, ja rekisteröitymisvaatimus olisi siksi perusteltu. Toinen vaihtoehto olisi erityinen toimilupa, joka olisi edellytys edustajana toimimiselle. Mikäli lainsäädännössä kuitenkin päädytään rekisteröitymisvaatimukseen, tulisi itse rekisteröinnin olla **CP:n** mukaan nopea ja sujuva prosessi, jotta se ei viivästyttäisi liikkeeseenlaskuja.

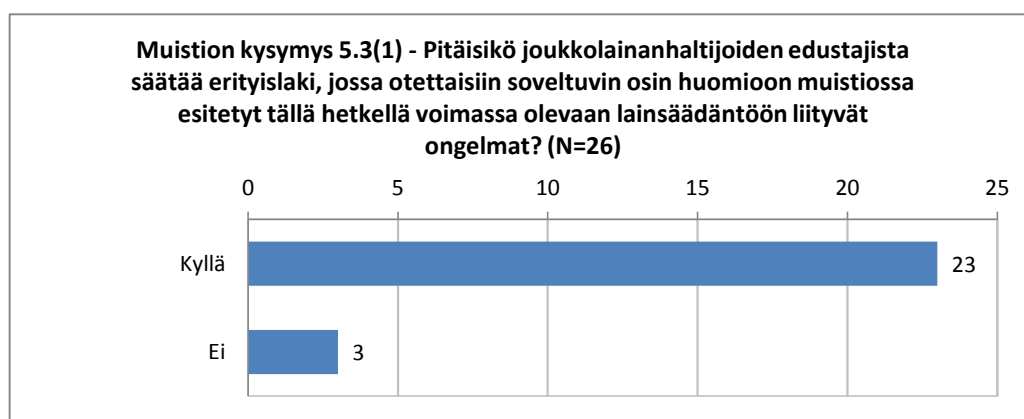
Fiva katsoo, että edustajana toimivalle tulisi asettaa erityislaissa tietyt laadulliset edellytykset, kuten riippumattomuus liikkeeseenlaskijasta ja toiminnan järjestäminen edustajan tarjoamien palvelujen laatu ja laajuus huomioon ottaen luotettavalla tavalla. **Fiva** ei kuitenkaan pidä tarpeellisenä, että edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi asetetta-

siin rekisteröityminen **Fivalle**. **Fivan** näkemyksen mukaan riittävä valvonta ja tiedon-saantioikeudet voidaan turvata ilman rekisteröitymistä muullakin tavoin, esimerkiksi asettamalla edustajalle AML:iin tiedonantovelvollisuus, sisällyttämällä edustaja Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n luetteloon ”Muut finanssimarkkinoilla toimivat” sekä asettamalla edustajia koskevaan erityislakiin mahdollisia säännöksiä siitä, miltä osin **Fiva** valvoo edustajia tai niiden toimintaa. Rekisteröinti ja liikkeeseenlaskukohtainen rekisteröinti **Fivalle** edellyttäisivät valvontamaksun perimistä edustajalta. Yhtenä jvk-markkinan kehittämishankkeen tavoitteena on joukkolainan liikkeeseenlaskuun liittyvien kustannusten alentaminen, eikä rekisteröintivelvollisuus edistäisi tätä tavoitetta. Lisäksi **Fiva** katsoo, että muistiossa mainittu liikkeeseenlaskukohtainen rekisteröinti voisi johtaa kaksinkertaiseen työhön, koska **Fiva** käy esitetarkastuksen yhteydessä läpi yleisölle tarjottavien tai pörssiin listattavien lainojen ehdot.

TEM on edustajan rekisteröitymisvelvollisuutta vastaan, koska se rajoittaisi sopimusvapautta, kun edustajana ei saisi toimia muu kuin lain mukaan rekisteröity edustaja. Tämä aiheuttaisi markkinoiden toiminnalle tarpeetonta kitkaa. Lisäksi edustajien valvonta aiheuttaisi kustannuksia, jotka tulevat viime kädessä liikkeeseenlaskijoiden kannettaviksi.

3 Lausuntopalaute muistiossa esitettyihin laaja-alaisiin kysymyksiin

3.1 Tarve joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevalle erityislaille



Kaikki 26 lausunnonantajaa vastasivat tähän muistion, sen laatimisen ja julkaisun kannalta keskeiseen kysymykseen. Kysymys vastaa pitkälti muistion kysymystä 3.3.2(2), jota on käsitelty yllä kohdassa 2.1.2, ja näin ollen myös vastaukset ovat pitkälti yhdenmukaiset. Osa lausunnonantajista oli kuitenkin tähän kysymykseen antamissaan vastauksissa ottanut huomioon laajemmin muistiossa esitetyt näkökohdat ja esittänyt omia näkemyksiään säädettävän erityislain sisällöksi, minkä takia lausuntopalautteen selostaminen myös tässä kohdassa on perusteltua.

Erityislain säätämistä tukeneet tahot perustelivat kantaansa seuraavasti:

Tepora pitää perusteltuna säätää joukkolainanhaltijoiden edustajasta erityislaki. **Teporan** mukaan tietyistä asioista tulisi säätää vähimmäissäännöt ja muutoin jättää osapuolille tilaa sopimusvapauden puitteissa määrätä keskinäisestä suhteestaan. Erityisen tärkeitä lailla säädettäviä asioita olisivat (i) päämiehen irtisanomisoikeuden rajoittaminen edustussopimuksen suhteen edustusjärjestelyn voimassaoloaikana, jollei erikseen asiasta ole päätetty toisin; (ii) edustussopimuksen voimassa ollessa päämies ei voisi käyttää rinnak-

kaista kanneoikeutta paitsi silloin kun edustaja jättää perusteetta käyttämättä positiivista kanneoikeuttaan ja päämiehen intressi tämän vuoksi vaarantuu; ja (iii) edustajan toimikelpoisuudesta tulisi säännellä silloin, kun edustaja toimii edustussopimuksen voimassa ollessa sopimuksen puitteissa ja edustaessaan päämiestä; toimikelpoisuutta koskevia asioita ovat muun muassa positiivinen kanneoikeus päämiehen puolesta, oikeus hakea vastapuoli konkurssiin ja valvoa päämiehen etua sekä oikeus hakea päämiehen puolesta vastapuoli yrityssaneerausmenettelyyn. Lisäksi olisi **Teporan** mukaan ainakin harkittava, että lainsäädännössä ylipäänsä säädettäisiin edustajan tiedonantovelvollisuudesta edustussopimuksessa sovitusta asioista ja päämiehen vastapuolen taloudellisista tai muista sopimussuhteen täyttämisen kannalta olennaisista asioista. Lisäksi voi olla syytä kirkastaa ja selventää alan terminologiaa määrittelemällä käytössä olevat termit eri asioiden yhteydessä.

Tuomiston mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajista pitäisi säätää lailla. Lakiin olisi otettava säännökset ainakin: (i) säännösten asiallisesta ja alueellisesta soveltamisalasta; (ii) edustajalle asetettavista vaatimuksista (mukaan lukien riippumattomuusvaatimus/velvollisuus sidonnaisuuksien julkistamiseen); (iii) edustajan rekisteröitymisestä sekä rekisteriviranomaisesta ja tämän tehtävistä rekisteröitymisen yhteydessä ja mahdollisesti edustamistoimeksiannon kestäessä; (iv) edustajan edustusvallan rajoista, edustusvallan peruuttamattomuudesta (niin *inter partes* kuin *ultra partes*) ja edustusvallan yksinomaisuudesta; (v) edustajan velvollisuudesta huolehtia yhdenvertaisesti kaikkien joukkolainanhaltijoiden eduista sekä velvollisuudesta säilyttää joukkolainanhaltijoiden varat ja heidän saataviaan turvaavat vakuudet erillään omista varoistaan samoin kuin edustajan velvollisuuksien rikkomisen seuraamuksista; sekä (vi) luvattomasti edustajana toimimisen seuraamuksista. Myös joukkolainanhaltijoiden edustajan puhevalta tuomioistuimissa ja muissa viranomaisissa (ml. konkurssi ja yrityssaneeraus) olisi epäselvyyksien välttämiseksi syytä määritellä laissa mahdollisimman laajaksi. **Tuomiston** mukaan sopimusehdoilla ratkaistavaksi jäisi tämän jälkeen se, rajoitetaanko edustajan edustusvaltaa jossakin suhteessa lain mukaisesta maksimista. Kokonaan tahdonvaltaista sääntelyä laissa voisi olla erityisesti edustajan muista kuin varsinaiseen edustamiseen liittyvistä tehtävistä.

C&S, Roschier ja **SAL** kannattavat joukkolainanhaltijoiden (ja luotonantajien/rahoittajaosapuolien) edustajia koskevan erityislain säätämistä ottaen huomioon omissa lausunnoissaan toteamansa seikat.

HS:n mukaan lainsäädännön tasolla pitäisi ainakin ratkaista edustajan asialegitimaatio / kannevalta tuomioistuimissa toimia jvk-haltijayhteisön puolesta omissa nimissään. Samalla pitäisi **HS:n** mukaan todeta edustussuhteen pysyvyys eli se, ettei asianomainen edustus olisi yksipuolisesti peruutettavissa. Toimikelpoisuus tehdä oikeustoimia jvk-yhteisön puolesta pitäisi myös ottaa harkittavaksi etenkin liittyen vakuuksiin ja velkojien välisiin järjestelyihin. **HS:n** mukaan velvoiteoikeudelliset kysymykset lienevät pääasiallisesti ratkaistavissa myös sopimusteitse. Tanskan malli näyttäisi tarjoavan järjevän rakenteen; järjestely perustuu asianomaisen luoton ehtoihin ja osapuolet voivat näin lähtökohdaisesti itse määrittää sen ulottuvuuden.

P&H:n mukaan edustajan itsenäistä kanneoikeutta koskevan erityislain säätäminen on selkein ja taloudellisin tapa ratkaista edustukseen liittyvät ongelmat. Lain valmistelussa olisi kuitenkin **P&H:n** mielestä selvitetävä, onko kanneoikeuden perustaminen oikeussuhteen ulkopuoliselle taholle sellainen seikka, jolla voi olla laajempia prosessioikeudellisia vaikutuksia.

NT:n mukaan toimivaltaisen edustajan vapaaehtoisesta rekisteröinnistä tulisi säätää laissa. Sopimuskohtainen dokumentaatio ja osapuolten (ml. edustajan) yksityiskohtaiset roolit, vastuut ja velvollisuudet tulisi jättää lainsäädännön ulkopuolelle.

CP:n mukaan asiasta olisi hyvä säätää tarkemmin erityislaissa. Nykyinen voimassaoleva lainsäädäntö ei **CP:n** mukaan takaa edustussuhteen pysyvyyttä riittävässä määrin, ja jättää liikaa tulkinnanvaraisuutta.

Fiva pitää kannatettavana joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistä. Muistiossa esitetyn selvityksen perusteella oikeusvarmuuden parantamiselle on tarvetta. **Fivan** näkemyksen mukaan erityislainsäädäntö myös edistäisi edustajamallin hyödyntämistä ja parantaisi sijoittajansuojaa. **Fivan** mukaan joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaan lakiin tulisi sisällyttää ainakin: (i) lain soveltamisala ja määritelmät; (ii) lain soveltamisalan tulisi olla selkeä ja se tulisi esimerkiksi rajata joukkolainoihin, joita tarjotaan Suomessa; (iii) riittävän oikeusvarmuuden turvaamiseksi lain ei tulisi olla kaikkien säännösten osalta tahdonvaltainen, vaan laista tulisi selkeästi käydä ilmi, mistä säännöksistä voidaan poiketa ja mitkä säännökset ovat pakottavia; (iv) lain tulisi sisältää joukkolainan määrittely esimerkiksi viittauksella AML:n arvopaperin määritelmään; (v) edustajan oikeudet ja velvollisuudet (ml. sijoittajien tasapuolinen kohtelu) sekä sijoittajan negatiivinen kanneoikeus; (vi) edustajan laadulliset edellytykset: riippumattomuus liikkeeseenlaskijasta ja toiminnan järjestäminen edustajan tarjoamien palvelujen laatu ja laajuus huomioon ottaen luotettavalla tavalla; (vii) edustajan toimikelpoisuus (kanneoikeus ja toimikelpoisuus konkurssi- sekä yrityssaneeraustilanteissa); (viii) edustajan irtisanominen; (ix) vahingonkorvaus; ja (x) lisäksi joukkolainanhaltijoiden edustaja tulisi lisätä Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n luetteloon "Muut finanssimarkkinoilla toimivat".

KKV pitää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaa erityislainsäädäntöä kannatettavana.

KA puoltaa erityislain säätämistä nimenomaan edustajan aseman selventämiseksi konkurssi- ja yrityssaneerausmenettelyissä.

SP kannattaa edustajamallia koskevan lainsäädäntöhankkeen käynnistämistä. Tällä hetkellä joukkolainanhaltijoiden mahdolliset edustajat toimivat sopimusperusteisesti ja tämännkaltaista toimintaa säätelevää lainsäädäntöä sisältyy useaan eri lakiin, minkä lisäksi nykyiseen lainsäädäntöön näyttäisi liittyvän oikeudellisia epävarmuuksia koskien joukkolainanhaltijoiden edustajia. Edustajamallia koskeva erityislainsäädäntö vähentäisi **SP:n** mukaan joukkolainanhaltijoiden oikeuksiin liittyvää epävarmuutta ja selkeyttäisi mahdollisten joukkolainanhaltijoiden edustajien toimintamahdollisuuksia. Samalla toimiva ja selkeä edustajamalli parantaisi sijoittajansuojaa sekä myös pienempien suomalaisten yritysten mahdollisuuksia hankkia pitkäaikaista markkinaehtoista rahoitusta. Lisäksi edustajamallia koskeva erityislainsäädäntö tukisi myös kotimaisten syndikoitujen luottomarkkinoiden toimintaa.

Asia on Suomessa uusi eikä vakiintunutta käytäntöä ole. Tämän vuoksi **KL** pitää perusteltuna, että joukkolainanhaltijoiden edustajista kattavasti säädettäisiin erityislailla. Myöskään joukkolainamarkkinoiden luotettavuuden ja toimivuuden kannalta tulkinnanvaraisuudelle ei ole syytä jättää sijaa. Erityisesti edustajan tiedonanto- ja muista toimintavelvollisuuksista suhteessa sijoittajiin tulisi säätää erikseen lailla. Lisäksi laissa tulisi säätää riittävästä ohjeistuksesta edustajan ja sijoittajien kesken noudatettavassa menettelyssä sijoittajien aseman varmistamiseksi. Lisäksi joukkolainanhaltijoiden edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi tulisi asettaa rekisteröityminen Fivalle.

FK:n näkemyksen mukaan edustajaa koskeva lainsäädäntö on välttämätön oikeusvarmuuden ja toimivien joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kannalta. Lainsäädännön tasolla tulee ratkaista edustajan asema liikkeeseenlaskijan konkurssissa ja yrityssaneerauksessa. Edustajamalli on tarpeellinen joukkolainoissa, joissa on vakuus tai joiden lainaehdot sisältävät finanssikovenantteja, joita seurataan säännönmukaisesti (esimerkiksi vuosittain) tai tiettyjen edellytysten täytyessä (esimerkiksi velallisen halutessa ottaa lisää velkaa). **FK:n** mukaan edustajamallin ei kuitenkaan tule olla pakollinen vaan osapuolten sopimusvapauden piirissä. **FK:n** mukaan on keskeistä, että valinta edustajamallin käyttämisestä tai käyttämättä jättämisestä jätetään markkinaosapuolille.

OSKL kannattaa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaa sääntelyehdotusta. **OSKL** ilmoittaa olettavansa, että Fiva tulee valvomaan myös edustajan riippumattomuutta. **OSKL** pitää lisäksi tarpeellisenä määräyksiä edustajan toimikelpoisuudesta suhteessa liikkeeseenlaskijan konkurssiin ja yrityssaneeraukseen. Sijoittajien edustajan ja agentin valvonta Fivan toimesta on ehdottomasti perusteltua. Sääntelyllä tulee pyrkiä toimivien joukkolainamarkkinoiden aikaansaamiseen siten, että markkinoilla on sijoittajille tarjolla lukuisa joukko erilaisen riskiprofiilin ja tuoton tarjoavia joukkolainoja, joihin liittyvä informaatio on olennaisin osin avointa ja läpinäkyvää, ja joilla voi käydä kauppaa kuten nyt osakemarkkinoilla.

Pörssisäätiö katsoo, että Suomessa on tarpeen säätää edustajamallista erillisellä lailla. Joukkolainojen käytön yleistyessä on **Pörssisäätiön** mukaan on yhä todennäköisempää, että jossain vaiheessa riitatilanteet ajautuvat oikeusprosesseiksi samaan tapaan kuin Norjassa on tapahtunut. Vaikeutuessaan tällaiset tapaukset vieraannuttavat sijoittajia markkinoilta ja haittaavat rahoitusjärjestelmän toimintaa.

SY:n mukaan erityislaki on paikallaan siltä osin kuin edustajia koskeva lainsäädäntö on niin epäselvää, että se haittaa markkinoiden toimivuutta. Ensisijaisesti tähän tulisi pyrkiä kehittämällä alan itsesääntelyä ja sopimuskäytäntöjä. Lainsäädännöllisten toimenpiteiden käyttö tulisi rajoittua vain niihin tilanteisiin, joissa markkinoiden toimivuutta olennaisesti uhkaavia epäkohtia ei ole muutoin mahdollista ratkaista. Edustajamallin haasteena **SY** näkee oikeanlaisen kompromissin hakemisen liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan tavoitteiden välillä. Lisäksi kehitettäessä joukkolainarahoitusta myös pk-yritysten rahoitusmuodoksi on tärkeää sääntelyssä turvata myös liikkeeseenlaskijan asema.

TELA:n mukaan edustajainstituution oikeusvarmuuden luominen edellyttää erityislain säätämistä. Muissa Pohjoismaissa on kyetty luomaan sääntelyllä toimivampia ja vilkkaampia yrityslainamarkkinoita pk-sektorille. Tästäkin syystä olisi **TELA:n** mukaan hyvä, että Suomen pk-sektorille luotaisiin erityislaki edustajainstituutiosta, koska myös Suomen yritysrahoituskenttä voisi monipuolistua ja laajentua tätä kautta ja houkutella myös ulkomaisia sijoittajia. Sijoittajansuoja ja sijoittajien asema myös suhteessa lainojen liikkeeseenlaskijoihin on turvattava erityislaissa. Lisäksi **TELA** esittää, että erityislaki tunnustaisi edustajainstituution, mutta jättäisi myös sopimusvapautta osapuolille rakenteessa. Edustajalle tulisi myös säätää puhevallan mahdollisuus konkurssi- ja insolvenssitilanteissa. Edustajainstituutiolta tulisi myös edellyttää viranomaisvalvontaa eli rekisteröimistä Fivaan.

EK toteaa, että markkinoiden toimivuuden kannalta edustajalla on oltava yksiselitteinen kelpoisuus edustaa velkakirjojen haltijoita myös mainituissa oikeudellisissa prosesseissa. **EK:n** käsityksen mukaan lainsäädäntöä on tältä osin muutettava, mikäli oikeudellista varmuutta ei voida muutoin taata. **EK** korostaa, että lainsäädännön muutokset on toteutettava siten, ettei muutoksilla heikennetä edustajan asemaa jo voimassaolevissa liikke-

seenlaskuissa. Toisaalta myöskään lainsäädännön soveltamisen ulkopuolelle jäävien edustussuhteiden oikeudellista varmuutta ei tule heikentää. Edustajamallin toimivuus edellyttää käytännössä edustajalta myös riittävää uskottavuutta. **EK:n** käsityksen mukaan edustajan uskottavuuden tulee rakentua markkinaehtoisesti ensisijaisesti edustajan oman toiminnan ja markkinoiden odotusten perusteella.

Pörssi katsoo, että Suomen joukkovelkakirjamarkkinoita voidaan osaltaan kehittää taroituksenmukaisin ja joustavin lainsäädännöllisin keinoin. Oikeusvarmuuteen liittyvien kysymysten selkeyttäminen tukee myös osaltaan markkinan toimintaa. Yleisesti ottaen **Pörssi** kannattaa tarpeellisten, mutta suppeahkojen lainsäädännöllisten keinojen jatkoselvittämistä asiassa. Ensisijaisesti asiassa on noudatettava osapuolten välistä sopimusta. **Pörssi** katsoo, että edustajan toimikelpoisuus on syytä varmistaa näiltä osin lainsäädäntötoimilla. Lisäksi merkittävässä edustussuhteissa tulisi harkita mahdollisessa erityislainsäädännössä edustajan kelpoisuudelle asetettujen erityisehtojen täyttämistä. Rekisteröintivaatimus olisi perusteltua asettaa kaikille edustajatoimintaa harjoittaville toimijoille. **Pörssi** ehdottaa harkittavaksi seuraavia seikkoja koskevien tarkempien säännösten ottamista lakiluonnokseen tai sen perusteella mahdollisesti annettaviin tarkempiin määräyksiin tai ohjeisiin: (i) edustajan riippumattomuus; (ii) mahdollisuus edustajan vaihtamiseen; ja (iii) edustajan konkurssi ja tämän hallinnoimat varat.

Tesin mukaan edustajamallia koskeva erityislainsäädäntö voisi vähentää oikeusepävarmuutta ja sitä kautta edistää toimivien joukkolainamarkkinoiden syventämistä. Oikeusepävarmuuden vähentäminen ja selkeä järjestelmä voisivat myös lisätä ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta nykyistä pienempien yritysten joukkolainoihin. Tällöin on kuitenkin tärkeätä varmistaa se, että lainsäädäntö ei poissulje pakottavasti poikkeavia muita järjestelyitä ja että lainsäädännön keinoin pyritään pienentämään joukkolainojen hallinnointiin niiden voimassaoloaikana liittyviä kuluja. Mahdollinen uusi säädöspohja ei siis saa **Tesin** mukaan johtaa liikkeeseenlaskijoiden ja/tai sijoittajien kulujen kasvamiseen eikä yksiselitteisesti estää perustelluissa tapauksissa poikkeavia järjestelyitä.

Tekesin mukaan edustajan asemaa koskeva mahdollinen lainsäädäntö lienee tarkoituksenmukaisinta kohdentaa nimenomaan sellaisiin tilanteisiin, joissa liikkeeseenlaskija ajautuu ongelmiin tai ryhtyy muihin toimiin, joilla voi olla olennainen vaikutus velkojan asemaan tai mahdollisuuteen saada sijoittamansa varallisuus takaisin ja/tai mahdollisuuteen saada sille ennakoidun suuruinen tuotto. **Tekesin** mukaan mahdollisen lainsäädännön tulisi olla yleisluonteinen ja koskea laajalti kaikkia eri rahoitusmuotoja, joiden kohdalla edustajan käyttö voi tulla kyseeseen. Edustajan käyttöä ei kuitenkaan tule asettaa pakolliseksi, vaan markkinoilla tulee sallia myös toimiminen ilman edustajaa. Mahdollisessa lainsäädännössä ja markkinoiden muussa ohjauksessa tulisi lisäksi pyrkiä mahdollisimman ymmärrettäviin, selkeisiin ja kansainvälisesti yhdenmukaisiin ratkaisuihin. Ratkaisujen tulee erityisesti lisätä kansainvälisten sijoittajien kiinnostusta Suomea kohtaan. Jotta järjestely edistäisi nimenomaan pk-yritysten rahoituksen saatavuutta, tulee sen **Tekesin** mukaan turvata myös liikkeeseenlaskijan asema.

Erityislakia vastustettiin seuraavin perustein:

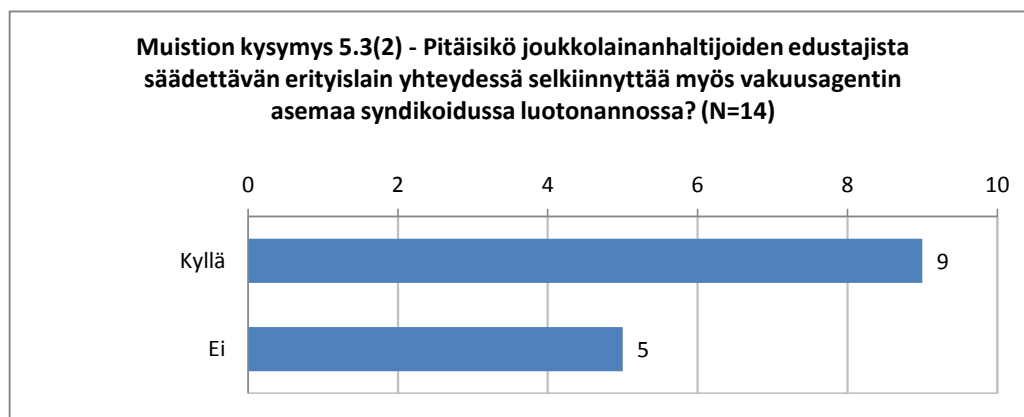
OM katsoo, että edustajamallin käyttö on mahdollista jo nykyisin, joskin erityislainsäädännöllä olisi eräiltä osin mahdollista selventää malliin liittyviä velvoite- ja esineoikeudellisia kysymyksiä ja siten lisätä oikeusvarmuutta. **OM:n** mukaan arvio siitä, katsotaanko tarkoituksenmukaiseksi suunnatta käytettävissä olevia niukkoja lainvalmisteluresursseja tähän vai muihin hankkeisiin, on tehtävä **OM:n** ja **VM:n** yhteistyönä. **OM:n** arvion mukaan näkökohdille, jotka vaikuttaisivat tukevan edustajaa koskevan erityislainsäädän-

nön tarvetta tai suorastaan osoittavan sellaisen lainsäädännön välttämättömyyttä, on muistiossa annettu jossain määrin ylikorostunut merkitys. Joka tapauksessa valtaosa muistiossa käsitellyistä kysymyksistä kuuluu velvoite- ja esineoikeuden alaan ja siten **OM:n** valmisteluvastuulle. Uuden lainsäädännön tarve olisi täten arvioitava ja mahdollisen hankkeen suunnittelu tehtävä ministeriöiden välisenä yhteistyönä.

TEM:n mukaan uuden lainsäädännön noudattaminen ja valvonta aiheuttaisi uusia kustannuksia. Samoin lainsäädännön valmistelu ja ylläpito liitännäislainmuutoksineen aiheuttaisi kustannuksia. Nämä kustannukset tulevat viime kädessä liikkeeseenlaskijoiden kannettavaksi. **TEM** on pyytänyt vielä arvioimaan, liittyykö sopimusperustaiseen joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaan käytännössä muistiossa esitetyn kaltaisia ongelmia, ja miten merkittäviä nämä ongelmat ovat. **TEM** myös näkee VM:n rajoittavan sopimusvapautta. Mikäli sopimusvapautta halutaan rajoittaa, tulee sille olla erityiset todennetut perusteet.

FiBANin mielestä tulisi yleisesti ottaen välttää erityislainsäädäntöä, jotta lakien ja säästösten määrä saataisiin pidettyä vähäisempänä ja niiden yleispätevyys suurempana. Lisäksi tässä nimenomaisessa asiassa tulee **FiBANin** mukaan luottaa siihen, että suuria summia sijoittavat henkilöt tietävät mitä tekevät ja ottavat huomioon sekä pystyvät hallitsemaan riskit päätöksenteossaan ja omassa sopimisessaan. Piensijoittajien riski on kohtuullinen. Erillislain sijasta voisi olla tarkoituksenmukaisempaa vahvistaa agentin oikeus toimia sijoittajien edustajana riippumatta lainaavan yrityksen juridisesta tilasta (going concern, velkajärjestely, konkurssimenettely) mikäli tämä voidaan toteuttaa pitävästi ilman erillislakia.

3.2 Vakuusagentin asema syndikoidussa luotonannossa



Enemmistö eli 9 lausunnonantajaa kannatti vakuusagentin aseman selkiyttämistä syndikoidussa luotonannossa. Myöskään vastustajat, joita oli 5 tahoja, eivät olleet ehdottomia, vaan pikemminkin totesivat, ettei sääntely ole välttämätöntä, mutta sillä voitaisiin mahdollisesti selventää olemassa olevaa oikeustilaa, jos se nähdään tarpeelliseksi.

Vakuusagentin aseman selkiyttämistä kannatettiin seuraavin perustein:

Teporan mukaan vakuusagentin aseman selkiyttämällä olisi merkitystä nimenomaan silmällä pitäen syndikoidun luoton luotonsaajan insolvenssilanteita. Näissä tapauksissa tulee kysymykseen Suomen insolvenssilainsäädäntö. Niinpä on tärkeää, miten insolvenssilainsäädännössä tunnustetaan vakuusagentin oikeusasema ja tämän toiminta panttiva-

rallisuuden suhteen. Muutoinhan useimmiten syndikoituun luotonantoon sovitaan sovellettavaksi esimerkiksi Englannin lainsäädäntöä. Vakuusagentin oikeusaseman selittäminen välihenkilökonstruktion avulla on **Teporan** mukaan täysin mahdollista nykyisellään voimassa olevan kansallisen oikeuden mukaan, mutta se edellyttää tiettyjen tulkitasuosistusten hyväksymistä ja omaksumista oikeuskäytännössä. Tässä suhteessa ei ole vielä suinkaan saatu aikaan vakiintunutta oikeuskäytäntöä, ja sen muodostuminen voi kestää vielä pitkään. Tässä kontekstissa voi olla perusteita selkiinnyttää myös vakuusagentin asemaa syndikoidussa luotonannossa. Sääntely olisi kuitenkin nähtävä tässä tapauksessa tarkoin rajatuksi. **Tepora** ei kannata rekisteröintivelvollisuuden ulottamista vakuusagenttiin.

Tuomiston mukaan vakuusagentin asema syndikoidussa luotonannossa tulisi säännellä mahdollisimman pitkälti samaan tapaan kuin joukkolainanhaltijoiden edustajan asema, sillä ongelmat johtuvat pitkälti samoista syistä. Koska lain säännökset asettaisivat edustajan toiminnalle ainoastaan väljät institutionaaliset puitteet, joiden asettamisessa rajoissa asiat jäisivät ratkaistavaksi sopimusvapauden pohjalta, lainsäädäntötasolla on **Tuomiston** mukaan mahdollista saavuttaa pitkälle menevä yhdenmukaisuus.

C&S kannattaa vakuusagentin tilitysvelvollisuuden selkeyttämistä niin, että se sitoisi selkeästi myös vakuusagentin konkurssi- ja muita velkoja. Lisäksi **C&S** katsoo, että uudessa laissa tulisi säännellä edustajan lisäksi myös vakuusagentin asemaa koskevien sopimusehtojen sitovuudesta ottaen huomioon myös, että edustaja voi toimia itse myös vakuusagenttina tai vakuusagentti voi olla edustajasta erillinen taho.

Roschier kannattaa vakuusagenttirakenteen selkeyttämistä. Lisäksi uudessa laissa tulisi **Roschierin** mukaan säätää edustajaa vastaavasti myös vakuusagenttia koskevien sopimusten ehtojen sitovuudesta ja vakuusagentin kanneoikeudesta ottaen huomioon myös, että edustaja voi toimia itse myös vakuusagenttina tai vakuusagentti voi olla edustajasta erillinen taho.

NT kannattaa vakuusagentin aseman selkeyttämistä. Lain laaja soveltamisala yksinkertaistaisi **NT:n** mukaan kansainvälisesti käytettyjä monista instrumenteista koostuvia lainapaketteja, erityisesti jos niihin liittyy jaettu tai yhteinen vakuus tai kovenantti. Lainsäädännön tulisi myös sisältää riittävät oikeudet ja edustuksen ulosottolainsäädännön nojalla, joka on sovellettava täytäntöönpanotoimia sääntelevä laki esimerkiksi kiinteistörahoituksessa ja yritysikiinnityksissä. **NT:n** mukaan on tärkeää, että edustaja voisi toimia vakuuden julkivarmistuksessa, hallinnoinnissa ja täytäntöönpanossa *no action* -ehdon suojaamana.

SAL kannattaa vakuusagentin tilitysvelvollisuuden selkeyttämistä niin, että se sitoisi selkeästi myös vakuusagentin velkoja.

OM:n mukaan yksityisoikeudellinen lainsäädäntö olisi yleensä syytä laatia soveltamisalaltaan yleiseksi siten, että asiallisesti toisiaan vastaavia ilmiöitä koskisi sama tai samanlainen sääntely.

Pörssisäätiöllä ei ole tiedossaan syitä, miksi vakuusagentin aseman selkeyttäminen myös syndikoidussa luotonannossa olisi vastustettavaa.

Tesin mukaan mahdollisia vakuusagentteja koskevat pitkälle samat huomiot kuin joukkolainojen edustajamallia.

Vakuusagentin aseman selkiyttämistä vastustettiin seuraavin perusteluin:

HS ei lähtökohtaisesti näe tarvetta syndikoituja luottoja koskevaan sääntelyyn, sillä syndikaattitahojen on lähtökohtaisesti mahdollista järjestää suhteensa sopimuksenvaraisesti ja kannevallan luovuttaminen toiselle taholle on varsin radikaali ratkaisu näissä järjestelyissä. Mutta toisaalta, jos ratkaisu on Tanskan mallin mukaisesti sopimuksenvarainen, sääntelyn sovellettavuus yleisesti kollektiiviseen luotonantoon voi olla pragmaattinen ja toimiva ratkaisu.

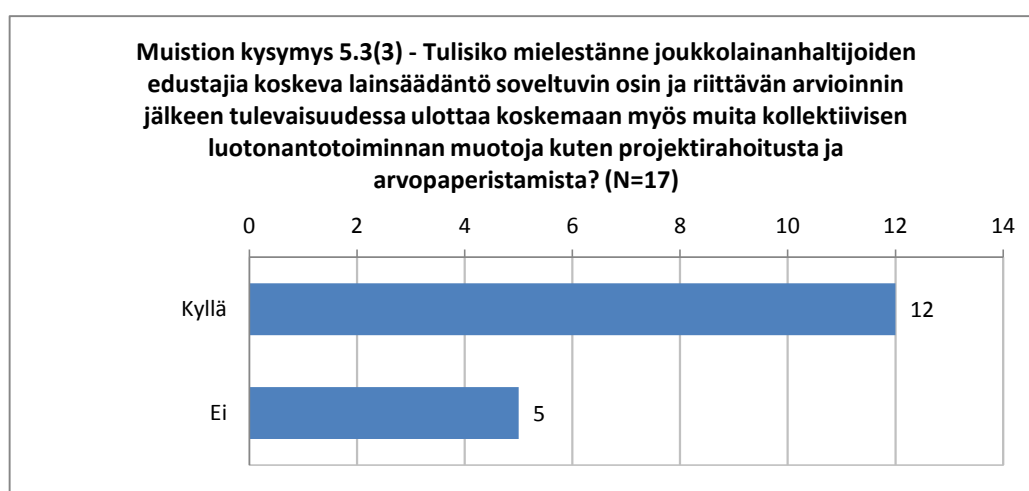
P&H:n mukaan syndikoidun luoton vakuusagentti toimii ammattimaisemmassa ympäristössä kuin joukkolainan edustaja, joten edustajasta ja vakuusagentista ei **P&H:n** mukaan ole mielekästä säätää samassa laissa.

FiBANin mukaan selkiyttämistarvetta ei ole. Syndikoidun luotonannon toimijat ovat pääsääntöisesti vielä ammattimaisempia kuin joukkolainoihin sijoittavat toimijat. Toisaalta toisinaan ero joukkolainan ja syndikoidun lainan välillä ei ole suuri tai agentti voi toimia molempien edustajana samaan aikaan, joten mahdollinen lainsäädäntö voisi **FiBANin** mukaan jättää agenttia käyttävän lainasopimuksen muodon avoimeksi, jotta markkinan kehitystä ei estetä.

FK:n mukaan pankkien välinen kansainvälinen markkinakäytäntö on syndikoidussa lainassa erittäin vahva. Sääntelytarvetta ei **FK:n** mukaan ole.

TELA toteaa lausunnossaan, että syndikoitua lainaa voidaan pitää korostetummin sopimusoikeudellisena konstruktiona, koska syndikaatin jäsenet ovat tavallisesti liikepankkeja, joilla on ammatillisia resursseja ja kokemusta eri mallien toiminnasta. Syndikaattia voi verrata suursijoittajien *club deal*-rakenteisiin, joissa osapuolilla on symmetrisempi informaatio ja yhtenevät intressit. Näin ollen syndikaattirakenteet tulisi jättää **TELA:n** mukaan erityislain ulkopuolelle.

3.3 Erityislain soveltamisala



Seitsemästätoista kysymykseen vastanneesta lausunnonantajasta 12 kannatti joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön ulottamista muihin kollektiivisen luotonantotoiminnan muotoihin kuten projektirahoitukseen ja arvopaperistamiseen. Monet lausunnonantajat myös huomauttivat, että projektirahoitus yleensä järjestetään syndi-

koidun luotoannon kautta ja vastaavasti arvopaperistaminen perustuu joukkolainojen käyttöön, joten joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö tulisi olla hyödynnettävissä myös jo analogian kautta.

Viidestä kysymykseen kielteisesti vastanneesta tahosta muutama näytti vastauksissaan tarkoittaneen, ettei muita kollektiivisia luotoantomuotoja varten tarvita omaa erityislainsäädäntöään, vaan edustajia koskevien säännösten tulisi soveltua suoraan analogian perusteella myös muihin kollektiivisiin rahoitusmuotoihin.

Edustajamallin ulottamista muihin kollektiivisen luotonannonmuotoihin kannatettiin seuraavin perustein:

Tuomiston mukaan muistiossa tarkoitetun edustajan käyttö pitäisi sallia mahdollisimman laajalti erilaisten rahoitusmuotojen yhteydessä, jotta lainsäädännöllä ei perusteetta asetettaisi vaihtoehtoisia rahoitusjärjestelyjä eriarvoiseen asemaan. Koska laissa joka tapauksessa tultaisiin ilmeisesti antamaan toiminnalle vain väljät lakisääteiset puitteet, säänneltävät kysymykset voisivat **Tuomiston** mukaan olla pitkälti yhteneviä. Säännökset olisi syytä valmistella yhdessä joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädännön kanssa.

C&S:n näkemyksen mukaan uuden lain tulisi koskea joukkolainanhaltijoiden ja heidän edustajansa välistä suhdetta sekä myös muun kollektiivisen luottojärjestelyn vastaavaa edustussuhdetta. **C&S:n** mukaan tiettyjä lausunnossa käsiteltyjä kysymyksiä olisi kuitenkin syytä käsitellä lisää jatkovalmistelussa.

HS toteaa lausunnossaan, että jos ratkaisu on Tanskan mallin mukaisesti sopimuksenvaarainen, niin sääntelyn sovellettavuus yleisesti kollektiiviseen luotonantoon voi olla pragmaattinen ja toimiva ratkaisu. Erityisesti koska projektirahoitus on luonteeltaan bilateraalista tai syndikoitua luotonantoa ja vastaavasti arvopaperistaminen taas perustuu joukkolainoihin.

Roschier ja **SAL** katsovat, että osittain samankaltaisten epävarmuustekijöiden ja johdonmukaisuuden vuoksi uuden säädettävän lain tulisi koskea sekä joukkolainanhaltijoiden ja heidän edustajansa että luotonantajien ja heidän edustajansa välistä edustussuhdetta. Olisi tarkoituksenmukaista, että molempia koskevat säännökset tulisivat voimaan samanaikaisesti ja lähtökohtaisesti mahdollisimman nopealla aikataululla.

NT kannattaa laajempaa soveltamisalaa, koska joukkolainojen, syndikoitujen lainojen ja muiden kahden tai useamman tahon välisten lainojen välinen rajanveto on hämärtyneessä. Mahdollisen uuden lain tulisi siten **NT:n** mukaan soveltua kaikkeen luotonantoon, joka edellyttää kollektiivista edustusta.

OM:n mukaan yksityisoikeudellinen lainsäädäntö olisi yleensä syytä laatia soveltamisalaltaan yleiseksi siten, että asiallisesti toisiaan vastaavia ilmiöitä koskisi sama tai samanlainen sääntely.

FiBANin mukaan lainsäädännön pitäisi olla mahdollisimman yhtenevää luotonannon muodoista riippumatta sekä riippumatta siitä, päädytäänkö erityislakiin joukkolainanhaltijoiden edustajista.

Pörssisäätiö ilmoittaa, ettei sillä ole tiedossaan syitä, miksi edustajamallia ei tulisi soveltaa tarpeen mukaan myös muissa rahoitusmuodoissa ja –järjestelyissä.

EK:n mukaan periaatteet, joiden mukaan edustajamallin piirteitä ovat vapaaehtoisuus, sopimusvapaus sekä edustajan prosessuaalinen kelpoisuus, soveltuvat myös muihin rahoitusmuotoihin ja -tilanteisiin kuin joukkolainamarkkinoille.

Tesin mukaan mahdollinen uusi lainsäädäntö voisi kattaa myös muita kollektiivisia rahoitusmuotoja, kuten projektirahoitusta tai arvopaperistamisia, mutta myös niiden kohdalla tulisi välttää pakottavien ja mahdollisesti kuluja sekä hallinnollista taakkaa lisäävien säännösten luomista.

Tekesin mukaan mahdollisen lainsäädännön tulisi olla yleisluonteinen ja koskea laajalti kaikkia eri rahoitusmuotoja, joiden kohdalla edustajan käyttö voi tulla kyseeseen.

Suppeamman soveltamisalan kannalla olivat seuraavat tahot:

Teporan mukaan tarvetta omaan erityislainsäädäntöön ei liene olemassa erityisrahoitusmuotojen (projektirahoitus ja arvopaperistaminen) osalta. Sitä vastoin on **Teporan** mukaan ilmeistä, että joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva erityislainsäädäntö itsessään voisi tulla soveltuvin osin sovellettavaksi (laajentavan tulkinnan kautta tai analogian kautta taikka soveltamisalaa koskevien pykäliden avulla) silloin, kun luotonantajien (projektirahoituksessa) tai sijoittajien (arvopaperistamisessa) yhteisedustus ajankohtaistuu näissä erityisrahoitusmuodoissa. **Teporan** mukaan ei ole syytä kiirehtiä erillislainsäädäntöä ulotettavaksi muuhun erityisrahoitukseen. Sitä vastoin jos halutaan oikeuspoliittisesti lisätä arvopaperistamisen käyttöä rahoitusmuotona, on syytä ainakin harkita tulevaisuudessa, että joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaa lainsäädäntöä sovellettaisiin soveltuvin osin arvopaperistamisen yhteydessä tapahtuvaan erillisyyhtiön joukkolainan liikkeenlaskuun sijoittajien etujen suojaamiseksi.

P&H:n mukaan syndikoidut luottojen sopimukset ovat *Loan Market Association* (LMA) standardeja ja niitä noudatetaan laajasti Euroopan alueella. Standardisopimuksiin perustuva poikkikansallinen itsesääntely on niin olennainen osa syndikoitujen luottojen markkinoita, että vakuusagenttia koskevan paikallisen lainsäädännön vaikutukset ja mahdolliset konfliktit suhteessa vakiintuneisiin markkinakäytäntöihin tulisi ensin huolellisesti selvittää. Riskinä on että paikallinen sääntely ei edistä markkinoiden tehokkuutta vaan vaikutus voi olla myös päinvastainen. Samoilla perusteilla **P&H** suhtautuu varauksella myös yhteisedustusta koskevien erityislakien säätämiseen projektirahoituksen ja arvopaperistamisen yhteydessä.

KL toteaa, että muut kollektiivisen luotonantotoiminnan muodot (kuten projektirahoitus ja arvopaperistaminen) saattavat kohdentua hyvinkin rajoitettuihin hankkeisiin tai sijoittajakuntaan joukkolainarahoituksesta poikkeavasti ja on syytä tehdä lisäselvityksiä sijoittajien yhteisedustuksesta näissä rahoitusmuodoissa.

FK:n mukaan säädettävän edustajamallin tulisi olla käytettävissä muissa kollektiivisen luotonannon muodoissa ilman lisäkirjauksia lakiin. Arvopaperistamisessa saattaisi olla mahdollista käyttää vastaavaa edustajamallia kuin muissakin joukkolainatransaktioissa ilman, että tästä pitäisi erikseen mainita laadittavassa erityislaissa, kun projektirahoituksen instrumentti on tyypillisesti joko syndikoitu pankkilaina tai joukkovelkakirjalaina, jolloin sitä ei tarvitse lainsäädännössä myöskään käsitellä erikseen.

TELA:n mukaan projektirahoitus tulisi jättää erilleen mahdollisesta edustajasääntelystä. Projektirahoituksen piirissä on kehitetty runsaasti erilaisia elinkaari- ja PPP – malleja,

joilla on erilaisia piirteitä kuin jvk-lainoilla. Toinen tilanne on **TELA:n** mukaan luonnollisesti se, mikäli lainoittaja arvopaperistaisi projektirahoituslainan.

3.4 Muu palaute valtiovarainministeriölle

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

Teporan mukaan muistio on tärkeä puheenvuoro ja keskustelun avaus laajemmalle pohdinnalle ja aihe on erittäin ajankohtainen erityisesti pk-yritysten rahoitushuollon kestävä toimivuuden kannalta sekä taloudellisesta että oikeudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna. **Tepora** korostaa, että avointa ja monipuolista keskustelua asiasta tarvitaan.

C&S:n, **Roschierin** ja **SAL:n** pitkälti yhtenevien lausuntojen mukaan uuden lain tulisi soveltua, mikäli joukkolainaan/luottoon sovelletaan ehtojensa mukaisesti nimenomaan Suomen lakia. Jatkovalmistelussa tulisi selvittää, voisiko osa uuden lain säännöksistä soveltua (esimerkiksi oikeus hakea liikkeeseenlaskija konkurssiin) tilanteessa, jossa joukkolainaan sovelletaan vieraan valtion lakia. Tällä voi olla merkitystä esimerkiksi tilanteessa, jossa osasta joukkolainalle/luotolle on annettu vakuuksia Suomen lain nojalla (vaikka itse joukkolainaan/luottoon sovellettaisiin muuta lakia).

P&H:n mukaan lain valmistelussa olisi selvitettävä, onko kanneoikeuden perustaminen oikeussuhteen ulkopuoliselle taholle eli edustajalle sellainen seikka, jolla voi olla laajempia prosessioikeudellisia vaikutuksia ja minkälaisia nämä vaikutukset voisivat olla.

NT toteaa pitävänsä aloitetta ja yleisemmin suomalaisten joukkolainamarkkinoiden nopeaa kehitystä erinomaisina asioina. **NT:n** mukaan parhaat käytännöt ovat tällä hetkellä saatavilla Norjasta tuhansista joukkolainojen liikkeeseenlaskuista. Tanskan uusi laki tarjoaa käyttökelpoisen esimerkin Suomen erityislaille.

CP:n mukaan muista Pohjoismaista saatuihin, osin negatiivisiin kokemuksiin perustuen edustajaa koskevan riippumattomuusvaatimuksen ottamista lakiin tulisi harkita. Joukkovelkakirjanomistajien näkökulmasta katsottuna on äärimmäisen tärkeää, että edustajan toiminta on läpinäkyvää ja että sen tarkoituksena on ainoastaan jvk-omistajien etujen valvominen. Tämä vaikuttaa **CP:n** mukaan koko joukkovelkakirjamarkkinoiden luotettavuuteen ja siten myös kannattavuuteen ja markkinoiden kasvuun.

Fivan näkemyksen mukaan edustajan riittävä valvonta ja sijoittajien tiedonsaantioikeudet voidaan turvata ilman edustajan rekisteröitymistä muullakin tavoin, esimerkiksi asettamalla edustajalle AML:iin tiedonantovelvollisuus, sisällyttämällä edustaja Finanssivalvonnasta annetun lain 5 §:n luetteloon ”Muut finanssimarkkinoilla toimivat” sekä asettamalla edustajia koskevaan erityislakiin mahdollisia säännöksiä siitä, miltä osin **Fiva** valvoo edustajia tai niiden toimintaa.

KA:n mukaan tulisi tarkkaan pohtia, mitä oikeuksia edustajalle annetaan konkurssissa ja miksei yleisemminkin. Jos oikeuksiin sisällytettäisiin muuta kuin konkurssiin hakeminen ja tarvittaessa saatavien valvonta, tulisi erikseen säätää siitä, onko edustaja rooliltaan asiamies vai asianosainen.

TEM ehdottaa selvitettäväksi markkinan kehittämiseksi, voitaisiinko markkinoilta kerättävän velkarahoituksen sääntelyä pikemminkin selkeyttää ja purkaa joiltain osin - esimerkiksi muuttamalla sitä tahdonvaltaisemmaksi.

SP kiittää hyvää ja perusteellista muistiota. **SP:n** mukaan voimassaolevat ja valmisteilla olevat sääntelyuudistukset muuttavat todennäköisesti niin Euroopan kuin Suomenkin pankkikeskeisten rahoitusjärjestelmien rakenteita aikaisempaa markkinaehtoisempaan suuntaan. Selkeimmin muutostarpeet on havaittavissa tarpeena laajentaa yritysten, etenkin pk- ja kasvuyritysten, rahoituskanavia nykyistä monipuolisempiin ja markkinaehtoisempiin vaihtoehtoihin.

KL kokee joukkolainojen liikkeeseenlaskujen ja niihin liittyvän toimeliaisuuden edistämisen Suomessa perustelluksi ja tärkeäksi sekä suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden rahoitus- huollon että rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta.

FiBANin mukaan joukkolainat eivät voi olla tarkemmin säädeltyjä kuin joukkorahoitus (eli *equity crowdfunding*), jossa riskit ovat kuitenkin suuremmat. Yleisesti ottaen, hieman kevyempi sääntely ja sen tarkempi seuranta olisi **FiBANin** mielestä toivottavaa.

FK:n mukaan muistiossa ei kiinnitetä lainkaan huomiota pankkien keskeiseen rooliin velkakirjaemissioiden järjestäjänä ja strukturoijana. **FK:n** mukaan järjestävävastuu ja kehitysmätön oikeusympäristö joukkolainanhaltijoiden edustajasta voidaan katsoa yhdeksi esteeksi yleisölle suunnattavien jvk-lainojen yleistymiselle. Oikeusvertailevassa osiossa merkittävänä puutteena **FK** näkee Saksan oikeustilan arvioinnin puuttumisen. Lisäksi muistiossa viitataan usein pk-yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinoihin, mutta **FK:n** mielestä kyseinen rajanveto on ongelmallinen ja turha. Problematiikka ja edustajan tarve liittyy yhtä lailla myös suurempien yritysten joukkovelkakirjalainoihin.

OSKL:n mukaan sääntelyllä tulee pyrkiä toimivien joukkolainamarkkinoiden aikaansaamiseen siten, että markkinoilla on sijoittajille tarjolla lukuisa joukko erilaisen riskiprofiilin ja tuoton tarjoavia joukkolainoja, joihin liittyvä informaatio on olennaisin osin avointa ja läpinäkyvää, ja joilla voi käydä kauppaa kuten nyt osakemarkkinoilla.

Pörssisäätiö pitää tärkeänä arvopaperimarkkinoiden aktiivista kehittämistä ja VM:n roolia tässä työssä. Merkittävää kasvupotentiaalia Suomen yritys kentässä on **Pörssisäätiön** mukaan etenkin pk-sektorilla. Onkin perusteltu lähtökohta pyrkiä etsimään parannuksia erityisesti tämän yritysryhmän rahoituksen saatavuuteen. Joukkolainarahoitusmahdollisuuksien parantamisella voi olla Suomessa kokoaan suurempi merkitys, jos tätä kautta laukaistaan pk-sektorin kasvuinvestointeja. **Pörssisäätiö** pitää tärkeänä, että mahdollisessa jatkovalmistelussa kiinnitetään kuitenkin huomiota yksityissijoittajan oikeusturvaan myös suhteessa edustajaan.

SY näkee edustajamallin haasteena oikeanlaisen kompromissin hakemisen liikkeeseen laskijan ja sijoittajan tavoitteiden välillä. Mikäli uutta lainsäädäntöä valmistellaan, sen ei tule haitata erilaisten muiden uusien joukkorahoitusmuotojen kehittymistä. Lähtökohtaisesti **SY** pitää tarkoituksenmukaisena sitä, että jokaisessa tapauksessa perustelut lainsäädännöllisille tarpeille tulee erikseen arvioida. Lisäksi tulee ottaa huomioon se, että kaikenlaista ylisääntelyä tulee välttää. Siitä aiheutuvat kustannukset ovat omiaan vähentämään erilaisen rahoitusmuotojen kehittymistä.

TELA:n mukaan muissa Pohjoismaissa on kyetty luomaan sääntelyllä toimivampia ja vilkkaampia yrityslainamarkkinoita pk-sektorille. Tästäkin syystä olisi hyvä, että Suomen

pk-sektorille luotaisiin erityislaki edustajainstituutiosta, koska myös Suomen yritysrahoituskenttä voisi monipuolistua ja laajentua tätä kautta ja houkutella myös ulkomaisia sijoittajia.

EK:n näkemyksen mukaan edustajamallin sekä edustajan roolit ja velvollisuudet on säilytettävä sopimusvapauden piirissä. Edustajamallin käytön tulee olla vapaaehtoista, ja edustajan ja sen suhteen sekä liikkeeseenlaskijaan että sijoittajaan tulee voida määräytyä yksin liikkeeseenlaskun ehtojen mukaisesti

Pörssi katsoo, että Suomen joukkovelkakirjamarkkinoita voidaan osaltaan kehittää tarkoituksenmukaisin ja joustavin lainsäädännöllisin keinoin. Oikeusvarmuuteen liittyvien kysymysten selkeyttäminen tukevat myös osaltaan markkinan toimintaa. Yleisesti ottaen **Pörssi** kannattaa tarpeellisten, mutta suppeahkojen lainsäädännöllisten keinojen jatkoselvittämistä asiassa.

Tesin mukaan on perusteltua tavoitella joukkolainamarkkinoiden syventämistä ja erityisesti laventaa nykyistä pienempien kotimaisten yritysten pääsyä joukkolainamarkkinoille. **Tesi** arvostaa VM:n eri toimia, joilla joukkolainainstrumentin toimivuutta on pyritty edistämään ns. Stadighin raportin julkistamisen jälkeen.

Tekesin mukaan mahdollisen lainsäädännön tulisi olla yleisluonteinen ja koskea laajalti kaikkia eri rahoitusmuotoja, joiden kohdalla edustajan käyttö voi tulla kyseeseen. Edustajan käyttöä ei kuitenkaan tule asettaa pakolliseksi, vaan markkinoilla tulee sallia myös toimiminen ilman edustajaa. **Tekesin** mukaan toimivat jälkimarkkinat ovat monelta osin paras keino ratkaista joukkolainojen ja joukkorahoitukseen liittyviä ongelmia. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja ohjausta tulisikin kehittää suuntaan, joka edistää toimivien jälkimarkkinoiden syntymistä ja kehittymistä.

Liite 1. Lausuntopyyntö

Jakelussa mainituille

Joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislainsäädännön tarpeen arviointi

Tämän lausuntopyynnön kohteena olevan arviomuistion keskeinen tehtävä on herättää keskustelua ja arvioida nykylainsäädäntöön sisältyviä mahdollisia erityisesti joukkolainamarkkinoiden edustajamallin toimivuuteen liittyviä puutteita ja selvittää sekä markkinaosapuolten, viranomaisten että etujärjestöjen mahdollisesti toisistaan poikkeavia näkemyksiä joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislainsäädännön tarpeesta. Arviomuistio on valmisteltu valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolla virkatyönä.

Valtiovarainministeriö pyytää lausuntoa arviomuistion kappaleiden 3.3.2 – 3.3.9 lopussa olevien yksityiskohtaisten kysymysten lisäksi kappaleessa 5.3 oleviin laajalaisempiin joukkolainamarkkinoita ja niiden tulevaisuutta koskeviin kysymyksiin.

Lausunnonantajat voivat halutessaan lausua myös muista asiaa koskevista lainsäädäntömuutostarpeista sekä muista huomioista hankkeeseen liittyen.

Arviomuistion liitteenä olevat alustavat pykäläluonnokset ovat vain esimerkinomainen hahmotelma, jonka tarkoituksena on antaa käsitys siitä, miten joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö voitaisiin pääpiirteittäin toteuttaa. Valtiovarainministeriö ei pyydä kommentoimaan suoraan pykäläehdotuksia, vaan pyytää lausunnonantajia pohtimaan valtiovarainministeriön lausunnonantajille esittämiä kysymyksiä ja erityislainsäädännön tarvetta yleisesti.

Tämä lausuntopyyntö ja arviomuistio on julkaistu valtiovarainministeriön Internet -sivustolla keskiviikkona 25.6.2014, jonka lisäksi lausuntopyyntö on lähetetty sähköpostitse jakelulistassa mainituille tahoille torstaina 19.6.2014.

Valtiovarainministeriö julkistaa lausuntopalautteesta yhteenvedon vuoden 2014 syyslokakuussa. Lausuntopalautteen perusteella valtiovarainministeriö arvioi tarvetta varsinaisille lainsäädäntötoimille.

Kirjalliset lausunnot pyydetään lähettämään viimeistään **perjantaihin 22.8.2014 mennessä sekä word- että pdf-muodossa sähköpostitse osoitteisiin:** Valtiovarainministeriön kirjaamo valtiovarainministerio@vm.fi sekä aki.kallio@vm.fi. Jos ette ole oikea henkilö vastaamaan tähän lausuntopyyntöön, pyydämme ystävällisesti välittämään tämän viestin eteenpäin organisaatiossanne.

Lausunnon sähköpostin otsikkokenttään pyydetään merkitsemään: (i) lausunnonantajan nimi tai sen lyhenne, (ii) ”joukkolainanhaltijoiden edustaja” sekä (iii) valtiovarainministeriön asianumero VM056:00/2014.

Lausunnot tullaan julkaisemaan valtioneuvoston hankerekisterissä (www.hare.vn.fi) hankenumera VM056:00/2014. Jos lausuntonne sisältää salassa pidettäviä tietoja,

niin pyydämme ilmoittamaan siitä lausunnossa sekä merkitsemään salassa pidettävät tiedot selkeästi.

Lisätietoja arviomuistiosta, hankkeesta ja lausuntopyynnöstä antaa neuvotteleva virkamies Aki Kallio (etunimi.sukunimi@vm.fi) ja hänen lomansa aikana yksikönpäällikkö Tuija Taos (etunimi.sukunimi@vm.fi).

.

Osastopäällikkö, ylijohdaja

Pentti Pikkarainen

Liitteet Arviomuistio – Joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö

Jakelu Oikeusministeriö
Työ- ja elinkeinoministeriö
Suomen Pankki
Finanssivalvonta
Kilpailu- ja kuluttajavirasto
Korkein oikeus / oikeusneuvos Marjut Jokela
Korkein hallinto-oikeus
Konkurssiasiamiehen toimisto
Patentti- ja rekisterihallitus

Finanssialan Keskusliitto
FINE – Vakuutus ja rahoitusneuvonta
Elinkeinoelämän keskusliitto EK ry
Keskuskauppakamari
Suomen Lakimiesliitto ry
Suomen Asianajajaliitto
Työeläkevakuuttajat TELA ry
Suomen Yrittäjät ry

Aalto-yliopisto / prof. Matti Rudanko
Helsingin yliopisto / prof. Jarno Tepora
Itä-Suomen yliopisto / prof. Erkki Kontkanen ja/tai prof. Mia Hoffrén
Lapin yliopisto / prof. Eva Tammi-Salminen ja/tai prof. Juha Karhu
Tampereen yliopisto / prof. Veikko Vahtera
Turun yliopisto / prof. Jarmo Tuomisto ja/tai prof. Jukka Mähönen

Euroclear Finland Oy
FiBAN – Suomen Yksityissijoittajat
Finnvera Oyj
Kuntarahoitus Oyj
Nasdaq OMX

Osakesäästäjien keskusliitto
 Pörssisäätiö
 Suomen pääomasijoitusyhdistys (FVCA)
 Suomen Teollisuussijoitus Oy
 Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta
 Tekes
 Teollisen yhteistyön rahasto (Finnfund) Oy

Tiedoksi Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen
 Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma
 Veritas Eläkevakuutus
 Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo

Aktia Pankki Oyj
 CorpNordic Finland Oy
 Danske Bank Oyj
 Garantia Vakuutusosakeyhtiö
 Handelsbanken Rahoitus Oyj
 LähiTapiola Keskinäinen Vakuutusyhtiö
 Nordea Pankki Suomi Oyj
 Nordic Trustee Oy
 Pohjola Pankki Oyj
 Suomen Hypoteekkiyhdistys
 Swedbank
 Taaleritehdas Oyj

Deloitte Oy
 Ernst & Young Oy
 KPMG Oy Ab
 PricewaterhouseCoopers Oy

Asianajotoimisto Avance Oy
 Asianajotoimisto Borenus Oy
 Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy
 Asianajotoimisto Dittmar & Indrenius Oy
 Asianajotoimisto Hammarström Puhakka Partners Oy
 Asianajotoimisto Hannes Snellman Oy
 Asianajotoimisto Juridia Bützow Oy
 Asianajotoimisto Krogerus Oy
 Asianajotoimisto Merilampi Oy
 Asianajotoimisto Peltonen LMR Oy
 Asianajotoimisto Procopé ja Hornborg Oy
 Asianajotoimisto Roschier Oy
 Asianajotoimisto Sivenius & Suvanto Oy
 Asianajotoimisto Waselius & Wist Oy
 Asianajotoimisto White & Case Oy

Liite 2. Lausuntopyynnön kohteena olleet muistiossa esitetyt kysymykset

Yksityiskohtaiset kysymykset (kappaleet 3.3.2 – 3.3.9), joihin lausunnonantajilta pyydettiin palautetta muistion pohjalta, olivat seuraavat:

3.3.2

Niin valtuutus, sopimusperusteinen välihenkilöasema kuin fidusiaarisen oikeustoimen konstruktio eivät kaikilta osin vastaa tyydyttävällä tavalla markkinoilla esiin tulleisiin ongelmiin. Erityisesti sopimusperusteisen välihenkilöaseman ja käytännön toiminnassa harvoin hyödynnetyn fidusiaarisen oikeustoimen konstruktion peruuttamattomuutta on monissa kohdin 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.

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

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 liikkeeseenlaskijaan.

Edustussuhteen pysyvyys, jvk-sijoittajien negatiivinen kannevalta ja edustajan itsenäinen toimivalta eivät tällä hetkellä näyttäisi olevan riittävällä oikeusvarmuudella toteutettavissa olemassa olevien säännösten ja osapuolten välisen sopimusvapauden nojalla. Erityisesti nykymuotoisen agenttijärjestelyn ja sille joukkolainan ehdoissa tavoitellun aseman ja toimivaltuuksien sitovuus suhteessa kolmansia kohtaan jää tulkinnanvaraiseksi.

Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?

3.3.4

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 erityislaissa?

3.3.5

KonkL maksukyvyttömyystilanteita koskevana yleislakina tuskin voidaan mahdollisen prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta tulkita laajentavasti niin, että edustajalla – ilman nimenomaista saatavaa liikkeeseenlaskijalta – voitaisiin katsoa olevan itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa konkurssiin edustamansa yh-

teisen velkojakollektiivin eli jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun ja valvoa jvk-sijoittajien saatavat varsinaisessa konkurssimenettelyssä.

Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?

3.3.6

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 liikkeeseenlaskijalta – voitaisiin katsoa olevan itsenäinen oikeus hakea liikkeeseenlaskijaa yrityssaneerausseen edustamansa yhteisen velkojakollektiivin eli jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun, lie-nee suhtauduttava pidättyväisesti kuten KonkL:n kohdalla mahdollisen prokurasiirron käytön tarjoamista mahdollisuuksista huolimatta.

Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?

3.3.7

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?*

3.3.8

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 välisten sopimusmääräysten ja yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden nojalla?

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

3.3.9

Onko joukkolainanhaltijoiden edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi asetettava rekisteröityminen Finanssivalvonnalle?

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

Vastaavasti joukkolainamarkkinoita koskeneet laaja-alaisemmat kysymykset kappaleessa 5.3 olivat:

1. *Pitäisikö joukkolainanhaltijoiden edustajista säätää erityislaki, jossa otettaisiin soveltuvin osin huomioon tässä muistiossa esitetyt tällä hetkellä voimassa olevaan lainsäädäntöön liittyvät ongelmat?*
 - 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.
 - Jos vastustatte joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan erityislain säätämistä, niin voitteko yksilöidä vastauksessanne syyt ja perustelut näkökannallenne.
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 vastauksessanne, 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?*