



Valtiovarainministeriölle

Lausuntopyyntö VM056:00/2014

## JOUKKOLAINANHALTIJOIDEN EDUSTAJIA KOSKEVA LAINSÄÄDÄNTÖ

Valtiovarainministeriö (VM) on pyytänyt Finanssialan Keskusliiton (FK) lausuntoa joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaan lainsäädäntöön liittyvästä arviomuistiosta.

Lainsäädännöllinen toimintaympäristö on Suomessa pääsääntöisesti kunnossa joukkovelkakirjamarkkinoiden markkinaehtoiselle kehitymiselle. FK pitää kuitenkin erittäin tervetulleena VM:n hanketta kehittää lainsäädäntöä säätämällä joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva erityislaki, jotta vakuudellisten joukkolainojen massamuotoiselle liikkeeseenlaskulle sekä joukkolainanhaltijoiden edustamiselle yleisemminkin saadaan oikeudellisesti selkeät puitteet. Kuten Norjan markkinakäytäntö osoittaa, voivat tehokkaat joukkovelkakirjalainamarkkinat olla suosittu sijoituskohte myös ulkomaisten sijoittajien keskuudessa, mikä toimii pontimina talouskasvulle. Joukkolainanhaltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö olisi omiaan tukemaan viimeaikaista myönteistä joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitystä (mm. malliehdot, NASDAQ OMX First North Bond Helsinki –lista).

FK on samaa mieltä arviomuistiossa esitetystä näkemyksestä, että toimiva ja ennakoitava edustajamalli vähentää transaktiokustannuksia ja nopeuttaa keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa. Oikeusvarmuuden lisääntyessä osapuolten altistuminen oikeudenkäyntiriskille vähenee tuntuvasti. Tämä on erityisen tärkeää joukkolainoja järjestäville pankeille. FK pitää VM:n tavoin tärkeänä, ettei tapauskohtainen joustavuus ja markkinaosapuolten mahdollisuus kehittää itsenäisesti toimivia markkinakäytäntöjä saisi erityislainsäädännöstä huolimatta kärsiä liikaa. Näin ollen edustajan käyttämisen joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa tulee olla vapaaehtoista.

***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?***

Edustussuhteen perustava järjestely, voimassaolo, keskeiset rakenteet ja siihen osallistuvien toimijoiden vastuusuhteet vaativat ehdottomasti lainsäädäntöä joukkovelkakirjamarkkinoiden toimivuuden takaamiseksi.

***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?***

Asiasta on tarpeen säätää laissa. Nykyinen laintulkinta ei luo riittävää oikeusvarmuutta. Negatiivisen kannevallan ja edustajan itsenäisen toimivallan sitovuus joukkolainan haltijoita kohtaan on varmistettava myös silloin kuin kyseessä on yksityissijoittaja ja sopimusvapauden piiri on lähtökohtaisesti ammatimaisia sijoittajia suppeampi. Keskeisten velkojaoikeuksien poistaminen sijoittajalta voidaan katsoa sopimusoikeudellisten oppien valossa ankaraksi ehdoksi, joka on altis kohtuullistamiskanteille, ellei ehtoon ole velkakirjan myyntihetkellä kiinnitetty sijoittajan huomiota.

Lisäksi edustajan nimittämiseen tulisi kiinnittää erityistä huomioita ja asiaa selkeyttää, koska joukkovelkakirjalainanhaltijat eivät nykyoloissa "allekirjoita" mitään nimitysasiakirjaa (edustajasopimuksen allekirjoittaa liikkeeseenlaskija), joka todentaisi nimityksen, vaan nimitys tapahtuu nykyisen käytännön mukaan alkuperäisen merkinnän tai luovutuksen yhteydessä konkludenttisesti. Edustajan valtuutus/nimittäminen tehtävään on ainoastaan todettu lainaehtoisissa ja/tai liikkeeseenlaskijan allekirjoittamassa edustajasopimuksessa.

Edustajan joukkolainan haltijoiden puolesta tekemien, velkakirjan ehdoissa mainittujen sopimusten sitovuus joukkolainan haltijoita kohtaan on vahvistettava laissa.

Erityisen tärkeää sitovuuden varmistaminen on velkojien välisten, ns. *intercreditor*-sopimusten osalta, jossa voidaan rajoittaa voimakkaasti velkojaryhmän oikeuksia suhteessa toisiinsa. Laajojen sopimuskokonaisuuksien kyseessä ollessa muodostuu haastavaksi sijoittajien sopimusliityntä sopimuskokonaisuuteen. Etenkin kokemattomien sijoittajien osalta voidaan sopimusliityntä yleisten sopimusoikeudellisten oppien nojalla helposti riitauttaa.

***On epäselvää, voidaanko jvk-sijoittajien puolesta ja lukuun toimivan edustajan positiivinen kannoikeus 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?***

Vaikka prokurasiirrossa onkin kyse omistajan tietyn rajatun oikeusaseman siirrosta, saatavan omistusoikeus säilyy alkuperäisellä velkojalla eikä saatavan pitäisi kuulua agentin konkurssipesään, tulee asiasta säätää erityislaissa oikeusvarmuuden turvaamiseksi. Joukkovelkakirjalainan ehdoissa määritelty ehdollinen ja konstruoitu prokurasiirto on altis myös sopimusoikeudellisille väitteille sopimusehdon sitovuudesta ja tehokkuudesta. On tärkeää, että edustaja voi ajaa kannetta omissa nimissään, sillä muutoin kantajiksi eli edustajan päämiehiksi täytyy nimetä vaikeasti yksilöitävissä oleva muuttuva joukko sijoittajia.

***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 valvoa jvk-sijoittajien saatavat varsinaisessa konkurssimenettelyssä.***



## ***Onko asiasta tarpeen säätää joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevassa erityislaissa?***

Asiasta tulee säätää lailla, sillä kuten VM toteaa, agentin estyminen toimimaan edustamien 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.

***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 velkojakollektiivin 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?***

Joukkolainanhaltijoiden edustajalla tulee olla yrityssaneerauksessa samat oikeudet velkojakollektiivin puolesta vireillepanoon kuin yksittäisillä velkojilla nykyisen lainsäädännön mukaan. Perustelut ovat samat kuin konkurssin osalta.

***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?***

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. Kuten arviomuistiossa todetaan, keskeistä on, että muodollisjuridinen vakuusvelkojan asema säilyy vakuusagentilla, vaikka niin sanottujen asiallisten vakuudensaajien eli jvk-sijoittajien yksilöinti järjestelyn aikana vaihtelee. 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 selvittää (esim. edustajan asema konkurssissa ja yrityssaneerauksessa).

***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 välisen sopimusmääräysten ja yleisten so-***



## ***pimusoikeudellisten periaatteiden nojalla?***

Edustajan toiminta saman liikkeeseenlaskijan eri joukkolainaliikkeeseenlaskujen lainahaltijoiden edustajana voisi potentiaalisesti aiheuttaa eturistiriitoja liikkeeseenlaskijan maksuhäiriö- tms. tilanteessa. Liikkeeseenlaskijan eri joukkolainojen ehdot (mm. vakuudellisuus/vakuudettomuus, korko, maturiteetti, maksunsaantijärjestys (ns. subordinaatio)), ja sen myötä velkojien asemat ja edut voivat poiketa toisistaan merkittävästikin. Olisi pohdittava, miten mahdolliset ristiriitatilanteet voidaan välttää ja tarvittaessa ratkaista. Hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskevat säännökset tai viittaukset niihin, voivat osaltaan selkeyttää asiaa, mutta olisi hyvä pohtia myös selkeyttävien toimintaperiaatteiden kirjaamista lakiin.

Sen sijaan edustajan tiedonantovelvollisuudet voidaan kattavasti määritellä lainaehdoissa eikä tätä tarkoitusta varten tarvita lain tasoista säätelyä.

Riittävä sijoittajansuoja lisää markkinoiden vakautta varsinkin, kun edustajalla olisi joukkovelkakirjalainanhaltijoiden suhteen erityinen luottamusasema. Tätä luottamusasemaa olisi syytä korostaa vähintään lain esitöissä.

## ***Onko joukkolainanhaltijoiden edustajapalveluiden tarjoamisen edellytykseksi asetettava rekisteröityminen Finanssivalvonnalle?***

Lailla tulee varmistaa edustajan riippumattomuus liikkeeseenlaskijasta. Koska FK kannattaa joukkolainanhaltijoiden edustajalle laajoja itsenäisiä toimivaltuuksia ja edustaja on joukkolainamarkkinoiden tulevan kehityksen ja toiminnan kannalta merkityksellinen tekijä, on rekisteröityminen Finanssivalvonnalle asetettava näkemyksemme mukaan edellytykseksi palveluiden tarjoamiselle. Menettelyn ei kuitenkaan tule olla tarpeettoman raskas ja FK pitääkin hyvänä, että arviomuistiossa puhutaan nimenomaan rekisteröitymisestä, kuten Tanskassa eikä esimerkiksi toimilupahakemuksesta. Vakuudellisen joukkolainan vakuusagenttina voi olla myös luottolaitos etenkin silloin, jos vakuus on jaettu pankkilainan ja joukkovelkakirjalainan kesken. Näissä tapauksissa ei ole suotavaa, että luottolaitokselle asetetaan hallinnollisia lisävaatimuksia vakuusagenttina toimimisen johdosta.

Lisäksi olisi hyvä pohtia edustajan velvollisuutta hankkia ja ylläpitää tarpeeksi kattava vastuuvakuutus. Käsittääksemme nykyisillä edustajatoimintaa Suomessa harjoittavilla yhteisöillä on vastuuvakuutukset.

## ***1. Pitäisikö joukkolainanhaltijoiden edustajista säätää erityislaki, jossa otettaisiin soveltuvin osin huomioon tässä muistiossa esitetyt tällä hetkellä voimassa olevaan lainsäädäntöön liittyvät ongelmat?***

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 finanssikovenanteja, joita seurataan säännönmukaisesti (esim. vuosittain) tai tiettyjen edellytysten täytyessä (esim. velallisen halutessa ottaa lisää velkaa).



Edustajamallin ei kuitenkaan tule olla pakollinen vaan osapuolten sopimusvapauden piirissä. Laki ei saa estää ilman edustajamallia tehtäviä joukkolainoja. Lain tulee toisaalta mahdollistaa myös edustajamallin käytön vakuudettomissa joukkovelkakirjalainoissa. Suomessa on toimivat *Investment Grade* -lainoja koskevat markkinat, joilla ei ole välttämätöntä tarvetta joukkolainanhaltijoiden edustajalle. Tämä johtuu muun muassa siitä, että kyseisissä lainoissa ei yleensä ole vakuuksia eivätkä lainaehdot sisällä finanssikoventanteja, joiden täyttymistä jonkun tahon tulisi seurata. Muistiossa todetaankin (s. 3), että tavoitteena on edustajamallin tapauskohtainen joustavuus ja säilyttää markkinaosapuolten kyky kehittää itsenäisesti markkinakäytäntöjä. *Common Law* -maissa, joihin muistiossa usein viitataan, on mahdollista valita joukkolainojen liikkeeseenlaskussa *trusteen* sijasta *fiscal agent*, joka muun muassa hoitaa lainan maksuliikenteen, mutta ei toimi joukkolainanhaltijoiden edustajana. Edustajamallin saattaminen pakolliseksi myös edellä kuvatuissa tilanteissa, aiheuttaisi liikkeeseenlaskijoille tarpeettomia kustannuksia. Valinta edustajamallin käyttämisestä tai käyttämättä jättämisestä tulisi jättää markkinaosapuolille ja muodostuvan markkinakäytännön ohjaukseen.

**2. Pitäisikö joukkolainanhaltijoiden edustajista säädettävän erityislain yhteydessä selkiinnyttää myös vakuusagentin asemaa 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?**

Syndikoitujen lainojen osalta FK katsoo pankkien välisen kansainvälisen markkinakäytännön olevan erittäin vahva. Sääntelytarvetta ei tämän osalta ole.

Arvopaperistaminen toteutetaan yleensä siten, että arvopaperistettavat varallisuuserät siirretään erillisyhtiöön, joka laskee liikkeelle joukkolainan. Näin ollen arvopaperistamisessa saattaisi olla mahdollista käyttää vastaavaa edustajamallia kuin muissakin joukkolainatransaktioissa ilman, että tästä pitäisi erikseen mainita laadittavassa erityislaissa. Näin ollen säädettävän edustajamallin tulisi olla käytettävissä myös arvopaperistamisissa ilman lisäkirjauksia lakiin.

Tyypillisesti projektirahoituksen instrumentti on joko syndikoitu pankkilaina tai joukkovelkakirjalaina, joten sitä ei mielestämme tarvitse lainsäädännössä käsitellä erikseen.

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

Muistiossa ei kiinnitetä lainkaan huomiota pankkien keskeiseen rooliin velkakirjaemissoiden järjestäjänä ja strukturoijana. Pankit kehittävät jvk -markkinoita ja jvk -tuotteita ja tuotekehitys on riippuvainen lainsäädäntöympäristöstä. Keskeisin ongelma pankkien kannalta liittyy puutteelliseen lainsäädäntöön järjestäjävastuusta. Kun pankki strukturoi, laatii joukkovelkakirjalainan ehdot ja myy velkakirjat sijoittajille, sen täytyy luottaa siihen, että ehdot ovat oikeudellisesti täytäntöön pantavissa. Oikeudellinen epävarmuus voi altistaa järjestäjäpankit huomattaville vahingonkorvauskanteille, mikäli esimerkiksi joukkovelkakirjalainoille annettu vakuus ei olekaan Suomen oikeuden mukaan realisoitavissa. Järjestäjävastuu ja kehittämä-



tön oikeusympäristö koskien joukkolainanhaltijoiden edustajaa voidaan katsoa yhdeksi esteeksi yleisölle suunnattavien jvk –lainojen yleistymiselle. Lainsäädäntöhanke on pantu alulle järjestäjäpankkien aloitteesta ja nimenomaan järjestäjänvastuun näkökulmasta.

Oikeusvertailevassa osiossa merkittävänä puutteena on Saksan oikeustilan arvioinnin puuttuminen. Saksassa voimassa olevissa velkakirjanhaltijoiden kokousta koskevissa säännöksissä on hyvät ja kattavat pykälät koskien velkakirjalainanhaltijoiden edustajaa.

Arviomuistiossa viitataan usein pienten ja keskisuurten yritysten joukkovelkakirjalainamarkkinoihin, mutta mielestämme tämä rajanveto on ongelmallinen ja turha. Problematiikka ja edustajan tarve liittyy yhtä lailla myös suurempien yritysten joukkovelkakirjalainoihin, joista esimerkkinä Talvivaara. Samoin uusien malliehtojen ensimmäisiä käyttäjiä olivat mm. Metsä Board, Lemminkäinen ja St1.

FK ei tässä vaiheessa kommentoi alustavia pykäläluonnoksia, mutta toivoo, että lain jatkovalmistelu tehtäisiin yhteistyössä markkinaosapuolien kanssa.

FINANSSIALAN KESKUSLIITTO

Lea Mäntyniemi