



# Kysymyksiä ja vastauksia joukkolainamarkkinoista ja joukkolainanhaltijoiden edustajasta

## Yleistä joukkolainamarkkinoista

### Mitä joukkolainat ovat?

Joukkolainat ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja ja voimassaoloajaltaan pitkäaikaisia (yli vuoden pituisia) arvopapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu useisiin pieniin osiin velkakirjoiksi tai joukkolainan osuuksiksi. Joukkolainojen liikkeeseenlaskijoina Suomessa ovat perinteisesti olleet valtiot ja muut julkisyhteisöt, suuret yritykset ja rahoituslaitokset, mutta nykyään yhä kasvavassa määrin myös pk-yritykset. Joukkolaina voi olla vaihtuva-, kiinteä- tai nollakorkoinen tai sidottu indeksiin. Joukkolainojen voimassaoloaika on tyypillisesti muutamasta vuodesta kymmeneen vuoteen. Joukkolaina voi olla ja nykyään pääsääntöisesti myös on arvo-osuusmuotoinen, jolloin se on arvopaperien sähköisessä rekisterissä, missä luovutukset toteutetaan omistajien arvo-osuustilien välisinä siirtoina.

### Kuinka suurista markkinoista on kyse Suomessa?

Kotimaisten toimijoiden liikkeeseen laskemien pitkien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo on yli kaksinkertaistunut vuodesta 2002. Tuolloin niiden yhteenlaskettu arvo oli vajaat 80 miljardia euroa, kun niiden nimellisarvo vuonna 2015 oli jopa yli 200 miljardia euroa. Vuoden 2015 alussa kotimaisten instituutioiden liikkeeseen laskemien joukkolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo oli noin puolet osakemarkkinoiden markkina-arvosta.

Suomen Pankin tilastojen mukaan suomalaisyritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen kokonaisuusmäärät ovat vaihdelleet viimeisten vuosien aikana vuoden 2008 reilusta 400 miljoonasta eurosta vuoden 2012 noin 10 miljardiin euroon. Samalla liikkeeseenlaskujen kappalemäärät ovat vuositasolla vaihdelleet alle kymmenestä lähes viiteenkymmeneen liikkeeseenlaskuun. Yhteensä yrityssektori rahoitti toimintaansa vuonna 2015 noin 3,1 miljardin euron joukkolainanotolla, joka oli yli puoli miljardia euroa vähemmän kuin edellisvuonna.

### Miksi joukkolainamarkkinoiden merkitys on kasvussa yritysten rahoituskanavana?

Joukkolainat ovat yleistyneet yritysten rahoitusmuotona viime vuosina, sillä yrityslainojen lainaehdojen tiukentuminen on ajanut yhä useamman suomalaisen yrityksen, etenkin suuret yritykset, hakemaan ulkoista rahoitusta muualta kuin lainoina talletuspankeista. Kevään 2016 pk-yritysbarometrin ja Suomen Pankin vuoden 2015 yritysrahoituskyselyn mukaan vakuusvaatimukset näyttävät edelleen kiristyneen. Myös yrityslainojen erityisehdot eli kovenantit kiristyivät osalla yrityksistä. Yritysbarometrin mukaan kasvuyritysten rahoitustarve on muita pk-yrityksiä suurempaa. Runtas neljännes kasvuyrityksistä ja 17 prosenttia pk-yrityksistä kokee, että rahoituksen huono saatavuus vaikeuttaa investointihankkeiden toteutusta.

### Mitkä ovat kotimaisten joukkolainamarkkinoiden erityispiirteet?

Joukkolainamarkkinoita arvioitaessa on syytä tehdä ero kotimaisten tai alueellisten sekä Euroopan laajuisten tai globaalien markkinoiden välillä, etenkin suhteessa jälkimarkkinoihin. Suomalaisille joukkolainamarkkinoille

ominaisia piirteitä voidaan erottaa useita. Markkinoillamme toimii ainoastaan muutama ammattimaista markkinatakausta suomalaisten yritysten liikkeeseen laskemilla joukkolainoilla harjoittava pankki. Vastaavasti markkinoilla on hyvin pieni määrä ammattimaisia sijoittajia ja liikkeeseenlaskujen koko on tavallisesti pieni, mutta kauppakoko suuri. Tästä syystä kaupankäynti paikallisilla joukkolainamarkkinoilla on satunnaista ja markkinoita kokonaisuudessaan voidaan pitää epälikvideinä. Norjassa, Ruotsissa ja Tanskassa erityispiirteisiin kuuluu myös oma valuutta. Euroopan laajuisilla ja globaaleilla markkinoilla toimivien ammattimaisten sijoittajien lukumäärä, sijoituskapasiteetti ja monipuolisuus ovat sekä ensi- että jälkimarkkinoilla sen sijaan mittavat.

### **Miten toimitaan muualla?**

Paikallisten erityispiirteiden (kuten markkinaosapuolten harvalukuisuuden) vuoksi suomalaiset ja pohjoismaiset markkinat eroavat laajemmista eurooppalaisista markkinoista. Kun joukkolainaa tarjotaan laajemmille kansainvälisille markkinoille, tehdään liikkeeseenlasku usein englantilaisten markkinaosapuolten valitsemalla ja kansainvälisten sijoittajien tuntemalla dokumentaatiolla Englannin lain mukaan. Sovellettavaksi tulee usein *Euro Medium Term Note* (EMTN) -dokumentaatio. Kansainvälisille markkinoille tarjotuilla joukkolainoilla voi olla useita kymmeniä aktiivisia markkinatakaajia, jolloin lainan jälkimarkkinoiden likviditeetti on olennaisesti parempi kuin tarjottaessa sitä pelkästään kotimaisille sijoittajille.

### **Mitä Suomessa on tehty joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi?**

Suomessa joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan sääntelyn arviointi on osa kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehittämistoimia, jotka saivat alkunsa valtiovarainministeriössä 13.3.2012 valmistuneesta niin sanotun Stadighin työryhmän ”Pääomamarkkinat ja kasvu” -raportista. Hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan marraskuussa 2013 tukea joukkolainoja koskevien yhtenäisten sopimusehtojen käyttöönottoa. Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) yhdessä listayhtiöiden neuvottelukunnan yhteistyössä laatimat niin sanotut EK:n malliehdot otettiin käyttöön vuoden 2014 tammikuussa. Samaan aikaan Nasdaq Helsinki avasi Helsingin pörssiin *First North Bond Helsinki* -nimisen vaihtoehtoisen markkinapaikan joukkolainoille. Markkinapaikalle tehtäviä liikkeeseenlaskuja koskee kevyempi sääntely (mukaan lukien kevyemmät hallinnolliset vaatimukset ja velvoitteet). Hallituksen 25.3.2014 julkistamassa päätöksessä rakennepoliittisen ohjelman toimeenpanosta hallitus päätti edistää joukkolainamarkkinoiden toimivuutta edelleen niin, että edustajamallista aloitettiin lainsäädäntöhanke vuoden 2014 aikana.

## **Joukkolainanhaltijoiden edustaja**

### **Mikä on joukkolainanhaltijoiden edustaja?**

Joukkolainanhaltijoiden edustaja on yritys, joka edustaa sijoittajia liikkeeseenlaskijoiden suuntaan. Kyseessä voi olla esimerkiksi sijoituspalveluyritys tai tähän tarkoitukseen perustettava yritys.

Juridisesti joukkolainanhaltijoiden edustajalla tarkoitetaan elinkeinonharjoittajaa, joka on sitoutunut toimimaan joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun joukkolainan ehdoissa tai joukkolainaan liittyvässä edustussopimuksessa sovitulla tavalla.

### **Mitä joukkolainanhaltijoiden edustaja tekee?**

Edustajan rooliin kuuluu yleensä dokumentaation ja lainan tai arvopaperin ehtojen toimivuuden varmistaminen ja tulkinta liikkeeseenlaskun valmisteluvaiheen aikana. Edustajalla on myös velvollisuus seurata lainaehtojen toteutumista lainan voimassaoloaikana, joskin kyseessä on lähinnä passiivinen velvollisuus eli edustajalla ei ole kuin poikkeuksellisissa tapauksissa velvollisuus ryhtyä aktiivisesti hankkimaan tietoa liikkeeseenlaskijan toiminnasta. Joukkolainan elinkaaren aikana edustaja voi myös toisinaan vahvistaa

mahdollisen korkoperusteen, seurata mahdollisten sitoumuksien, kuten erityisehtojen eli kovenanttien, noudattamista. Edustajalla on lisäksi usein oikeus nostaa joukkolainanhaltijoiden puolesta kanteita liikkeeseenlaskijaa tai kolmansia osapuolia vastaan, oikeus käyttää oikeudenkäynneissä puhevaltaa joukkolainanhaltijoiden puolesta ilman näiltä erikseen saatavaa valtuutusta, oikeus hakea liikkeeseenlaskijan asettamista konkurssiin, oikeus edustaa joukkolainanhaltijoita ja käyttää näiden puolesta puhevaltaa liikkeeseenlaskijan konkurssissa sekä oikeus hallinnoida joukkolainalle annettuja vakuuksia ja takauksia joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun.

### **Mitä hyötyjä joukkolainanhaltijoiden edustajan käyttämisestä on?**

Lähtökohtaisesti edustajamallin käytön arvioidaan vähentävän transaktiokustannuksia, parantavan joukkolainanhaltijoiden tiedonsaantia liikkeeseenlaskijasta ja sijoituksensa tilasta, tehostavan liikkeeseenlaskijan ja joukkolainanhaltijoiden yhteydenpitoa sekä nopeuttavan keskeisten päätösten tekemistä liikkeeseenlaskijan mahdollisissa ongelmatilanteissa.

Edustajamallin edut tulevat siitä, että liikkeeseenlaskija voi kommunikoida ainoastaan yhden tahon kanssa liikkeeseen laskemaansa joukkolainaan liittyvissä asioissa. Sen sijaan, että liikkeeseenlaskijan pitäisi erikseen yrittää tavoittaa iso joukko anonyymejä ja mahdollisesti hallintarekisteröityjä joukkolainanhaltijoita saadakseen joukkolainanhaltijoiden kokouksen aikaan, voi liikkeeseenlaskija kääntyä ainoastaan joukkolainanhaltijoiden puolesta toimivan edustajan puoleen. Myös joukkolainanhaltijoiden tiedonsaanti, korkojen maksamisen valvonta ja yhteydenpito liikkeeseenlaskijaan helpottuvat, kun he voivat liikkeeseenlaskijan sijaan kääntyä vain edustajansa puoleen. Myös vakuuksien hallinnointi joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun helpottuu, koska vakuudellisessa joukkolainassa edustajan käyttäminen on käytännön välttämättömyys.

### **Mitä lailla joukkolainanhaltijoiden edustajasta tavoitellaan?**

Tavoitteena on tehostaa joukkolainamarkkinoiden toimintaa, parantaa yritysrahoituksen edellytyksiä, monipuolistaa rahoitusmarkkinoita ja lisätä sijoittajansuojaa säätämällä edustajan toiminnalle kevyt, selkeä ja pääosin tahdonvaltainen lainsäädäntökehikko.

Tämä oletettavasti lisää myös ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta kotimaisiin joukkolainamarkkinoihin. Toimivan edustajamallin arvioidaan parantavan Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja auttavan osaltaan laajentamaan pk-yritysten saatavilla olevia ulkoisen rahoituksen lähteitä.

### **Miksi joukkolainanhaltijoiden edustajasta halutaan säätää lailla?**

Kotimaisilla joukkolainamarkkinoilla edustajan toimivaltuudet samoin kuin oikeudet ja velvollisuudet ovat tähän asti perustuneet pitkälti yksittäisen joukkolainan liikkeeseenlaskun ehtoihin tai joukkolainaan liittyvään edustussopimukseen, joiden tulkintaan on liittynyt tietynasteista oikeudellista epävarmuutta.

Oikeusvarmuuden ja joukkolainamarkkinoiden toiminnan tehostamiseksi työryhmä ehdottaa suppean ja pitkälti tahdonvaltaisen puitelain säätämistä joukkolainanhaltijoiden edustajasta.

Lakiehdotuksella pyritään:

- tehostamaan joukkolainamarkkinoiden toimintaa ja sitä kautta talouden kasvua ja yritysten rahoituksen saantia
- monipuolistamaan olemassa olevia rahoitusmarkkinoita
- selkeyttämään edustustoiminnan pelisääntöjä
- parantamaan sijoittajansuojaa, kun joukkolainanhaltijoiden edustaja edustaa joukkolainan liikkeeseenlaskussa ei-ammattimaisia sijoittajia

- edistämään liikkeeseenlaskijoiden, joukkolainanhaltijoiden ja sijoittajien, muun yleisön sekä joukkolainanhaltijoiden edustajan ymmärrystä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan.

### **Millainen on lain sisältö?**

Lain säännökset olisivat pääosin tahdonvaltaisia, joskin tietyt erikseen määritellyt säännökset olisivat nimenomaisesti pakottavia. Tällaisia olisivat esimerkiksi joukkolainanhaltijoiden edustajan velvollisuus kohdella joukkolainanhaltijoita yhdenvertaisesti, edustajan tiedonantovelvollisuus sekä toiselle kuuluvan omaisuuden erillisuus edustajan varoista. Lisäksi sisältönsä ja tarkoituksensa perusteella pakottavia olisivat hyvää arvopaperimarkkinatapa, valvontaa ja seuraamuksia koskevat säännökset.

Edustajalle asetettaisiin laissa kuitenkin myös useita velvollisuuksia, kuten tiedonantovelvollisuus sekä velvollisuus joukkolainalle annettujen vakuuksien ja asiakasvarojen erillään pitoon, säilyttämiseen ja käsittelyyn luotettavalla tavalla. Lisäksi säädettäisiin edustajan edustus oikeuden pysyvyydestä sekä edustajan vaihtamisesta.

### **Kuka voi toimia joukkolainanhaltijoiden edustajana?**

Elinkeinonharjoittaja saa lähtökohtaisesti toimia edustajana joukkolainassa vain, jos se on rekisteröity edustajaksi Finanssivalvonnan ylläpitämään joukkolainanhaltijoiden edustajien julkiseen rekisteriin.

Edustajan oikeudellista rakennetta ei rajoiteta, vaan edustaja voi olla osakeyhtiön ohella esimerkiksi osuuskunta, kommandiittiyhtiö, avoin yhtiö, eurooppayhtiö, eurooppaosuuskunta tai yhdistys tai niitä vastaava ulkomainen yhteisö.

Rekisteröinnillä pyritään luomaan riittävä markkinoille tulon kynnys, jolla puolestaan on suuri merkitys sijoittajansuojan ja edustustoiminnan uskottavuuden näkökulmasta.

### **Onko kaikissa tilanteissa pakko käyttää rekisteröitynyttä joukkolainanhaltijoiden edustajaa?**

Ei ole. Rekisteröintivelvollisuuden poikkeukset koskevat tilannetta, jossa joukkolainasta ei julkaista arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) tarkoitettua esitettä tai joukkolainaa ei haeta kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske Finanssivalvonnan tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa (*ETA-valtio*) tai Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestöön kuuluvassa valtiossa (*OECD-valtio*) vastaavan valvontaviranomaisen myöntämän toimiluvan saanutta luottolaitosta, maksulaitosta, rahastoyhtiötä, sijoituspalveluyritystä, vaihtoehtorahastojen hoitajaa tai muuta rahoituspalveluyritystä eikä tällaisen valvontaviranomaisen vastaavan valvonnan kohteena olevaa muuta rahoituspalveluja tarjoavaa osapuolta niiden toimiessa edustajana Suomessa. Rekisteröitymisvelvollisuus ei koske myöskään toiseen ETA-valtioon tai OECD-valtioon sijoittautunutta elinkeinonharjoittajaa, joka toimii vain tilapäisesti edustajana Suomessa tai joka on nimetty edustajaksi suomalaisen yrityksen toisessa ETA-valtiossa tai kolmannessa maassa liikkeeseen laskemaan joukkolainaan. Rekisteröitymisvelvollisuus ei myöskään koske lainamuotoista joukkorahoitusta, jossa pääomaa kerätään vähemmän kuin 5 miljoonaa euroa. Muuten joukkolainanhaltijoiden edustajana toimimaan haluavan elinkeinonharjoittajan on täytettävä tarkasti määritellyt rekisteröitymisen edellytykset. Samalla luodaan alan toimijoille tai markkinoille tuloa pohtiville elinkeinonharjoittajille käyttökelpoinen vaihtoehto edustustoimintaa koskevan liiketoiminnan harjoittamiseksi joukkolainamarkkinoilla suhteellisuusperiaatteen mukaisesti säänneltynä toimijana.

Rekisteröidyn edustajan käyttämisen voidaan katsoa kuitenkin olevan pääsääntö, ja oletusarvo on, että suhteellisuusperiaatteen mukaisesti laadittu kevyt puitesääntely johtaa siihen, että käytännössä kaikki Suomessa edustustoimintaa harjoittavat elinkeinonharjoittajat tulevat rekisteröitymään Finanssivalvontaan.

### **Onko joukkolainanhaltijoiden edustajan käyttäminen pakollista?**

Ei ole. Edustajan käyttö ei ole nykyisen markkinakäytännön eikä lakiehdotuksen perusteella myöskään tulevaisuudessa pakollista. Tietyissä tilanteissa tulevaisuudessa tulee käyttää rekisteröitynyttä edustajaa, joskin tästä on tiettyjä edellä mainittuja poikkeuksia. Päätös edustajan käyttämisestä säilyy myös tulevaisuudessa joukkolainain- tai muun järjestelyn osapuolilla.

### **Miten laki parantaa sijoittajansuojaa?**

Työryhmä ei ole havainnut voimassa olevassa sääntelyssä merkittäviä sijoittajansuojan aukkoja. Monet esitetystä muutoksista kuitenkin parantavat sijoittajansuojaa ja lisäävät oikeusvarmuutta. Edustajan on lähtökohtaisesti rekisteröidyttävä Finanssivalvontaan, joka myös valvoo edustajan toiminnan lainmukaisuutta. Lisäksi edustajalla on jatkossa oltava omaa pääomaa vähintään 50 000 euroa tai Finanssivalvonnan riittäväksi arvioima ammatillinen vastuuvakuutus, pankkitakaus tai muu vastaava vakuus. Edustajalle esitetään asetettavaksi myös useita velvollisuuksia, kuten tiedonantovelvollisuus sekä velvollisuus joukkolainalle annettujen vakuuksien ja asiakasvarojen erillään pitoon, säilyttämiseen ja käsittelyyn luotettavalla tavalla. Lisäksi säädettäisiin edustajan edustus oikeuden pysyvyydestä sekä edustajan vaihtamisesta.

Työryhmä on kiinnittänyt erityistä huomiota mahdollisuuteen lisätä piensijoittajien osallistumista joukkolainamarkkinoille. Edustajan käyttäminen pienentää lähtökohtaisesti lainan hallinnointiin liittyviä oikeudellisia riskejä sekä kustannuksia ja parantaa siten myös sijoittajansuojaa ja sijoittajien hallinnollisten oikeuksien toteutumista.

Tavoitteena on lisäksi saattaa edustajan harjoittama liiketoiminta hyväksytyksi ja säänneltyksi toiminta- ja elinkeinomuodoksi rahoitusmarkkinoilla. Työryhmän työssä riittäväntasoisiksi arvioitujen sijoittajansuojaa koskevien säännösten ja niiden noudattamisen varmistamiseksi säädettyjen seuraamussäännösten avulla markkinoilla tapahtuvasta toiminnasta pyritään tekemään läpinäkyvää ja ennakoitavaa sekä sijoittajien perustellut odotukset huomioon ottavaa.

### **Mikä on lakiehdotuksen soveltamisala?**

Lakia sovellettaisiin joukkolainanhaltijoiden edustajaan. Laki soveltuu edustajaan joukkolainojen liikkeeseenlaskun yhteydessä sekä edustussopimuksen ja liikkeeseen lasketun joukkolainan voimassaoloaikana. Laki soveltuu tietyiltä osin myös tilanteisiin, joissa edustaja joutuu konkurssiin, saneerausmenettelyyn tai muuhun soveltuvaan koti- tai ulkomaiseen maksukyvyttömyysmenettelyyn tai toimii hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Edustajamallin toimivuudelle on olennaista, että edustaja pystyy huolehtimaan joukkolainanhaltijoiden puolesta saatavan perinnästä, vakuuksien realisoinnista, oikeudenkäynneistä suhteessa liikkeeseenlaskijaan ja velallisen maksukyvyttömyysmenettelystä mukaan lukien liikkeeseenlaskijan konkurssi ja saneerausmenettely.

Lisäksi pientä osaa laista sovelletaan muussa kollektiivisessa rahoitusjärjestelyssä kuin joukkolainassa käytettävään vakuusagenttiin, jollei toisin ole sovittu. Vakuusagentin nimeämisestä ja tämän tehtävistä sekä vakuusagentin käytöstä muissa kollektiivisissa rahoitusjärjestelyissä kuin joukkolainoissa säädetään tarkemmin lakiehdotuksen 5 luvussa. Lakia sovelletaan myös edustajana toimivaan vakuusagenttiin (engl. security agent), jos vakuusagentin nimeämisestä on sovittu ja edustajan asemesta nimenomaan erilliselle vakuusagentille annetaan tehtäväksi joukkolainan vakuuksien hallinnointi kaikkien joukkolainanhaltijoiden yhteiseen lukuun (engl. *for the benefit of all bondholders*). Säännöstä ei ole tarkoitettu tyhjentäväksi, vaan sillä halutaan ainoastaan selventää, että edustajaa koskevia säännöksiä voidaan soveltaa vakuusagenttiin tai vakuuksia kaikkien luotonantajien yhteiseen lukuun hallinnoivaan vakuusagenttina toimivaan edustajaan.

Lakiehdotuksessa joukkolainasta ja sen osuudesta säädettyä sovelletaan sellaisenaan myös muuhun pääasiassa vieraan pääoman ehtoiseen arvopaperiin tai vastaavaan muuhun arvopaperiin, jollei edustussopimuksessa ole toisin sovittu, samoin kuin lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Käytännössä säännöksellä mahdollistetaan

lain soveltamisalan laajentaminen myös muihin pääosin vieraan pääoman ehtoihin arvopapereihin kuin joukkolainoihin. Tällä varaudutaan edustajarakenteen hyödyntämiseen tulevaisuudessa todennäköisesti yleistyvissä ja nykyistä useammin ilmenevissä finanssiteknologiaan (engl. *fintech*) pohjautuvissa innovatiivisissa rahoitusjärjestelyissä, kuten joukkorahoituksessa.

### **Onko esitys merkityksellinen myös ei-ammattimaisille sijoittajille?**

Kyllä on. Lakiehdotuksessa on kiinnitetty huomiota sijoittajien asemaan erityisesti siitä näkökulmasta, että edustajamalli on tulevaisuudessa merkityksellinen ammattimaisten sijoittajien lisäksi myös vähittäissijoittajille eli ei-ammattimaisille sijoittajille. Tätä on pyritty tukemaan muun muassa saattamalla edustaja Finanssivalvonnan valvontaan ja asettamalla se Finanssivalvonnan rekisteröitymisvelvolliseksi toimijaksi. Lakiehdotuksen perustella ei-ammattimaisten sijoittajan oikeudet toteutuvat nykyistä paremmin, minkä lisäksi sijoittajansuoja on yleisestikin parempi niissä joukkolainoissa, joissa edustajaa käytetään.

## **Hankkeen valmistelu**

### **Miten valtiovarainministeriö on valmistellut hanketta?**

Valtiovarainministeriö on valmistellut hanketta yhteistyössä niin markkinatoimijoiden kuin viranomaisten kanssa. Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto julkisti virkatyönä valmistellun arviomuistion joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevasta lainsäädännöstä 24.6.2014 ja lähetti sen lausuntokierrokselle. Lausuntoyhteenveto ja silloisen valtiovarainministeri Antti Rinteen tiedote hankkeen tilasta ja etenemisestä julkaistiin 24.11.2014 valtiovarainministeriön verkkosivuilla ja valtioneuvoston hankerekisterissä (VM056:00/2014).

Valtiovarainministeriö asetti oikeusministeriötä kuultuaan 25.2.2015 työryhmän, jonka tehtävänä oli (i) valmistella hallituksen esityksen muotoon ehdotus joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevaksi lainsäädännöksi sekä (ii) lisäksi arvioida mahdollisia muita tarpeellisia toimia joukkolainamarkkinoiden toimivuuden kokonaisvaltaiseksi kehittämiseksi. Työryhmän toimikausi alkoi 1.3.2015 ja työryhmän tuli saada työnsä valmiiksi 30.6.2016 mennessä. Työryhmän yksimielinen ehdotus joukkolainanhaltijoita koskevaksi laiksi julkistettiin 1.7.2016 ja sitä koskeva lausuntoyhteenveto 24.10.2016. Työryhmälle myönnettiin 9.5.2016 kuuden kuukauden lisäaika 2.1.2017 saakka työn viimeistelyä varten.

Työryhmä on pitänyt yhteensä 18 kokousta ja sen kaksi alatyöryhmää yhteensä 17 kokousta. Työryhmä on järjestänyt ehdotustensa luonnoksista sidosryhmille kolme laajaa kuulemistilaisuutta 10.3.2016, 25.11.2016 ja 16.12.2016. Kuulemistilaisuuksiin oli kutsuttu asianajajia, liikkeeseenlaskijoita, järjestäjäpankkeja, sijoittajia, etujärjestöjä ja viranomaisia.

## **Työryhmän kehittämissuhteet työn toisessa vaiheessa**

### **Miten joukkolainanhaltijoiden edustajamallin viimeistely on edennyt?**

Työryhmä on lausuntopalautteen perusteella viimeistellyt lakiehdotusta joukkolainanhaltijoiden edustajasta korjattu luonnos on liitetty työryhmän nyt julkistettavaan toiseen muistioon.

### **Mitä muita ehdotuksia työryhmällä on?**

Työryhmä on selvittänyt joukkolainamarkkinoiden kehittämistä ja sitä haittaavaa lainsäädäntöä osana rahoitusmarkkinoiden kehittämistä, kilpailukyvyyn parantamista ja kasvun rahoituksen mahdollistamista

Kehittämisehdotukset jakautuvat kolmeen ryhmään: siviili- ja maksukyvyttömyysoikeuteen, rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn ja joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeusaseman vahvistamiseen.

### **Millaisia muutoksia työryhmä ehdottaa yrityssaneeraukseen?**

Työryhmä ehdottaa, että joukkolainoja pitäisi voida muuttaa osakkeiksi yrityssaneerauksessa ilman osakkeenomistajien suostumusta. Nykyisin yrityksen osakkeenomistajien pitää antaa suostumuksensa tälle niin sanotulle velkakonversiolle. Tätä pidetään keskeisenä esteenä kotimaisten joukkolainamarkkinoiden kehittymiselle erityisesti institutionaalisten sijoittajien näkökulmasta.

Jos omistajien suostumusta ei tarvittaisi, yrityssaneerauksesta tulisi velkojille houkuttelevampi vaihtoehto. Tämä vähentäisi velkojien halua hakea yrityksiä konkurssiin.

Velkakonversiossa velkojat saisivat erikseen määritellyn omistusosuuden yrityksestä ja vanhojen osakkaiden omistusosuus vastaavasti pienenisi. Ehdotuksen taustalla on muun muassa kokemukset Talvivaaran yrityssaneerauksesta.

### **Mitä muuta työryhmä ehdottaa?**

Sijoituspalvelulakia ehdotetaan muutettavaksi joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi ja ottamalla huomioon säätiöiden asema sijoittajina. Sijoituspalvelun satunnaisen tarjoamisen edellytyksiä ehdotetaan täsmennettäväksi. Yritysten kansainvälistä varainhankintaa ehdotetaan helpotettavaksi selventämällä oikeutta sijoituspalvelun tarjoamiseen sivuliikettä perustamatta. Säännös hyvästä arvopaperimarkkinatavasta ehdotetaan lisättäväksi sijoituspalvelulakiin ja lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Joukkorahoituslain ja vakuutusyhtiölain täsmennys mahdollistaa vakuutusyhtiön toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä.

Joukkolainanhaltijoiden edustajan toimintaoikeuksia ehdotetaan vahvistettavaksi

- laissa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä tilanteissa, joissa kaupankäynti lopetetaan ja arvopaperi poistetaan pörssilistalta tai monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä
- laissa arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta, kun asia koskee liikkeeseenlaskutiliä ja tiedonsaantia hallintarekisteröinnistä
- laissa arvo-osuustileistä, kun on kyse liikkeeseenlaskijalle ja edustajalle annettavasta maksusuojusta.

### **Mistä työryhmä on erimielinen ja miksi?**

Lahjanlupauslakiin ehdotettava muutos helpottaa rahasto-osuuksien lahjoittamista ja selkeyttää oikeustilaa. Oikeusministeriö pitää eriävässä mielipiteessään ehdotusta epäonnistuneena. Asia kuuluu oikeusministeriön toimialaan.

Edellytyksiä velkakonversioon (Debt-to-equity swap) yrityksen saneerausmenettelyssä ehdotetaan täsmennettäväksi. Ehdotuksen taustalla ovat ennen muuta kokemukset Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n saneerausmenettelystä. Ehdotus ei ole yksimielinen, vaan siihen liittyy kolme eriävää mielipidettä (oikeusministeriö, Perheyrittysten Liitto / Suomen Yrittäjät ja Pörssisäätiö / Osakesäästäjien Keskusliitto). Oikeusministeriö, jonka toimialaan yrityssaneerauslainsäädäntö ja yhtiöoikeus kuuluvat, katsoo, että kysymystä olisi arvioitava erikseen, koska se on periaatteellisesti merkittävä ja koskee muutakin kuin vain joukkolainamarkkinoita. Muissa eriävissä mielipiteissä katsotaan velkakonversion heikentävän omistajayrittäjän asemaa ja vastustetaan ehdotusta. Työryhmän enemmistö kuitenkin pitää keskustelun avausta ajankohtaisena ja tärkeänä. Erimielisyyden jäsentämiseksi työryhmä ehdottaa kahta vaihtoehtoa, joista toinen rajautuu pörssi-yhtiöihin ja listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoihin. Soveltamisalaltaan laajempi vaihtoehto koskee kaikkia yrityksiä.

Muista asioista työryhmä oli yksimielinen.

### **Onko hankeella erityinen poliittinen asema?**

Kyllä on, sillä hanke on osa hallituksen kärkihankkeiden toimintasuunnitelmaa, jossa hallitus on linjannut seuraavasti: ”Hallitus pitää tärkeänä, valtiovarainministeriö valmistelee hallituksen esityksen joukkolainamarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi lainanhaltijoiden edustajamallin avulla.”

### **Miksi kansallinen laki eikä EU-säätelyä?**

Joukkolainanhaltijoiden edustajasta ei ole olemassa EU-tason säätelyä, vaan eri EU-valtiot ovat ratkaisseet asiakokonaisuuteen liittyvät ongelmat toisistaan poikkeavasti. Joukkolainanhaltijoiden edustajasta ei ole myöskään odotettavissa EU-säätelyä lähiaikoina. Siksi säätely kannattaa toteuttaa kansallisesti Suomen joukkolainamarkkinoiden toiminnan tehostamiseksi ja tukemiseksi.

Aihe liittyy EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteisiin ja komission kannustamiin jäsenvaltion kansallisiin toimenpiteisiin.

### **Onko muissa EU-maissa vastaavaa lainsäädäntöä?**

Kansallista säätelyä ovat panneet täytäntöön Saksa, Tanska ja tietyltä osin Ranska. Norjassa edustajan toimintaoikeudet perustuvat Norjan korkeimman oikeuden antamiin ennakkopäätöksiin. Ruotsissa ei ole erillistä edustajaa koskevaa lainsäädäntöä.

Britanniassa joukkolainanhaltijoiden edustus tapahtuu *trust*-instituutiota hyödyntämällä. *Trusteelle* ei ole löydettävissä lainsäädännöstä yksityiskohtaista määritelmää, vaan sen sisältö ja edustajan toimivaltuudet ovat määrittäneet kirjoitetun lainsäädännön, oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden yhteisvaikutuksesta. Britanniassa *trust* on perinteisesti hahmotettu suhteeksi, jossa *trustee* hallinnoi omaisuutta jonkun kolmannen puolesta ja hyväksi. Yleisesti ottaen *trusteella* on katsottu olevan oikeudellinen edustus- ja hallintaoikeus (muodollinen omistusoikeus, engl. *legal ownership*) hallinnassaan olevaan omaisuuteen, kun taas tosiasiallinen omistusoikeus, engl. *beneficial ownership*, oikeus omaisuuden tuottoon ja vahva oikeusasema ovat *trustin* edunsaajilla.

### **Entä muualla maailmassa?**

*Common law* -oikeusjärjestyksenä Yhdysvalloissa edustajan asema rakentuu *trust*-instituution varaan, Muista oikeusjärjestyksistä poikkeavana piirteenä voidaan mainita, että Yhdysvalloissa yhteistoimintalausekkeisiin (engl. *collective action clause*) on suhtauduttu kielteisemmin. Niissä joukkolainoissa, joihin soveltuu vuoden 1939 *Trust Indenture Act* -laki, yhteistoimintalausekkeet eivät ole sallittuja, jos päätöksenteolla on vaikutusta joukkolainan pääomaan tai korkoon, toisin sanoen niitä koskevat muutokset edellyttävät kaikkien joukkolainanhaltijoiden suostumusta.

### **Miten työ jatkuu?**

Kehittämisehdotusten jatkovalmistelun organisointia ja aikataulua arvioidaan lausuntopalautteen perusteella maalis-huhtikuussa. Työryhmä ehdottaa, että hallitus antaisi täydennetyn esityksensä joukkolainanhaltijoiden edustajien oikeuksista eduskunnalle toukokuussa ja laki tulisi voimaan ensi syksynä.



**Lisätietoja:**

Työryhmän puheenjohtaja, siviilioikeuden emeritusprofessori Jarno Tepora, puh. 02941 22817,  
jarno.tepora(at)helsinki.fi

Lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju, puh. 02955 30215, ilkka.harju(at)vm.fi

Finanssineuvos Urpo Hautala, puh. 02955 30276, urpo.hautala(at)vm.fi