

Regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ombud för obligationsinnehavare och till vissa lagar som har samband med den

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL

I denna proposition föreslås att det stiftas en ny lag om ombud för obligationsinnehavare. I propositionen föreslås det dessutom att åtta andra lagar ändras. I dem görs det närmast preciseringar och tekniska ändringar som följer av den nya lagen.

I den föreslagna lagen avses med ett ombud för obligationsinnehavare en näringsidkare som förbundet sig att handla för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning på det sätt som avtalats i villkoren för ett obligationslån eller i ett annat avtal som har samband med ett obligationslån. I den föreslagna lagen kallas sådana villkor eller avtal för ombudsavtal. Bestämmelserna i lagen är i huvudsak dispositiva och avvikelser från dem kan därför göras genom avtal. Bestämmelserna om skyldigheten för ombud för obligationsinnehavare att behandla obligationsinnehavarna likvärdigt och att iaktta god värdepappersmarknadssed, ombudets informationskyldighet och skyldigheten att hålla egendom som tillhör någon annan åtskild från ombudets tillgångar är dock uttryckligen tvingande. På grund av sitt innehåll och syfte är också bestämmelserna om ombudets oberoende, tillsyn och påföljder tvingande.

Syftet med propositionen är att effektivisera obligationsmarknaden, förbättra förutsättningarna för företagsfinansiering, skapa en mångsidigare finansieringsmarknad och öka investerarskyddet genom att skapa en lätt, klar och i huvudsak dispositiv lagstiftningsram för ombudsverksamheten.

Enligt propositionen får endast näringsidkare som införts i ett särskilt offentligt register över ombud för obligationsinnehavare vara ombud för obligationsinnehavare, om det över det obligationslån som emitteras har offentliggjorts eller ska offentliggöras ett sådant prospekt som avses i värdepappersmarknadslagen eller om obligationerna tas upp till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform. I övriga fall kan också oregistrerade näringsidkare vara ombud. Näringsidkaren ska vara en juridisk person. En fysisk person kan alltså inte utöva ombudsverksamhet. Finansinspektionen föreslås vara register- och tillsynsmyndighet. Förutsättningarna för registrering anges i den föreslagna lagen, och kraven är bland annat att den som gör anmälan ska vara tillförlitlig och ha tillräcklig kännedom om obligationsmarknaden. På detta sätt garanteras en tillräcklig tröskel för inträde på marknaden, vilket ökar investerarnas förtroende för ombudsverksamheten.

Det är möjligt att genom avtal ge ombudet flera verksamhetsrättigheter, såsom rätt att för obligationsinnehavarnas del väcka talan mot en emittent eller en tredje man, rätt att för obligationsinnehavarnas del föra talan i rättegångar utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna, rätt att ansöka om att en emittent ska försättas i konkurs, rätt att företräda obligationsinnehavarna och föra deras talan vid emittentens konkurs samt rätt att förfoga över de säkerheter som ställts för obligationslånet för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning.

I lagen föreskrivs för ombudet på motsvarande sätt flera skyldigheter, såsom informationskyldighet och skyldighet att hålla säkerheterna för obligationslånen och kundmedlen åtskilda och att förvara och hantera säkerheterna och kundmedlen på ett tillförlitligt sätt. I lagen föreskrivs dessutom om varaktigheten för ett ombuds representationsrätt och om byte av ombud.

Med avseende på obligationsinnehavarnas verksamhet ingår det i den föreslagna lagen några bestämmelser om verksamhetsförbud och beslutsförfarande.

RP 48/2017 rd

Lagen innehåller också bestämmelser om förfogande över säkerheter för obligationslån, samt bestämmelser om användningen överlag av en säkerhetsagent vid kollektiva finansieringsuppbygg med säkerhet och om ombudets behörighet att på ett för tredje man bindande och oåterkalleligt sätt utöva alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare.

Dessutom innehåller lagen bestämmelser om de uppgifter som ska föras in i registret över ombud för obligationsinnehavare, förutsättningar för registrering, undantag från registreringskyldigheten, avregistrering, kundskydd, tillgänglighållande av information, myndighetstillsyn och påföljder.

Vidare föreslås ett flertal preciseringar av den gällande lagstiftningen om finansieringsmarknaden. För att bredda investerarbasen på obligationsmarknaden föreslås det ändringar i lagen om investeringstjänster så att bättre hänsyn tas till den ställning som små stiftelser har som investerare i enlighet med presumptionsbestämmelserna i den nya stiftelselagen. I samband med detta preciseras förutsättningarna för tillfälligt tillhandahållande av investeringstjänster. Till den internationella kapitalanskaffning som sker genom finländska företags emittering av obligationslån hänför sig i sin tur ett behov av att klarlägga rätten för utländska tjänsteleverantörer att tillhandahålla investeringstjänster utan att grunda en filial. Det föreslås att en uttrycklig bestämmelse om god värdepappersmarknadssed fogas inte bara till lagen om investeringstjänster utan också till lagen om handel med finansiella instrument. Också lagen om gräsrotsfinansiering och försäkringsbolagslagen föreslås bli preciserade.

Flera förslag har samband med en utvidgning av rätten för ombud för obligationsinnehavare att bedriva verksamhet. Det föreslås att det i lagen om handel med finansiella instrument fastställs vilka rättigheter ombudet har i situationer när handeln avslutas och ett värdepapper avnoteras från börslistan eller från en multilateral handelsplattform. I lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet behövs bestämmelser som förstärker de rättigheter som ombud för obligationsinnehavare har i fråga om emissionskonton och förvaltarregistrering och i lagen om värdeandelskonton på motsvarande sätt bestämmelser som förstärker ombudets rättigheter i samband med det betalningsskydd som ges emittenter och ombud.

Lagarna avses träda i kraft hösten 2017.

INNEHÅLL

PROPOSITIONENS HUVUDSAKLIGA INNEHÅLL.....	1
INNEHÅLL	3
ALLMÄN MOTIVERING	6
1 INLEDNING.....	6
1.1 Allmänt	6
1.2 Obligationsmarknaden	7
1.3 Bedömningspromemoria.....	8
1.4 Arbetsgrupp.....	9
1.5 Ekonomisk betydelse	11
2 NULÄGE	17
2.1 Allmänt	17
2.1.1 Särdrag hos den inhemska obligationsmarknaden	17
2.1.2 Andrahandsmarknad för obligationer i Finland	18
2.1.3 Syndikerad kreditgivning	19
2.1.4 Inhemska obligationslånevillkor (Finlands Näringslivs modellvillkor).....	20
2.2 Gällande lagstiftning.....	21
2.2.1 Allmänt.....	21
2.2.2 Ombudets ställning i den finländska rättsordningen och ombudsförhållandets varaktighet.....	23
2.2.3 Ombudsförhållandets avtalsrättsliga omfattning och ombudsvilkorens bindande verkan	26
2.2.4 Ombudets rätt att väcka talan för obligationsinnehavarnas del.....	28
2.2.5 Ombudets rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs	30
2.2.6 Ombudets rätt att ansöka om företagssanering för emittenten	31
2.2.7 Ombudet som säkerhetsagent och i förhållande till tredje man.....	33
2.2.8 Ombuds skyldigheter i förhållande till obligationsinnehavarna.....	35
2.2.9 Ombuds registreringskyldighet och tillsynen över ombud	36
2.2.10 Andra utvecklingsförslag	37
2.3 Den internationella utvecklingen och utländsk lagstiftning.....	37
2.3.1 Allmänt.....	37
2.3.2 Sverige.....	38
2.3.3 Norge.....	38
2.3.4 Danmark	40
2.3.5 Storbritannien	41
2.3.6 Frankrike	42
2.3.7 Tyskland	42
2.3.8 Förenta staterna	43
2.3.9 Luxemburg	43
2.4 Nuläge.....	43
2.4.1 Behovet av en lag om ombud för obligationsinnehavare	43
2.4.2 Fördelar med ombudsmodellen.....	44
2.4.3 Exempel på typiska ombudsuppdrag i Finland	45
2.4.4 Den gällande ramlagstiftningen bör göras tydligare	45
2.4.5 Ekonomisk motivering	46
2.4.6 Ur synvinkeln för internationell konkurrens	48
2.4.7 Omständigheter som bör beaktas vid regleringen och bedömningen.....	48
2.4.8 Tillämpningsområdet för ombudsmodellen	49

RP 48/2017 rd

3	MÅLSÄTTNING OCH DE VIKTIGASTE FÖRSLAGEN.....	49
3.1	Målsättning	49
3.2	Alternativ för det lagtekniska genomförandet.....	51
3.3	De viktigaste sakkomplexen som bör beaktas i propositionen	53
	3.3.1 Ombudskonstruktionen och ombuds verksamhetsmöjligheter i brytningsskedet.....	53
	3.3.2 Konsumenten som kund, professionella eller icke-professionella investerare	55
	3.3.3 Proportionalitetsprincipen	57
	3.3.4 Avreglering.....	59
3.4	De viktigaste förslagen i enskilda lagar	59
	3.4.1 Allmänt.....	59
	3.4.2 Lagen om ombud för obligationsinnehavare.....	60
	3.4.3 Andra lagar som berörs av propositionen.....	61
4	PROPOSITIONENS KONSEKVENSER	62
4.1	Ekonomiska konsekvenser	62
	4.1.1 Konsekvenserna för samhällsekonomin och en totalekonomisk utredning av konsekvenserna	62
	4.1.2 Konsekvenser för företagen.....	63
	4.1.3 Konsekvenser för hushållen	65
	4.1.4 Konsekvenser för de offentliga finanserna.....	66
4.2	Konsekvenserna för myndigheterna.....	66
4.3	Samhälleliga konsekvenser	66
5	BEREDNINGEN AV PROPOSITIONEN	67
5.1	Beredningsskeden	67
5.2	Yttranden om utkastet till regeringsproposition och utvecklingsförslagen samt hur de har beaktats	70
6	ANDRA OMSTÄNDIGHETER SOM INVERKAT PÅ PROPOSITIONENS INNEHÅLL	71
6.1	Samband med andra propositioner.....	71
6.2	Internationella förpliktelser.....	71
	DETALJMOTIVERING	72
1	LAGFÖRSLAG	72
1.1	Lagen om ombud för obligationsinnehavare.....	72
	1 kap. Allmänna bestämmelser.....	72
	2 kap. Utseende av ombud för obligationsinnehavare samt ombudets oberoende, ombudets verksamhet samt ombudsavtalets bindande verkan.....	80
	3 kap. Obligationsinnehavares verksamhet	95
	4 kap. Säkerheter och behandling av tillgångar.....	97
	5 kap. Anlitande av säkerhetsagenter vid kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet.....	101
	6 kap. Rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare	103
	7 kap. Tillsyn och påföljder	114
	8 kap. Särskilda bestämmelser.....	118
1.2	Lagen om Finansinspektionen	119
1.3	Lagen Finansinspektionens tillsynsavgift	119
1.4	Försäkringsbolagslagen.....	119
	2 kap. Bildande av försäkringsbolag och koncession	119
1.5	Lagen om investeringstjänster	120
	1 kap. Allmänna bestämmelser.....	120

RP 48/2017 rd

4 kap.	Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland.....	122
10 kap.	Förfaranden i kundförhållanden.....	124
1.6	Lagen om handel med finansiella instrument	126
1 kap.	Tillämpningsområde och definitioner	126
2 kap.	Börsverksamhet.....	126
4 kap.	Multilaterala handelsplattformar	128
1.7	Lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	128
7 kap.	Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet.....	128
8 kap.	Särskilda bestämmelser.....	128
1.8	Lagen om värdeandelskonton	128
1.9	Lagen om gräsrotsfinansiering.....	129
1 kap.	Allmänna bestämmelser.....	129
2	NÄRMARE BESTÄMMELSER OCH FÖRESKRIFTER	129
2.1	Närmare bestämmelser.....	129
2.2	Närmare föreskrifter.....	129
3	IKRAFTTRÄDANDE	129
4	FÖRHÅLLANDE TILL GRUNDLAGEN OCH LAGSTIFTNINGSDRAGNING	130
	LAGFÖRSLAG	134
1.	Lag om ombud för obligationsinnehavare.....	134
2.	Lag om ändring av lagen om Finansinspektionen.....	143
3.	Lag om ändring av 1 och 6 § i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift....	145
4.	Lag om ändring av 2 kap. 16 § i försäkringsbolagslagen.....	149
5.	Lag om ändring av lagen om investeringstjänster.....	150
6.	Lag om ändring av lagen om handel med finansiella instrument.....	152
7.	Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	154
8.	Lag om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton.....	156
9.	Lag om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering	157
	BILAGA	158
	PARALLELLTEXT	158
2.	Lag om ändring av lagen om Finansinspektionen.....	158
3.	Lag om ändring av 1 och 6 § i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift....	160
4.	Lag om ändring av 2 kap. 16 § i försäkringsbolagslagen.....	164
5.	Lag om ändring av lagen om investeringstjänster.....	165
6.	Lag om ändring av lagen om handel med finansiella instrument.....	167
7.	Lag om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	170
8.	Lag om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton.....	172
9.	Lag om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering	173

ALLMÄN MOTIVERING

1 Inledning

1.1 Allmänt

De finländska företagen är verksamma på en konkurrensutsatt internationell finans- och produktmarknad. Finansieringen av och den finansiella ställningen för inhemska företag betonas av geografiska och kulturella skäl särskilt i förhållande till nordiska företag. I Norge och Sverige har obligationsmarknaden fungerat längre och marknaden är betydligt mer aktiv och etablerad än i Finland och Danmark.

I Finland har den finansiella ställningen för och finansieringen av tillväxtföretag och små och medelstora företag (nedan *SMF-företag*) försvagats. Som en följd av detta kan de inte i alla situationer uppfylla finansieringskraven på sina projekt med hjälp av de finansieringskällor som står till buds. Detta har ur företagets synvinkel i vissa situationer lett till ett finansieringsunderskott. Den senaste tiden har olika statistiska uppgifter visat att tillgången till finansiering för tillväxtföretag och SMF-företag har försämrats även i Finland. I finansministeriets förfrågningar till företag och investerare har det kommit fram att de krav som gäller för s.k. kovenanter för företagslån, dvs. specialvillkor, och likaså för säkerheter har stramats åt och lånens räntemarginaler har ökat. Även om Finlands situation jämfört med den i de andra euroländerna är tämligen bra så har den utvecklats mot det sämre. Andelen SMF-företag som lyfter fram tillgången till finansiering som det mest centrala problemet och som till följd av bristande finansiering inte kan genomföra potentiellt lönsamma projekt har ökat i Finland.

De låga räntorna försvagar lönsamheten för bankerna och minskar transparensen när det gäller det faktiska pris för finansieringen som kunden ska betala, vilket är beroende av respektive kunds ekonomiska situation och affärsverksamhetens lönsamhet men även i hög grad av bankernas kostnader för medelsanskaffning vid tidpunkten i fråga och av den avkastning och lönsamhet som bankerna eftersträvar. Den långvariga svaga och osäkra ekonomiska situationen har ökat risken för kreditförluster för bankerna, vilket delvis minskat deras vilja att ta risker. Enligt förfrågningarna till företag och investerare drabbar detta i synnerhet tillväxtföretag, som i mikroföretagsskedet och därefter växer långsammare och har högre tillväxttrösklar än andra. Då företagen växer ytterligare saknas ofta möjligheten att få finansiering och nya ägare via börsintroduktion i deras praktiska metodarsenal. Det knappa utbudet av alternativa finansieringskällor, bristen på kunskande samt en dyr börsintroduktionsprocess och därtill en negativ inställning till en sådan hos företagen och deras ägare bromsar företagets tillväxt i Finland. Betydelsen av alternativa finansieringsmöjligheter som komplement till finansiering som styrs av bankernas balansräkning, i synnerhet risk- och kapitalfinansiering såsom finansiering genom obligationsmarknaden, gräsrotsfinansiering, *venture capital* -finansiering och kapitalinvesteringsverksamhet, har därmed ökat för företag som strävar efter tillväxt.

I Finland kan behovet av att se över regleringen om ombud för obligationsinnehavare i hög grad ses som en del av åtgärderna för att utveckla den inhemska obligationsmarknaden. Ombud används allmänt särskilt på den internationella obligationsmarknaden, men också i allt större utsträckning i Finland. Ombudet agerar i enlighet med sitt uppdrag för samtliga obligationsinnehavares gemensamma räkning. I princip drar alla parter på obligationsmarknaden nytta av en fungerande ombudsmodell. Ombudsmodellen minskar i regel transaktionskostnaderna, förbättrar obligationsinnehavarnas möjligheter att få information om emittenten och om läget för de egna investeringarna. Ombudsmodellen effektiviserar också kontakten mellan emittenten och obligationsinnehavarna och effektiviserar beslutsfattandet vid eventuella problemsituationer för emittenten. Detta ökar sannolikt också utländska investerares intresse för den finländska obligationsmarknaden. Det kan också antas att en fungerande ombudsmodell

förbättrar verksamheten på obligationsmarknaden i Finland och hjälper för sin del till att öka antalet källor för extern finansiering som är tillgängliga för SMF-företag.

På den inhemska obligationsmarknaden har ombudets befogenheter, liksom dess rättigheter och skyldigheter tills vidare i hög grad byggt på villkoren för en emission av ett enskilt obligationslån eller på något annat avtal i anslutning till med obligationslånet. Verksamheten har därmed i hög grad inte omfattats av finansmarknadslagstiftningen och inom ramarna för avtalsfriheten baserat sig på bindande bilaterala avtalsklausuler mellan avtalsparterna. Marknadsdeltagarna har i olika sammanhang framfört att det är nödvändigt att öka rättssäkerheten när det gäller ett ombuds handlingsbehörighet vid emissioner av obligationslån som emitteras i enlighet med finsk lag och vid förvaltningen av obligationslån under lånets löptid samt vid eventuella problemsituationer för en emittent. I propositionen har en snäv och i stor utsträckning dispositiv ramlag valts. Syftet med lagen är inte att ingripa i frågor som marknadsdeltagarna i enlighet med gällande marknadspraxis på ett effektivt sätt kan ordna inom området för avtalsfriheten mer än vad som ansetts nödvändigt för att säkerställa transparensen hos marknaden, den rättsliga ställningen för och handlingsbehörigheten hos ombudet samt ett tillräckligt investerarskydd.

I propositionen avses med ombud uttryckligen den nya institution som genom lagen om ombud för obligationsinnehavare ska inrättas och som på en reglerad marknad ska agera för obligationsinnehavarnas del och bevaka deras gemensamma intressen. På motsvarande sätt avser man enligt nuvarande marknads- och avtalspraxis med agent och säkerhetsagent etablerade representationsformer som i hög grad bygger antingen på ett bemyndigande eller på sådan avtalsbestämmelser mellan parterna (s.k. modell med en mellanman) som utnyttjas både på obligationsmarknaden och vid syndikerad kreditgivning. I fortsättningen ska också agent och säkerhetsagent betraktas som ombud och deras verksamhet ses som en särskild form av ombudsverksamhet.

Syftet med propositionen är att ombudmodellens fallspecifika flexibilitet och marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla en fungerande marknadspraxis inte heller i framtiden får försvåras betydligt jämfört med nuläget, trots den föreslagna speciallagstiftningen.

Dessutom föreslås ett flertal preciseringar av den gällande lagstiftningen om finansmarknaden, t.ex. av lagen om investeringstjänster, lagen om handel med finansiella instrument, lagen om gräsrotsfinansiering, lagen om försäkringsbolag, lagen om värdeandelssystemet om clearingverksamhet samt lagen om värdeandelskonton. Flera av arbetsgruppens förslag hänför sig till en utvidgning av rätten för ombud för obligationsinnehavare att bedriva verksamhet.

1.2 Obligationsmarknaden

Obligationslån regleras av lagen om skuldebrev (622/1947) som allmän lag. Det är per definition fråga om löpande skuldebrev dvs. skuldebrev som är ställda till innehavaren eller till viss man eller order. Detta nämns dock inte tydligt i lagen om skuldebrev, men man har brukat behandla obligationer som skuldebrev ställda till innehavaren, vilket även en fungerande andrahandsmarknad i praktiken förutsätter. Obligationerna kan vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller en annan marknad, eller omfattas av sådan handel utanför börserna som sköts av tillhandahållare av investeringstjänster, så kallad handel mellan två parter, dvs. ”*over the counter*”-handel (nedan *OTC*). Obligationer kan alltså trots civilrättsliga bestämmelser erbjudas allmänheten i den mening som avses i värdepappersmarknadslagstiftningen och i enlighet med villkoren i den lagstiftningen.

Obligationslånen är till sin karaktär långfristiga värdepapper (över ett år), där lånets totalbelopp är uppdelat i flera små delar i form av skuldebrev eller andelar i obligationslån, dvs. obli-

gationer. Traditionellt har emittenter av obligationslån i Finland varit stater och andra offentligt-grättsliga organ, stora företag och finansiella institut, men numera är emittenterna i allt större utsträckning också SMF-företag. Obligationslån kan ha rörlig ränta, fast ränta eller nollränta, eller vara indexbundna. Löptiden för obligationslån är vanligen mellan några år och tio år. Obligationslån kan vara och är också nuförtiden i regel i värdeandelsform, vilket innebär att obligationslånet finns i det elektroniska värdeandelsregistret där överlåtelsen sker som en överföring mellan ägarnas värdeandelskonton. Enligt lånevillkoren har emittenten rätt att få information om sina borgenärer. Obligationer är vanligen överlåtbara. Överlåtbarheten innebär att investerare kan både överlåta och köpa obligationer mitt under lånets löptid. På motsvarande sätt kan t.ex. en emitterande bank återköpa ett lån före lånets förfallodag. Option på återköp vid obligationslån emitterade av företag är däremot tämligen ovanligt, men har under den senaste tiden blivit lite vanligare.

Det är nyttigt att utse ett ombud för obligationsinnehavarna, framför allt i fråga om obligationslån med lång löptid och obligationslån vars andelar sprids till eller har spridits till en stor grupp investerare, inklusive obligationslån som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en annan marknad, eller obligationslån för vilka det har ställt en särskild realsäkerhet, t.ex. en pant i form av en fastighet eller någon annan pant. Användningen av ett ombud minskar i regel de juridiska riskerna och kostnaderna i samband med låneförvaltningen och förbättrar därmed också investerarskyddet och tillgodoser bättre investerarnas förvaltningsrättigheter. Även om ombudet är uttryckligen investerarnas intressebevakare drar också emittenten nytta av att ett ombud används, t.ex. när det gäller åtgärder eller förpliktelser i samband med förvaltningen av ett obligationslån. Vid obligationslån med säkerhet är användningen av ombud rentav en praktisk nödvändighet.

1.3 Bedömningspromemoria

Finansmarknadsavdelningen vid finansministeriet offentliggjorde den 24 juni 2014 den bedömningspromemoria som den berett i fråga om lagstiftning som gäller ombud för obligationsinnehavare. Syftet med promemorian var att bedöma behovet av ny nationell lagstiftning och eventuella lagstiftningsalternativ samt att presentera preliminära utkast till möjliga bestämmelser för reglering av ombudsverksamheten. Utöver detta hoppades man att promemorian skulle väcka debatt om eventuella brister i funktionen av de ombudsmodeller som ingår i den gällande lagstiftningen och få fram eventuella avvikande synpunkter bland marknadsdeltagarna, myndigheterna och intresseorganisationerna när det gäller behovet av speciallagstiftning. Ett viktigt mål var också att den fallspecifika flexibiliteten hos ombudsmodellen och marknadsdeltagarna möjlighet att självständigt utveckla fungerande marknadspraxis inte skulle bli alltför lidande trots eventuell speciallagstiftning.

Bakgrunden till utarbetandet av promemorian var delvis också en viss försvagning av möjligheterna för SMF-företag och mer allmänt taget för tillväxtföretag att få finansiering samt antagandet att förutsättningen för att en fungerande marknad ska uppstå är att parterna har en klar uppfattning av de rättsnormer som styr marknaden. Dessutom bedömdes det att ett klart rättsläge i Finland stöder en finländsk obligationsmarknad och finländska företags kapitalanskaffning så att den tillämpliga lag som väljs för finländska emittenters obligationslån också i fortsättningen ska vara finsk lag. En sådan utveckling bedömdes för sin del främja emitteringen av obligationslån i Finland, vilket skulle var till nytta för både finansbranschen som helhet och i synnerhet för de finländska SMF-företagen. Mångsidigare finansieringskanaler för SMF-företag ansågs för sin del stödja företagets utveckling och vidare uppkomsten av nya arbetsplatser i Finland. Utvecklingen av finansieringskanalerna öppnar också upp nya investeringsmöjligheter för finländska investerare.

I promemorian granskades obligationsmarknaderna i Finland och Norden på allmän nivå. Dessutom fästes särskild uppmärksamhet vid utseendet av ombud för obligationsinnehavare med tanke på gällande marknads- och avtalspraxis och de osäkerhetsfaktorer som observerats där och som beskrivs närmare i promemorian. Utöver ombud för obligationsinnehavare bedömdes i promemorian behovet av reglering vid syndikerad kreditgivning med säkerhet och överlag vid andra kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet.

En tydlig majoritet uttryckte sitt stöd för behovet av att stifta en speciallag om ombud för obligationsinnehavare. I yttrandena fanns skillnader beroende av remissinstans, men en central, gemensam nämnare i de yttranden som stödde saken var behovet av att korrigera de rättsliga oklarheterna i anknytning till gällande lagstiftning när det gäller ett ombuds handlingsbehörighet och handlingsförutsättningar samt kontinuiteten för ombudsförhållandet. Dessutom konstaterades rättsliga osäkerhetsfaktorer i ett ombuds verksamhet i förhållande till tredje man utanför ombudsförhållandet, i synnerhet i fråga om åtgärder som vidtagits i ombudsförhållandet, när det gäller giltigheten gentemot utomstående. Otydligheterna i lagstiftningen konstaterades medföra osäkerhet för marknadsdeltagarna och därmed störa utvecklingen av den inhemska obligationsmarknaden.

Många remissinstanser betonade dock att en eventuell speciallag uttryckligen ska vara en snäv ramlag som inte ingriper i sådana frågor som marknadsdeltagarna i enlighet med gällande marknadspraxis på ett effektivt sätt kan ordna i enlighet med avtalsfriheten. Speciallagen ska uttryckligen avhjälpa oklarheter i anknytning till den gällande lagstiftningen, inte införa nya åtaganden och skyldigheter för marknadsdeltagarna (emittenter, investerare och ombud). Speciallagen ska därför inte ingripa i marknadsdeltagarnas avtalsfrihet mer än vad som är nödvändigt, så att ombudsmodellen fortfarande möjliggör en fallspecifik flexibilitet och en möjlighet för marknadsdeltagarna att självständigt utveckla marknadspraxis. Flera remissinstanser delade finansministeriets åsikt att man genom en snäv ramlag löser de centrala problemen i fråga om ombudsmodellen i den gällande lagstiftningen, främjar utnyttjandet av ombudsmodellen, förbättrar investerarskyddet och ökar obligationsmarknadens attraktion såväl för företag som för investerare.

1.4 Arbetsgrupp

Efter att ha hört justitieministeriet den 25 februari 2015 tillsatte finansministeriet en arbetsgrupp med uppgift att i form av en regeringsproposition utarbeta ett förslag till lagstiftning om ombud för obligationsinnehavare och att dessutom bedöma behovet av andra nödvändiga åtgärder för en övergripande utveckling av obligationsmarknaden. Arbetsgruppens mandattid började den 1 mars 2015 och arbetsgruppen skulle ha sitt arbete klart senast den 30 juni 2016. För en sista genomgång av arbetet beviljades arbetsgruppen den 9 maj 2016 en månads tilläggstid fram till och med den 2 januari 2017.

Arbetsgruppen skulle i tillämpliga delar och efter eget omdöme särskilt beakta följande mål som ingår i finansministeriets bedömningspromemoria från den 24 juni 2014 och som lyfts fram i remissvaren till bedömningspromemorian:

- att bedöma och klarlägga den juridiska konstruktion som den rättsliga ställningen för ombud för obligationsinnehavare för närvarande skapar, så att den i fråga om ombudet beaktar (i) kontinuiteten när det gäller handlingsbehörighet och verksamhetsförutsättningar (oåterkallelighet i fråga om handlingsbehörigheten, utan godtagbar orsak) och (ii) en sådan självständig handlingsbehörighet gentemot emittenten som är bindande för alla de investerare som ombudet representerar när vissa inom området för avtalsfriheten närmare överenskomna villkor uppfylls,

RP 48/2017 rd

- att fästa särskild vikt vid ombudets befogenhet att agera för de investerares del och räkning som ombudet företräder vid en emittents konkurs eller företagssanering (ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs och/eller ansöka om företagssanering för emittenten och/eller för de investerare som ombudet representerar förorda/omfatta emittentens ansökan om inledande av saneringsförfarande och för deras del bevaka fordringar vid konkursen) och för de investerare som ombudet representerar självständigt föra talan mot emittenten och dess lagstaddade organ,

- att bedöma och klarlägga ombudets rättsliga ställning gentemot utomstående tredje man, när det gäller avtalsarrangemanget om representationen.

- det lagförslag som styr verksamheten för ombud för obligationsinnehavare ska helst utformas utifrån en snäv ramlag, genom vilken man inte mer än nödvändigt ingriper i frågor som marknadsdeltagarna i enlighet med gällande marknadspraxis på ett effektivt sätt kan ordna i enlighet med avtalsfriheten,

- att bedöma behovet att förtydliga och vid behov föreslå lagstiftning om säkerhetsagentens ställning vid syndikerad kreditgivning särskilt när det gäller säkerhetsagentens eventuella insolvensförfarande,

- att bedöma och vid behov föreslå lagstiftning om en utvidgning av ombudsmodellen också till andra former av kollektiv kreditgivning, antingen med hjälp av separata bestämmelser eller genom analogitolkning,

- att bedöma och vid behov föreslå lagstiftning om ett ombuds informations-, tillstånds- och/eller registreringskyldigheter och om tillsynen över ombud.

Arbetsgruppen har i det första skedet av sitt arbete utrett dessa frågor och lagt fram behövliga förslag om dem i form av en regeringsproposition. Arbetsgruppen hade dessutom i uppgift

- att utreda, bedöma och föreslå rättsliga hinder som stör obligationsmarknadens verksamhet och utveckling och som ska avskaffas samt att genomföra eventuella specifika korrigeringar i lagstiftningen som syftar till att utveckla obligationsmarknaden och att förbättra dess funktion,

- att utreda, bedöma och specificera sådana utvecklingsprojekt inom lagstiftningen som i övrigt hänför sig till sakkomplexet (bl.a. reglering av kommissionsförsäljning och eventuella hinder för internationell affärsverksamhet till följd av inhemsk lagstiftning) och att föreslå åtgärder för genomförande av utvecklingsprojekt av detta slag samt att vid behov samordna de förändringar som lagen om en ombudsmodell föranleder i andra bestämmelser,

- att utreda behovet och möjligheterna för småinvestorer att i större utsträckning än för närvarande investera på obligationsmarknaden,

- att i tillämpliga delar beakta gällande och kommande EU-lagstiftning som gäller obligationsmarknaden och som i övrigt ingår i sakkomplexet (t.ex. Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU, nedan *MiFID II*) och det projekt om en union för kapitalmarknaden som bereds vid Europeiska kommissionen och de ambitiösa mål som i detta projekt har ställts på tillväxtfinansieringen.

Arbetsgruppen utredde i det första skedet av sitt arbete preliminärt också ovannämnda frågor, men ansåg att tilläggsutredningar behövdes till följd av att uppgiften är så omfattande. Därför bad arbetsgruppen om och fick tilläggstid för utredningen, vilket samtidigt möjliggjorde en

ändamålsenlig behandling av remissvaren till det lagförslag som arbetsgruppen berett och främjade en snabb fortsatt beredning av lagförslaget.

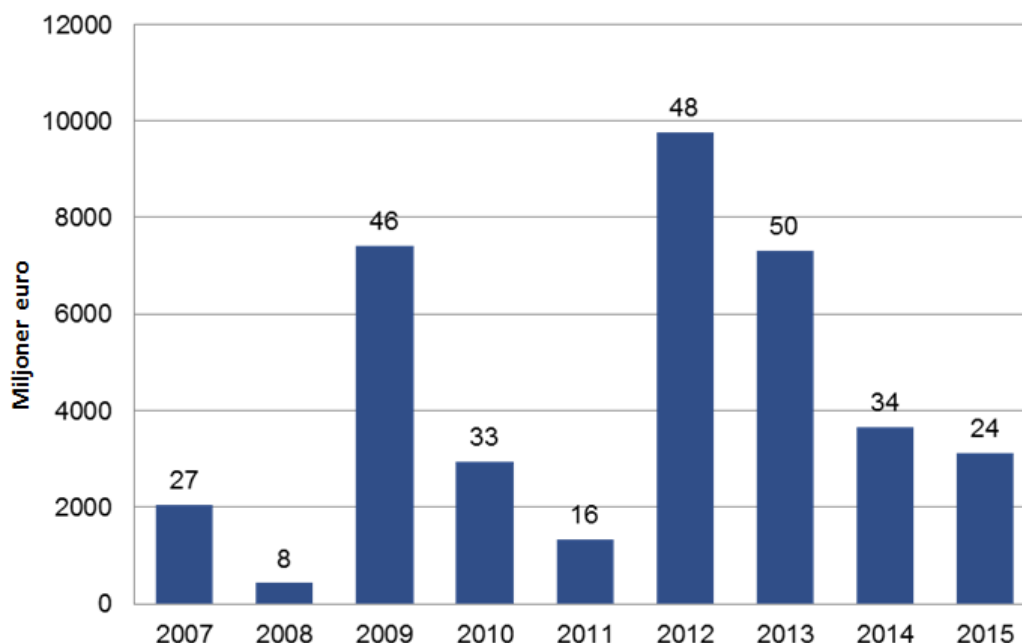
1.5 Ekonomisk betydelse

Obligationslån är skuldinstrument vars maturitet vanligen växlar mellan ett år och flera decennier. Enligt 34 § 1 mom. i lagen om skuldebrev kan obligationer (i 34 § 1 mom. används på svenska termen masskuldebrev) emitteras av offentliga samfund och av bokföringsskyldiga. Staten, finansiella institut och stora företag hör till de viktigaste emittenterna av obligationslån. Det totala nominella värdet på långa obligationslån som emitterats av inhemska aktörer har mer än fördubblats sedan 2001, då obligationslånen sammanlagda värde var knappa 80 miljarder euro, medan det nominella värdet 2016 var t.o.m. över 218 miljarder euro (figur 3). Det nominella värdet för obligationslån emitterade i Finland var vid utgången av året 100 miljarder euro. Som jämförelse kan nämnas att marknadsvärdet för Helsingforsbörsen var 209 miljarder euro vid utgången av 2016.

Finländska företag och bostadssamfund hade i slutet av 2016 lån från finansiella institut till ett belopp av cirka 76 miljarder euro. På motsvarande sätt uppgick företagens lån från arbetspensionsförsäkringsbolag till cirka fem miljarder euro, och från utlandet (exklusive direkta investeringar) till cirka 20 miljarder euro. Företagens obligationslånestock uppgick till 26 miljarder euro och företagscertifikaten till 4 miljarder euro.

Enligt statistikuppgifter från Finlands Bank har det totala eurobeloppet för obligationslån emitterade av finländska företag under de senaste åren varierat mellan dryga 400 miljoner år 2008 till cirka 10 miljarder år 2012. På samma gång har antalet emissioner på årsnivå varierat från under tio till nästan femtio emissioner. År 2015 finansierade företagssektorn sin verksamhet med en upptagning av obligationslån på totalt cirka 3,1 miljarder euro, vilket är drygt en halv miljard mindre än föregående år (figur 1).

Figur 1. Eurobelopp och antal för obligationslån som emitterats av andra än finansiella institut (*non-financial*), bruttoemissioner



Källa: Finländska masskuldebrevslån 2011, Finländska masskuldebrevslån 2015, Finlands Bank. Siffrorna på staplarna anger antalet emissioner. På grund av en förändring i informationskällorna är uppgifterna från och med 2011 inte helt jämförbara med uppgifterna från tidigare år. Talen innehåller både emissioner av obligationslån i euro och i annan valuta.

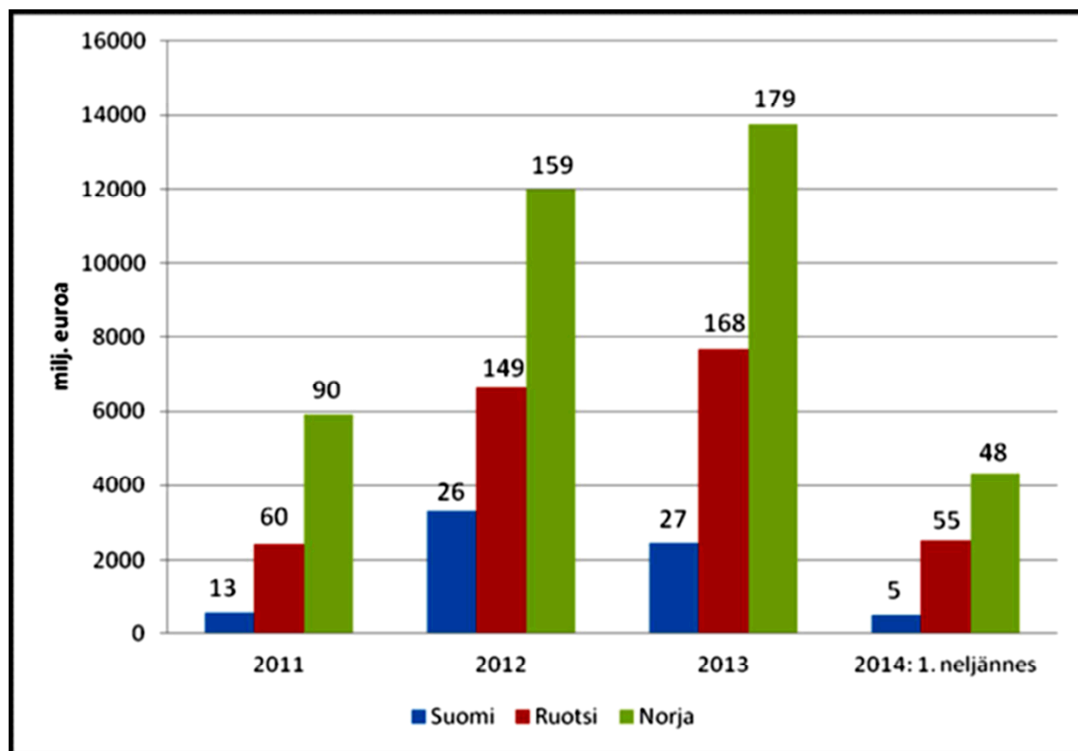
Enligt Finlands Banks enkät om företagsfinansiering år 2015 är en viktig förändring som gäller företagets finansiering att det i fråga om stora företag har blivit mycket vanligare med företagscertifikat och obligationslån. Redan närmare en tredjedel av de stora företagen skaffade finansiering med hjälp av dessa skuldinstrument. Dessutom använde sig en stor del av de stora företagen av andra finansieringskällor än de som utreddes i enkäten.

En stor del av de obligationslån som finländska företag emitterade här i landet noteras på Helsingforsbörsens huvudlista och är därmed kontinuerligt upptagna till handel. Vanligen emitteras obligationslånen först som så kallade *private placement* till en begränsad grupp investerare. I praktiken får då under 150 investerare delta. När obligationslånet senare noteras på en marknadsplats kan också antalet investerare öka fritt. Endast en liten del av obligationslånen finns på multilaterala marknadsplatser. År 2014 grundades för emissioner av små obligationslån marknadsplatsen First North Bond Helsinki. Under det första verksamhetsåret emitterades där fyra obligationslån. År 2015 emitterades dock inte ett enda obligationslån på marknadsplatsen.

Statistiskuppgifter från Europiska centralbanken (nedan *ECB*) visar att det sammanlagda eurobeloppet av obligationslån emitterade av företag har legat på nästan samma nivå som i övriga Norden. Enligt uppgifterna om ISIN-nummer (International Securities Identification

Number) från databasen Stamdata är dock antalet obligationslån som företagen emitterat i Finland betydligt färre än i Sverige och Norge (figur 2).

Figur 2 Obligationslån som andra än finansiella institut (*non-financial*) emitterat i hemlandet (bruttoemissioner): Nordisk jämförelse



Källa: Stamdata, Nordea. ISIN-koden har använts vid uppdelning av obligationslånen per land. Siffrorna på staplarna anger antalet emissioner.

Även uppskattat i antal emissioner är den inhemska obligationsmarknaden mindre i Finland än i jämförelseländerna. En granskning av den genomsnittliga storleken på obligationslån som företag emitterar enbart i sitt hemland visar att emissionsstorleken har varit större i Finland än i Sverige eller Norge (tabell 1).

Tabell 1. Den uppskattade genomsnittliga storleken på obligationslån som andra än finansiella institut (*non-financial*) emitterat i hemlandet (bruttoemissioner): Nordisk jämförelse, miljoner euro

	Finland	Ruotsi	Norge
2011	57,8	41,5	61,0
2012	154,4	50,4	76,1
2013	89,4	55,7	76,3
2014	87,5	53,0	80,1
2015	102,3	51,0	73,7

Källa: Stamdata, Nordea. ISIN-koden har använts vid uppdelning av obligationslånen per land. Den kalkylerade genomsnittliga storleken definieras som kvoten av eurobeloppet av obligationslånen bruttoemissioner och antalet emissioner.

Den nordiska jämförelsen visar att obligationsbaserad finansiering har i Finland traditionellt använts av stora och internationella företag som har skaffat obligationsbaserad finansiering i huvudsak på internationella marknadsplatser. Nivån för emissionerna av inhemska företagsobligationer har ändrats som helhet betraktat och ligger på en årsnivå på över tre miljarder euro. I Sverige och Norge har obligationsmarknaden fungerat också för mindre företag, eftersom antalet emittenter har varit mångdubbelt och den genomsnittliga emissionsstorleken har varit tydligt mindre än i Finland.

I Finland är det staten som emitterar flest obligationslån. Vid ingången av 2016 hade det emitterats statliga obligationslån till ett värde av 101 miljarder euro, varav de inhemska emissionerna stod cirka 88 miljarder euro. Finansiella institut och försäkringsbolag emitterade obligationslån till ett värde av 91 miljarder euro, varav de inhemska emissionerna stod för cirka 8 miljarder. Finansiella institut och försäkringsbolag emitterar alltså över 90 procent av sina obligationslån i utlandet. Antalet obligationslån emitterade av företag har stigit i jämn takt, även om tillväxttakten under de senaste fem åren har ökat en aning. Värdet av företagens obligationslån var 26 miljarder euro, varav 10 miljarder hade emitterats här i landet (figur 3 och 4).

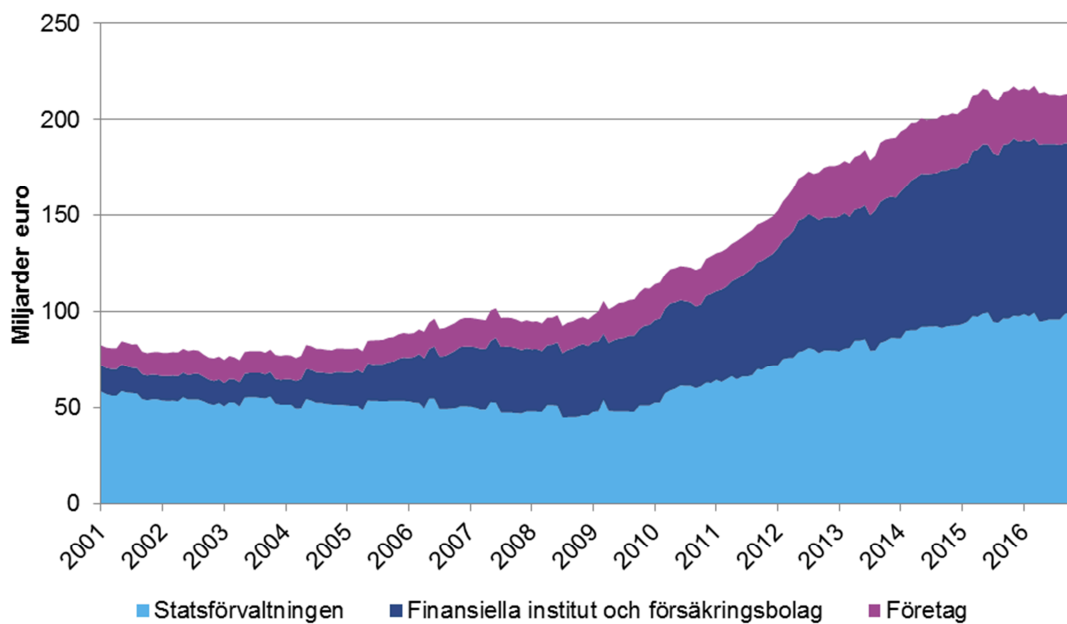
Vid ingången av 2015 hade knappt 70 inhemska företag emitterat obligationslån, jämfört med att knappt 80 inhemska företag under de senaste fem åren hade emitterat obligationslån. I praktiken är det endast stora företag som kan skaffa finansiering med hjälp av/genom obligationslån, eftersom en offentlig emission måste vara omfattande för att likviditeten ska bevaras. Detta utesluter finansiering genom obligationslån för många företag. Det sammanlagda värdet av alla obligationslån emitterade av inhemska företag, inklusive obligationslån emitterade i utlandet, varierade under de senaste fem åren från knappt 20 miljarder euro till nästan 30 miljarder euro (figur 5). Under de senaste fem åren har värdet på obligationslånen varierat mellan 17 och 32 miljarder euro. År 2012 och 2013 har användningen av obligationslån vid finansieringen av företag ökat. Företagens obligationslånestock var som störst i januari 2014.

Den största delen av företagens obligationslån har emitterats i euro. Obligationslån emitterades inte bara i euro utan också i de andra nordiska ländernas valutor och i amerikanska dollar. Den största delen av obligationslån som företag emitterar utomlands emitteras någonstans inom euroområdet.

Obligationslånen har under de senaste åren blivit en allt vanligare finansieringsform för företag genom att de allt dyrare företagslånen och de strängare lånevillkoren har lett till att flera finländska företag, framför allt stora företag, sökt extern finansiering av annat slag än lån hos inlåningsbanker. Enligt Finlands Banks enkät om företagsfinansiering 2015 ser det ut som om

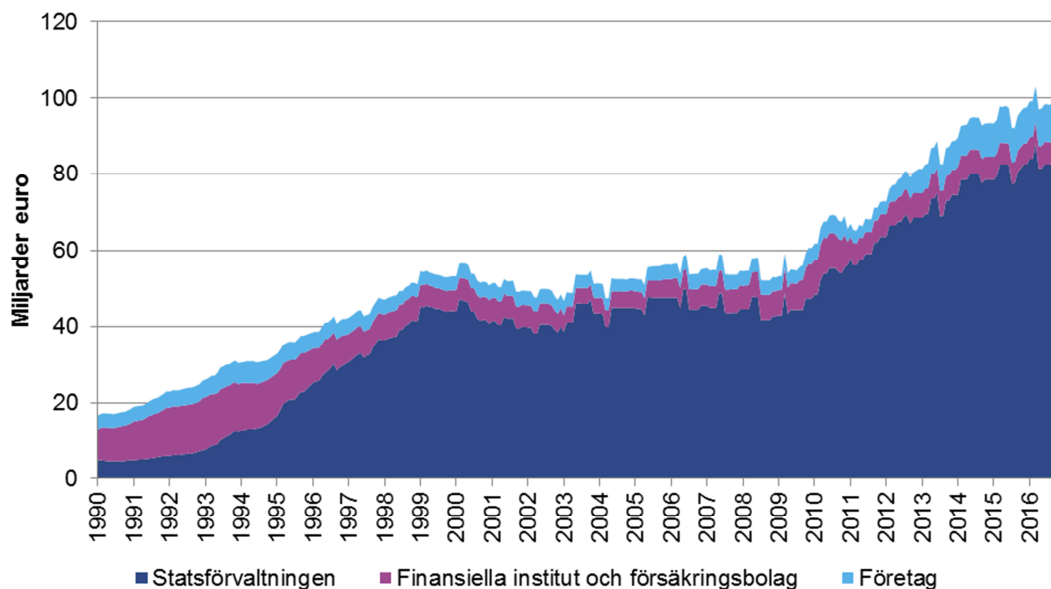
kraven på säkerhet fortsättningsvis i genomsnitt har skärpts. En större andel av företagen än tidigare ansåg att företagets största finansieringsproblem var de stränga kraven på säkerhet. Även de särskilda villkoren för företagslån, dvs. kovenanterna, skärptes för cirka en fjärdedel av företagen. Andelen stora företag nästan fördubblades jämfört med den föregående enkäten, då endast något över vart tionde stort företag meddelade att kovenanterna hade blivit strängare. Förändringarna var mindre i de andra företagsstorleksklasserna.

Figur 3. Antalet obligationslån emitterade av inhemska aktörer både i Finland och utomlands har stigit (det nominella värdet på obligationslänestocken år 2001—11/2016)



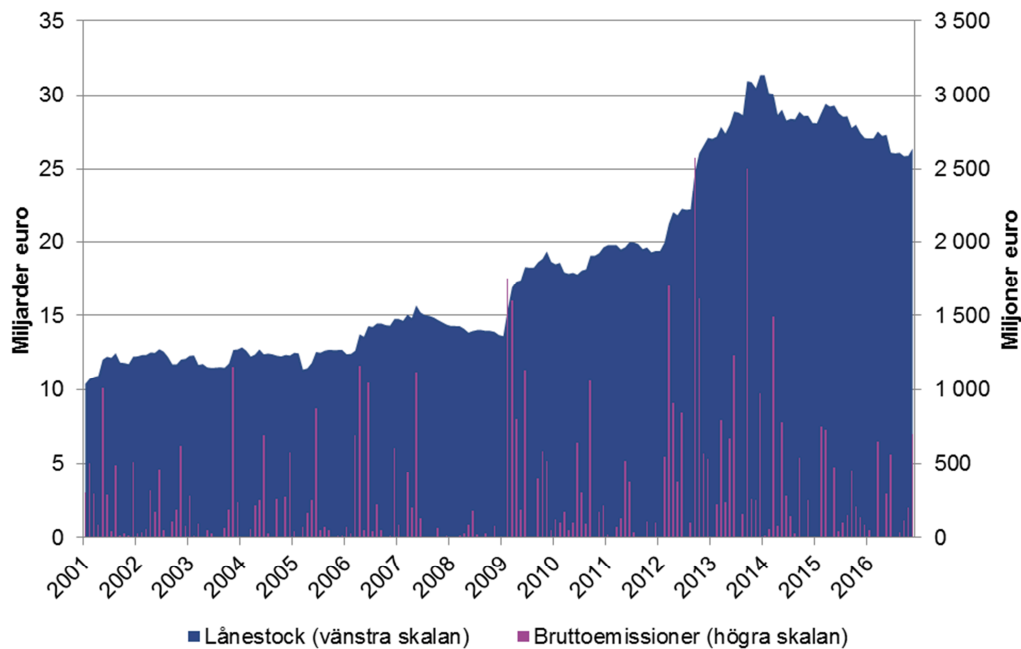
Källa: Finlands Bank.

Figur 4 Också obligationslån emitterade här i landet har ökat (det nominella värdet på obligationsstocken år 1990—2016)



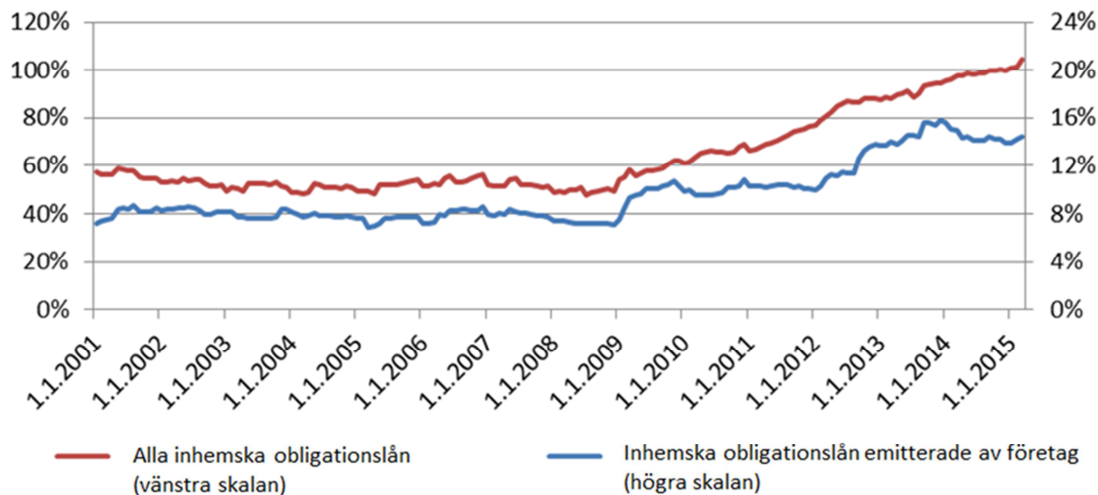
Källa: Finlands Bank.

Figur 5. Efter finanskrisen har antalet obligationslån emitterade av företag ökat åren 2001—11/2016



Källa: Finlands Bank.

Figur 6 Obligationslånens andel av BNP har tydligt ökat från och 2009



2 NULÄGE

2.1 Allmänt

2.1.1 Särdrag hos den inhemska obligationsmarknaden

Vid en granskning av obligationsmarknaden är det skäl att skilja mellan dels inhemska och regionala marknader, dels marknader som omfattar hela Europa och globala marknader, framför allt när det gäller andrahandsmarknaden. Det finns flera drag som kännetecknar den finländska obligationsmarknaden. På vår marknad är det endast ett fåtal banker som fungerar som professionella marknadsgaranter i fråga om obligationslån som finländska företag emitterat. På motsvarande sätt finns det på marknaden ytterst få professionella investerare och emissionerna är vanligen små, medan de enskilda affärerna är stora. Därför är handeln på en lokal marknad sporadisk och marknaden kan som helhet anses vara icke-likvid. Samma drag är typiska förutom i Finland också i det övriga Norden. I Norge, Sverige och Danmark är naturligtvis också den egna valutan ett av särdragen. Antalet professionella investerare, investeringskapaciteten och mångsidigheten på den europeiska och den globala marknaden är däremot omfattande både när det gäller den primära marknaden och andrahandsmarknaden.

Vid lokala emissioner tillämpas lokal lagstiftning, t.ex. finsk lag och finsk dokumentation. Under de senaste åren har man i Finland och också i de övriga nordiska länderna strävat efter att på marknadsmässiga villkor öka standardiseringen av obligationslånehandlingarna. Ett viktigt projekt har varit de modellvillkor för obligationslån emitterade av företag som Finlands Näringsliv och delegationen för börslistade bolag har utarbetat (nedan *Finlands Näringslivs modellvillkor*) och som utarbetades i samarbete med aktörer inom finansbranschen och representanter för emittenter, investerare och rådgivare. Modellvillkoren har gjorts för att göra det lättare för internationella och i synnerhet inhemska små och medelstora emittenter, investerare och marknadsdeltagare att delta. I Norge har motsvarande standardvillkor för obligationslån emitterade av företag varit i bruk redan i cirka tjugo år. I Sverige standardiserades villkoren för företagsobligationslån för några år sedan, även om det inte i på samma sätt som i Finlands Näringslivs modellvillkor ingick modellfraser i de kommersiella villkoren.

Till följd av lokala särdrag (såsom ett litet antal marknadsdeltagare) avviker den finländska marknaden och i vidare utsträckning de nordiska marknaderna från den mera omfattande europeiska marknaden. När obligationslån erbjuds för teckning till den större internationella marknaden görs emissionen ofta i enlighet med engelsk lag och med sådan dokumentation som de engelska marknadsdeltagarna valt och de internationella investerarna känner till. Dokumentationen *Euro Medium Term Note* (EMTN) tillämpas ofta. Obligationslån som erbjuds för teckning på den internationella marknaden kan ha tiotals aktiva marknadsgaranter. Likviditeten för lånet på andrahandsmarknaden är betydligt bättre än när obligationslånet erbjuds enbart inhemska investerare för teckning.

2.1.2 Andrahandsmarknad för obligationer i Finland

Vanligen noteras ett obligationslån på en reglerad marknad (eng. *regulated market*) eller på någon annan multilateral handelsplattform (eng. *Multilateral Trading Facility*). Trots noteringar är handel med obligationslån som motsvarar den med aktier inte vanlig på marknadsplatser i Finland, utan det är fråga om *over-the counter*, dvs. OTC-handel, som innebär sådan handel med finansiella instrument som sker direkt mellan två parter. Det innebär handel utanför en reglerad marknad, t.ex. börsen, och utanför andra multilaterala handelsplatser. OTC-handel bedrivs ofta via professionella marknadsgaranter. OTC-handeln är bilateral, i motsats till den multilaterala aktiehandeln. Marknadsgaranter som tillhandahåller investeringstjänster (eng. *market maker*) förbinder sig att köpa ett obligationslån som tas upp i den egna balansräkningen samt att söka fram en ny köpare till värdepapperet. På detta sätt skapar marknadsgaranterna likviditet på marknaden. OTC-handel kan också genomföras med hjälp av värdepappersförmedling (eng. *agency trading*), där den som erbjuder investeringstjänsten genomför affären i sitt eget namn, men för köparens eller säljarens räkning. Denna marknadsmodell har blivit vanligare under de senaste åren, vilket beror på strängare kapitalkrav på verksamheten som marknadsgarant inom den bransch som omfattas av banklagstiftningen.

Trots notering är likviditeten för obligationslånen låg i Finland. Med notering strävar man inte nödvändigtvis ens efter en aktiv handel, utan t.ex. synlighet och en större investerarbas för bolaget. Den reglering som gäller ett flertal institutionaliserade investerares, t.ex. placerings- och pensionsfondernas, investeringsverksamhet eller egen placeringspolitik förutsätter investeringar i obligationslån på en reglerad marknad. Till följd av en bredare investerarbas och bättre likviditet leder noteringen ofta till ett lägre finansieringspris för emittenterna.

OTC-marknaden bygger vanligen på en så kallad *request-for-quote*-modell (nedan *RFQ*) enligt vilken affärer görs för förmedlarens egen räkning. Modellen skiljer sig från *order-driven*-modellen, en modell som används vid aktieförmedling på börsen eller på någon annan marknadsplats. Enligt den modellen köper eller säljer värdepappersförmedlaren värdepapper i eget namn för en investerares räkning. RFQ bygger på köp- och säljbud som banker som verkar som marknadsgaranter eller förmedlare gett för egen räkning. Anbud som görs utanför en marknadsplats och priset på avslutade affärer är inte för närvarande transparenta. Bestämmelserna i den reform (nr 600/2014, nedan *MiFIR* och MiFID II) av direktivet om marknader för finansiella instrument (2004/39/EG, nedan *MiFID I*) som träder i kraft vid ingången av 2018 ökar kraven på transparens vid handel med obligationslån, om värdepapperet är noterat på en sådan reglerad marknad som avses i direktivet.

MiFIR-förordningen ändrar i hög grad verksamhetsmiljön för obligationsmarknaderna. Syftet är att få all organiserad handel inom reglerade och transparenta ramar. MiFIR utsträcker de regler om transparens före och efter handel som för närvarande tillämpas på aktiemarknaden (eng. *pre- and post trade transparency*) till ett stort antal andra finansiella instrument. Det gäller obligationslån, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och derivatinstrument, förutsatt att handeln bedrivs på en sådan handelsplats som avses i förordningen. Transparens-

reglerna gäller inte bara multilaterala handelsplatser utan också så kallade systematiska internhandlare (eng. *systematic internaliser*). Till följd av MiFIR blir professionella marknadsгарanter på obligationsmarknaden antingen systematiska internhandlare eller ändrar sin nuvarande affärsverksamhetsmodell till exempelvis värdepappersförmedling.

En dimensionering av transparensreglerna på detaljnivå har visat sig vara utmanande. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (eng. *The European Securities and Markets Authority*, nedan *ESMA*) utarbetar för närvarande en teknisk reglering på nivå II om detaljerade krav på transparens. I samband med beredningen har det förts en bred diskussion om hur man ska finna en balans i det känsliga förhållandet mellan marknads transparens och likviditet. Om en obligationsmarknad som följer modellen med marknadsгарanter utsätts för överdimensionerade krav på transparens finns det en risk att marknadsгарantverksamheten minskar avsevärt och likviditeten minskar. Hur obligationsmarknaden i Europa formas till följd av MiFIR beror på proportionaliteten hos de nya bestämmelserna.

2.1.3 Syndikerad kreditgivning

Vid sidan av obligationslån är syndikerad låntagning en annan viktig kollektiv form av kreditgivning (eng. *syndicated loan/syndicated lending*) där flera kreditgivare, vanligen banker, samtidigt ger kredit till kredittagaren när denna behöver en större kredit än genomsnittet för t.ex. företagsköp, omstrukturering av gamla lån eller för att genomföra något annat stort projekt. Kreditgivarna formar då ett banksyndikat där varje bank som beviljar kredit är medlem. Vid syndikerad kreditgivning beviljar banksyndikatets medlemmar gemensamt den kredit som kredittagaren behöver utifrån en gemensam lånehandling, men dock så att utgångspunkten är den att varje bank som syndikatmedlem har självständiga rättigheter och skyldigheter gentemot kreditgivaren och på motsvarande sätt svarar kredittagaren för sina förpliktelser separat gentemot varje medlem i banksyndikatet. Vid syndikerad kreditgivning är lånedelarna inte i lika hög grad överlåtbara som när det gäller ett obligationslåns delar, dvs. obligationer. I regel erbjuds syndikerade lån inte till allmänheten, de noteras inte på marknadsplatser och antalet låneinnehavare blir vanligen inte så stort som i fråga om obligationslån. En arrangörsbank arrangerar lånet, arrangören (eng. *bookrunner*) sköter dokumentationen och delar lånet mellan olika deltagande banker, den bank som verkar som agent förvaltar lånet under lånets löptid och de deltagande bankerna tillhandahåller resurserna. Det kan också finnas en andrahandsmarknad för syndikerade låneandelar. Eftersom låneandelen inte är ett värdepapper är andrahandsmarknaden en form av OTC, dvs. direkt handel mellan två parter.

Trots att det finns en form av analogi mellan syndikerad kreditgivning och emission av obligationslån har det inte ansetts att lagen om ombud för obligationsinnehavare behöver omfatta dessa arrangemang och säkerhetsagenters verksamhet som tvingande annat än till vissa begränsade delar, med avsikten att klargöra bindande verkan och oåterkallelighet i fråga om säkerhetsagenters rättigheter som säkerhetsinnehavare när det gäller kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet. Det finns etablerad internationell marknadspraxis och avtalsramar för syndikerad kreditgivning, och ingrepp i dem genom bestämmelser om ombud för obligationsinnehavare som agerar i enlighet med finländsk lag kunde ge ett intryck av att marknaden inte fungerar på ett önskvärt sätt. Det förväntas dock att internationella banker som är verksamma i Finland väljer etablerade och fungerande internationella modellvillkor. I värsta fall kan tvingande nationella särskilda bestämmelser splittra fungerande praxis och göra det svårare för finländska banker att delta i syndikerade kreditarrangemang, om det i Finland finns nationell lagstiftning som avviker från internationell marknadspraxis. Vid syndikerad kreditgivning säkerställs giltigheten hos och genomförandet av säkerhetsarrangemangen och andra omständigheter genom avtal. Bankerna kan i egenskap av kreditgivare vara i en starkare position än obligationsinnehavarna i och med sin sakkunskap och förhandlingskraft, och de behöver i regel inte ett sådant förbättrat investerarskydd som man strävar efter genom lagstiftning-

en om ombud för obligationsinnehavare. Däremot, i form av en nationell, frivillig möjlighet, talar investerarkollektivets stärkta intressen för särskilda bestämmelser om ombud för obligationsinnehavare, framför allt när de nationella projekt som finansieras är små och den lag som ska tillämpas är lagen i emittentens hemstat. En sådan begränsning skulle motsvara både syftet med Finlands Näringslivs modellvillkor och de begränsningar som föreslås för registreringskyldigheten när det gäller ombud för obligationsinnehavare.

2.1.4 Inhemska obligationslånevillkor (Finlands Näringslivs modellvillkor)

Vid lokala emissioner av obligationslån tillämpas vanligen lokal lagstiftning, t.ex. finsk lag och finsk dokumentation. Villkoren för obligationslån som emitteras enligt finsk lag var länge vanligen ytterst enkla och lätta, främst eftersom det traditionellt har varit i första hand kända och till sin kreditvärdighet goda företag som har kunnat emittera obligationslån. Behovet av att föra fram obligationslån som en finansieringsform värd att beakta också för mer okända och/eller till sin kreditvärdighet svagare företag krävde dock att mer detaljrika och kontrollerande lånevillkor måste tas i bruk. På grund av detta har man under de senaste åren i Finland och också i övriga nordiska länderna strävat efter att på marknads villkor öka standardiseringen av obligationslånehandlingarna. Den arbetsgrupp som Finlands Näringsliv och delegationen för börslistade bolag tillsatte gjorde under 2013 upp Finlands Näringslivs modellvillkor för finländska obligationslån. I arbetsgruppen fanns företrädare för aktörer inom finansbranschen, emittenter, investerare och rådgivare. Modellvillkoren är på engelska och finns på internet på webbadressen <http://ek.fi/wp-content/uploads/jvk-malliehdot-final.pdf>. I modellvillkoren har man också strävat efter att föra den finländska avtalsdokumentationen om obligationslån närmare internationell praxis. I Norge har motsvarande standardvillkor för obligationslån emitterade av företag varit i bruk redan i cirka tjugo år. Som grunddokument för Finlands Näringslivs modellvillkor användes svenska modellvillkor som färdigställda samma år. Finlands Näringslivs slutliga modellvillkor skiljer sig dock i viss mån från de svenska modellvillkoren. Finlands Näringslivs modellvillkor användes för första gången vid en konkret obligationslånetransaktion våren 2014 och har därefter använts vid ett flertal obligationslånearrangemang. Modellvillkoren har blivit ytterst positivt emottagna på marknaden och har mer än väntat blivit marknadsstandard åtminstone för sådana obligationslån för vilka det har ställts säkerhet och/eller som innehåller särskilda villkor som begränsar emittentens verksamhet, dvs. koventantvillkor. Finlands Näringslivs modellvillkor är uppbyggda så att man vid obligationslån använder sig av ombudsmodellen, vilket återspeglas på hela dokumentet. Innan Finlands Näringslivs modellvillkor togs i bruk hade i Finland använts en ombudsmodell genom att man utsett en agent eller en säkerhetsagent, främst i några obligationslån med säkerhet eller sådana obligationslån som till sin struktur var mer komplicerade. Det fanns därmed en viss ram för obligationslån för vilka ombudsmodellen tillämpades redan före Finlands Näringslivs modellvillkor, men efter att det att marknadsvillkoren blev marknadspraxis har också avtalsvillkor och praxis i samband med ombudsmodellen blivit tydligare och mer etablerade.

Strukturen för Finlands Näringslivs modellvillkor följer internationell praxis och på samma sätt som modellvillkor för finansiering i allmänhet innehåller villkoren flera valmöjligheter. Villkoren inleds med definitioner, sedan följer tekniska villkor i anknytning till emissionen, t.ex. obligationslånets totala belopp, valörerna för värdeandelarna i lånet, beloppet för minimiteckning, villkoren för ränta och återbetalning samt vissa tekniska uppgifter i anslutning till värdeandelssystemet. Därefter följer klausuler om eventuella säkerheter och borgen. Det finns heltäckande klausuler om emittentens informationsskyldighet gentemot obligationsinnehavarna samt de särskilda grunderna för uppsägning av lånet till återbetalning och fördelningen av tillgångar som fås genom förtida uppsägning eller realisering av säkerheter. Lånet kan sägas upp för återbetalning i förtid förutom på grund av emittentens betalningsförsummelse också på grund av vissa specificerade avtalsbrott. Beslut om att obligationslånet ska förfalla till återbetalning i förtid fattas i enlighet med normala villkor av den del av obligationsinnehavarna som

det avtalats om i villkoren. Om budet åter genomför åtgärden tekniskt. Med tanke på ombudsmodellen är de viktigaste klausulerna i modellvillkoren de som gäller redovisning till obligationsinnehavarna i den ordning som bestämts i villkoren av tillgångar som fås på grund av att lånet har sagts upp till betalning i förtid eller genom realisering av säkerheter. I slutet av Finlands Näringslivs modellvillkor finns bestämmelser och föreskrifter om för samtliga obligationsinnehavare bindande beslutsfattande antingen vid obligationsinnehavarnas möte eller vid ett skriftligt förfarande, de förfaranden som ska iakttas vid beslutsfattandet, utseende av ombud för obligationsinnehavarna, ombudets skyldigheter samt om byte av ombud. Ett viktigt element i de klausuler som gäller ombudet är den s.k. *no action*-klausulen, enligt vilken en enskild obligationsinnehavare inte har rätt att föra talan mot emittenten i avsikt att få en prestation eller att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs, utan det är endast ombudet som har denna rättighet och som i praktiken vidtar de nämnda åtgärderna när ombudet fått instruktioner från obligationsinnehavarnas möte.

Utöver de nämnda juridisktekniska villkoren ingår i Finlands Näringslivs modellvillkor också separata klausulexempel på kovenantvillkor som eventuellt kan införas i obligationslånet, t.ex. finansiella nyckeltal samt begränsande villkor om bl.a. upplåning, ställande av säkerheter, betalning av utdelning eller försäljning av egendom. Införande av kovenantvillkor i en enskild obligationslånetransaktion kräver alltid fallspecifik prövning och därför hålls de åtskilda från de egentliga modellvillkoren.

2.2 Gällande lagstiftning

2.2.1 Allmänt

Marknadsdeltagarna har i olika sammanhang framfört att det är nödvändigt att öka rättssäkerheten när det gäller ett ombuds handlingsbehörighet vid emissioner av obligationslån som omfattas av finsk lag och vid förvaltningen av obligationslån under lånets löptid samt vid eventuella problemsituationer för en emittent. De har ansetts att förutsättningen för att en fungerande marknad ska uppstå är att det finns en klar uppfattning av de rättsnormer som styr marknaden. Det har bedömts att ett klart rättsläge när det gäller ombudets handlingsbehörighet i Finland stöder den finländska obligationsmarknaden och finländska företags kapitalanskaffning så att den tillämpliga lag som ska väljas för finländska emittenters obligationslån på en konkurrensutsatt global finansmarknad också i fortsättningen är finsk lag. Denna utveckling främjar för sin del emissioner av obligationslån och aktivitet som hänförs till dem i Finland. Detta har inte bara finansbranschen som helhet nytta av, utan i och med mångsidigare investeringsmöjligheter också emittenterna, framför allt finländska SMF-företag och investerare. Mångsidigare finansieringskanaler för SMF-företag stöder för sin del företagens utveckling och vidare uppkomsten av nya arbetsplatser i Finland.

På marknaden har det dessutom förts fram motstridiga behov av bestämmelser om ombud också när det gäller syndikerad kreditgivning, koncentrerade på frågan om ombudets ställning som den aktör som för kreditgivarnas gemensamma räkning förfogar över den säkerhetsegendom som kreditgivarna fått av kredittagaren, vilket i synnerhet framhävs i problemsituationer för kredittagaren. En del av aktörerna anser att det finns behov av att när det gäller kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet på lagnivå tydliggöra bindande verkan och oåterkalleligheten när det gäller rättigheterna för säkerhetsagenter i egenskap av säkerhetsinnehavare. Användningen av en aktör som är inriktad på en viss begränsad ombudsverksamhet, dvs. en säkerhetsagent (eng. *security agent*) är redan för närvarande synnerligen vanligt, men man kan anta att användningen kommer att öka i framtiden. En förutsättning är att det är möjligt att använda säkerhetsagenter i den rättsliga miljön i Finland i samma omfattande utsträckning som i dagsläget och att regleringen är minst lika förutsägbar som fram till nu.

Det finns inte någon EU-lagstiftning om ombud för obligationsinnehavare, utan de olika EU-staterna har avgjort problemen i anslutning till sakkomplexet på olika sätt. De finländska företagen är verksamma på en konkurrensutsatt internationell finans- och produktmarknad. Finansieringen av och den finansiella ställningen för inhemska företag betonas av geografiska och kulturella skäl särskilt i förhållande till nordiska företag. I Norge och Sverige har obligationsmarknaden fungerat längre och marknaden är betydligt mera aktiv och etablerad än i Finland och Danmark. Norge och Sverige har också betydligt längre tradition av investeringsverksamhet än Finland. Företagsfinansieringen i Finland är fortfarande mycket koncentrerad till bankerna och källorna till utomstående finansiering har inte på något betydande sätt blivit mångsidigare under de senaste åren. Med tanke på de inhemska SMF-företagen är det därför viktigt att skapa och stödja alternativa finansieringskanaler som kompletterar de som redan finns. Genom att främja obligationsmarknaden för SMF-företag kan man till den delen öka urvalet av de traditionella finansieringskällorna i Finland.

Bakom de försvagade möjligheterna att få finansiering ligger krisen på den internationella finansmarknaden 2008, som bl.a. ledde till en skärpning av kraven på kreditinstitut i fråga om solvens och betalningsförmåga. Den skärpta regleringen har höjt kapitalkraven för bankerna och ökat kostnaderna för kapitalanskaffningen och därigenom i viss mån minskat kreditinstitutens möjligheter att svara mot finansieringsbehoven för företag på marknaden. Den redan långvariga svaga och osäkra ekonomiska situationen har ökat risken för kreditförluster och därmed minskat bankernas vilja att ta risker. På det beskrivna sättet har situationen haft synnerligen stor inverkan på SMF-företagen, som till följd av de rådande förhållandena allvarligt har övervägt också att via alternativa finansieringskanaler utnyttja finansiering som styrs av bankernas balansräkningar, vilket för sin del förväntas inverka så att finansmarknaden blir mer mångsidig i framtiden.

Genom grönboken om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin, COM(2013) 150 final, inleddes en omfattande diskussion om faktorer med hjälp av vilka finansiering kan kanaliseras till långsiktiga investeringar som är viktiga för den ekonomiska tillväxten och i synnerhet beakta finansieringsbehoven hos tillväxtföretag och SMF-företag på EU-nivå (E 82/2013 rd). I Europeiska kommissionens meddelande om uppföljning i mars 2014 i fråga om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin, COM(2014) 168 final, lyfts prioriterade branscher fram där kommissionen kommer att presentera initiativ i avsikt att hjälpa SMF-företag att skaffa finansiering (E 71/2014 rd). En av prioriteringarna på EU-nivå är främjande av obligationsmarknaden i synnerhet med tanke på SMF-företagen. I maj 2015 utfärdade Europeiska kommissionen grönboken Att bygga en kapitalmarknad COM(2015) 63 final, med syfte att förbättra anskaffningen av eget kapital och skuldfinansiering för företagen, i synnerhet SMF-företagen, samt främja börsintroduktion, diversifiering av kapitalmarknaden och förbättra likviditeten genom en fördjupning av EU:s kapitalmarknad (E 3/2015 rd). I anknäytning till EU:s kapitalmarknadsunion utfärdade kommissionen en handlingsplan i september, COM(2015) 468 final, enligt vilken man genom åtgärder och förslag i anknäytning till kapitalmarknadsunionen strävar efter att främja SMF-företagens tillgång till finansiering samt sänka företagets tröskel för börsintroduktion och förbättra tillgången till kapital på den offentliga marknaden (E 72/2015 rd). Efter detta har kommissionen offentliggjort två meddelanden och ordnat flera offentliga konsultationer. Det är alltså inte bara i Finland som man fäster särskild vikt vid åtgärder för att förbättra SMF-företagens finansiella ställning, utan också inom hela EU. I Finland har man strävat efter att stödja den finansiella ställningen för tillväxtföretag och SMF-företag också genom lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016), vars syfte är att göra lagstiftningen klarare, förbättra investerarskyddet, öka företagets finansieringsalternativ och göra finansmarknaden mångsidigare. Lagens tillämpningsområde omfattas endast av låne- och investeringsbaserad gräsrotsfinansiering i syfte att finansiera näringsverksamhet.

Utvecklingen av obligationsmarknaden fick efter att rapporten (Pääomamarkkinat ja kasvu) från s.k. Stadighs arbetsgrupp blev klar 2012 allt mer konkreta drag i och med att regeringen i sitt strukturpolitiska program i slutet av 2013 beslöt att stödja införandet av enhetliga avtalsvillkor som betjänar dem som tecknar av obligationer. Modellvillkoren ansågs vara en av de centrala åtgärderna för att utveckla obligationsmarknaden. Syftet med de av Finlands Näringsliv utarbetade enhetliga modellvillkoren som togs i användning i början av 2014 är att förbättra kvaliteten för dokumentationen av obligationslån, förenkla emissionen av dem och minska kostnaderna. Samtidigt när de enhetliga modellvillkoren togs i användning öppnade Nasdaq Helsinki en alternativ marknadsplats på Helsingforsbörsen, *First North Bond Helsinki*, som med lägre krav och förpliktelser tillhandahåller tjänster för företagens obligationslån, i huvudsak på samma sätt som i fråga om huvudlistan.

I dagsläget är det möjligt att strukturera ombudsförhållandet närmast som bemyndigande, direkt representation, fiduciarisk rättshandling, arrangemang med mellanman eller t.ex. som prokuraindossament (överföring av fordringar för indrivning), till vilka dock anknyter bl.a. de osäkerhetsfaktorer som heltäckande har behandlats i den tidigare nämnda bedömningspromemorian. I synnerhet ensidigt återkallande (bemyndigande och direkt representation) och svårigheten att på ett allmänt plan motivera alla de uppgifter, rättigheter och skyldigheter (prokuraindossament) som samtliga parter ska komma överens om, medför att de rättsverkningar som parterna önskar i hög grad skulle gälla endast fiduciariska rättshandlingar och på motsvarande sätt med dem sammanhängande arrangemang med mellanman. De sistnämnda i stor utsträckning tekniska och ställvis teoretiska rättsföreteelserna har i sig behandlats i äldre rättslitteratur, men ofta närmast endast som eventuellt tillämpbara förklaringsätt. Det mest centrala är att en fiduciarisk rättshandling och ett arrangemang med mellanman inte grundar sig på lag eller åtminstone inte helt tydligt på sedvanerätt. Hur bindande dessa är i förhållande till tredje man är oklart, och detta har konstaterats vara störade för rättssäkerheten för aktörerna på obligationsmarknaden.

2.2.2 Ombudets ställning i den finländska rättsordningen och ombudsförhållandets varaktighet

Investerarna godkänner obligationslånevillkoren som bindande för sig själva när de tecknar värdeandelar i lånet eller köper dem på andrahandsmarknaden. I lånevillkoren ingår ofta en exklusiv och obligationsinnehavarna uteslutande rätt för en aktör som utsetts till obligationsinnehavarnas gemensamma ombud att utföra rättshandlingar för obligationsinnehavarnas del. I obligationslån med säkerhet agerar ombudet ofta också som säkerhetsagent som förfogar över säkerheterna för lånet för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning. Ibland finns det behov också av att särskilja ombudets och säkerhetsagentens roller, såsom när samma säkerhet delas förutom av obligationsinnehavarna också av andra borgenärsgupper, t.ex. ett banksyndikat som tillhandahåller finansiering av rörelsekapital.

Ombudet och säkerhetsagentens formellt rättsliga ställning i förhållande till de obligationsinnehavare de företräder och till tredje man är i enlighet med den gällande lagstiftningen i Finland möjlig att gestalta i ett flertal fall på två olika sätt, endera som befullmäktigad av obligationsinnehavarna eller som en mellanman som agerar för egen och obligationsinnehavarnas gemensamma räkning. I båda fallen är det fråga om representation som grundar sig på rättshandling och inte lagstadgad representation. På sättet att strukturera frågan när det gäller obligationslån med säkerhet inverkar också vem som ska betraktas som den formellt rättsliga säkerhetsborgenären, alla nuvarande och framtida obligationsinnehavare eller endast ombudet/säkerhetsagenten.

I den finländska rättslitteraturen har strävan varit att gestalta ombuds- och agentförhållanden genom tre från varandra avvikande rättsliga konstruktioner, dvs. (i) bemyndigande, (ii) teorin om arrangemang med mellanman och (iii) en speciell form av arrangemang med mellanman,

s.k. konstruktion med fiduciarisk rättshandling. I praktiken finns det alltså två sätt att gestalta saken, om man ser den s.k. konstruktionen med fiduciarisk rättshandling som en del av den mer omfattande teorin om arrangemang med mellanman. På allmän diskussionsnivå har fullmaktskonstruktionen i 2 kap. i lagen om rättshandlingar på förmögenhetsrättens område (228/1929, nedan *rättshandlingslagen*) behandlats. I 2 kap. i rättshandlingslagen finns bestämmelser om finländska former av bemyndiganden. I diskussionen om bemyndigande finns det skäl att uppmärksamma att bindande verkan för en rättshandling utförd av den befullmäktigade inte kan bedömas enbart utifrån rättsförhållandet mellan huvudmannen och den befullmäktigade, utan den avgörande frågan har i allmänhet ansetts vara uppfattningen hos tredje man, dvs. den befullmäktigades avtalspart, om det rådande rättsläget, dvs. den befullmäktigades befogenheter och ställning.

Ett bemyndigande är s.k. direkt representation. I ett grundscenario agerar den befullmäktigade och utför rättshandlingar i den aktörs namn som han eller hon representerar men står i allmänhet själv utanför rättshandlingen, om inte den befullmäktigade när han eller hon utför rättshandlingar för huvudmannens räkning uttryckligen förbinder sig att personligen ansvara för avtalsvillkoren. Om dispositionssättet är bemyndigande, är representationsrätten för ombud för obligationsinnehavare en form av generell fullmakt som innefattar flera rättshandlingar i anknytning till samma rättsförhållande. När säkerhetsagentens ställning i obligationslån med säkerhet struktureras som bemyndigande, där den befullmäktigade agerar och utför rättshandlingar i den aktörs namn som han eller hon representerar, men själv står utanför den aktuella rättshandlingen, finns det skäl att betrakta de obligationsinnehavare som säkerhetsagenten företräder som formellt rättsliga säkerhetstagare. I en eventuell insolvenssituation för säkerhetsagenten är detta dispositionssätt såtillvida tryggt att den säkerhetsrätt som upprättats för obligationsinnehavarna då inte kan betraktas som tillhörande konkurstillgångarna för den befullmäktigade säkerhetsagenten. Problem kan uppstå utifrån 23 § i rättshandlingslagen, enligt vilken om fullmaktsgivarens egendom överlämnas till konkurs så har en rättshandling som fullmäktigen därefter företar samma verkan som om fullmaktsgivaren hade företagit den. En obligationsinnehavares konkurs kan därmed leda till en problematisk situation, i synnerhet om bindande verkan också när det gäller klausulen om kollektivt agerande gentemot konkursboet kan ifrågasättas. Bemyndigande som representationsform kan leda till ett otillfredsställande slutresultat också på grund av att enligt den rådande uppfattningen i finländsk rättslära kan bemyndiganden i princip alltid återkallas. I den gällande finska lagstiftningen har man dock inte entydigt intagit en negativ ställning till möjligheten till oåterkalleligt bemyndigande och det har även förts fram välgrundade argument som talar för oåterkallelighet. Det bör dessutom beaktas att i obligationslån, liksom i andra kollektiva kreditarrangemang, grundar sig ombudets ställning på ett multilateralt avtalsarrangemang och det tryggar borgenärsgemenskapens kollektiva intressen. I det fall att ombudets rätt att bedriva verksamhet kunde hävas ensidigt av en enskild obligationsinnehavare skulle detta leda till ett resultat som står i strid med de principer och målsättningar som gemensamt har överenskommit i arrangemanget. Av dessa orsaker kan möjligheten till att ensidigt häva rätten för ombud att bedriva verksamhet med fog ifrågasättas också i det fall att ställningen för ombud struktureras som befullmäktigad. Den kategoriskt avvisande inställningen till oåterkalleligt bemyndigande antogs som rådande ståndpunkt inom den finländska rättsläran redan för årtionden sedan och man har då främst tänkt på de grundscenarion som räknas upp i 2 kap. i rättshandlingslagen och inte på de multilaterala avtalsarrangemang som är vanliga i dagsläget.

I rättshandlingslagen finns inga bestämmelser om ansvarsförhållandet mellan befullmäktigade och huvudmän. När rättsförhållandet mellan den befullmäktigade och fullmaktsgivaren inte ingår i avtalstyper som reglerats i lag, avgörs ansvarsfrågorna utifrån avtalsvillkoren och ombudets ansvar i enlighet med allmänna läror. På skadeersättningsansvarigheten inverkar då innehålllet i den befullmäktigades förpliktelser samt frågan om oaktsamhet vid brott mot dem. En agentur som upprättats genom bemyndigande står därmed på förhållandevis svag lagstift-

ningsmässig grund. Riskerna är framför allt möjligheten att bemyndigandet återkallas, mångformigheten i fråga om det potentiella bemyndigandet samt ansvarsförhållandena mellan fullmaktsgivaren, den befullmäktigade och tredje part.

Ombudets ställning behöver däremot inte nödvändigtvis bygga på, eller det lönar sig överhuvudtaget inte att göra det, fullmaktsläran i 2 kap. i rättshandlingslagen, utan på det sätt som nämnts tidigare kan det bli fråga om ett (i allmänhet multilateralt) avtal som grund för ställningen som mellanman, som utifrån uttryckliga och på behörigt sätt avtalade avtalsvillkor inte kan hävas genom en ensidig viljeförklaring. Det väsentliga i en sådan konstruktion är att parterna genom ömsesidiga avtalsvillkor inrättar en rättslig ställning som mellanman för en part, och i den ställningen agerar mellanmannen i eget namn också för andra avtalsparters del än som de som är huvudmän. I ställningen som mellanman är det alltså fråga om en mellanman som agerar för huvudmännens gemensamma räkning. När oåterkalleligheten för ställningen som mellanman diskuteras bör man beakta att i den finländska rättspraxisen man i fråga om avsaknad av rätten till uppsägning allmänt taget har förhållit sig så att den är ett undantag från den huvudregel som tillstyrker uppsägningsrätten. I rättspraxisen i ett sådant sällsynt fall där avsikten med avtalet var att via ett ägararrangemang upprätta ett bestående arrangemang mellan parterna och bestående till detta därmed förknippades i en väsentligt större omfattning än normalt i kommersiell affärsverksamhet, ansåg högsta domstolen att uppsägningsrätt inte förelåg och ålade den part som sagt upp avtalet att ersätta den andra parten för den skada som orsakats av den grundlösa uppsägningen. Obligationslånevillkoren, där man kommit överens om utseende av en mellanman (och om oåterkalleligheten), kan däremot betraktas som jämförbara med ett tidsbundet avtal som inte som sådant kan sägas upp, om detta inte uttryckligen har avtalats i villkoren. Ett annat sätt att gestalta helheten är att anse att ställningen för mellanmannen grundar sig på ett multilateralt avtal som inte kan hävas ensidigt genom en enskild obligationsinnehavares viljeförklaring.

I Finland kan agentens ställning granskas också utifrån en speciell form av arrangemang med mellanman, dvs. via den s.k. konstruktionen med fiduciarisk rättshandling (*fiducia*-institutionen). I en fiduciarisk rättshandling koncentreras granskningen av rättsföreteelsen till befintligheten av det särskilda förtroende (*fiducia*) som ingår där. Denna rättsliga konstruktion har varit föremål för vidsträckt intresse och forskning, i synnerhet i anglosaxiska rättsordningar, men har i Finland inte just fått något omfattande understöd eller, med undantag för bolagsrätten, väckt intresse ur rättslig synpunkt. Enligt detta dispositionssätt inrättar parterna genom avtal (eller andra rättshandlingar) den rättsliga ställningen som mellanman för en av avtalsparterna, i vilken mellanmannen agerar också för andra aktörers del än för den avtalspart som är huvudman. En sådan annan förmånstagare kan vara mellanmannen själv eller en tredje aktör. Detta skiljer arrangemanget med mellanman från direkt representation, där ombudet agerar i eget namn men utslutande för sin huvudmans räkning. I ett arrangemang med mellanman överlåter huvudmannen genom avtalsklausuler sin formella rättsliga ställning till mellanmannen, dvs. för mellanmannen upprättas en ställning som utomstående "ägare" eller med en sådan jämförbar aktör (t.ex. den som innehar begränsad sakrätt), och mellanmannen uppnår då den behörighet som behövs i förhållande till tredje man. I obligationslån med säkerhet upprättas ställningen för den som innehar begränsad sakrätt, dvs. säkerhetsinnehavaren, utslutande för säkerhetsagenten. En viktig fördel med detta dispositionssätt är att den rättsliga ställning som inrättats för mellanmannen inte ensidigt kan hävas av den avtalspart som är huvudman, utan hävning kräver att båda parterna är överens. Arrangemanget med mellanman är dock en mindre känd form av representation än bemyndigande och lärorna om och principerna för den bygger närmast på rättslitteraturen. I obligationslån med säkerhet finns dessutom vissa osäkerhetsfaktorer i anknytning till en situation med säkerhetsagentens eventuella konkurs, eftersom då säkerhetsagentens ställning är strukturerad som en mellanman som agerar för gemensam räkning och därmed är den enda formellt rättsliga säkerhetstagaren, kan säkerhetsrätten i brist på rättspraxis i saken anses höra till säkerhetsagentens konkursbo. Det finns ingen orsak att

överdriva risken med att denna möjlighet förverkligas, eftersom trots att panträtten ingår i ett eventuellt konkursbo tryggar den i vilket fall som helst obligationsinnehavarnas fordringar och realisering av säkerheten är möjlig att genomföra endast i enlighet med obligationslånevillkoren. Av dessa orsaker har säkerhetsagentens konkursbo mycket begränsade möjligheter att sälja den säkerhetsrätt som hör till boet, eftersom man samtidigt inte kan sälja de obligationsinnehavares fordringar som tryggas genom säkerheten. Obligationsinnehavarnas ställning vid säkerhetsagentens konkurssituation tryggas också av att intäkterna från realisering av säkerheterna i enlighet med lånevillkoren ska redovisas till obligationsinnehavarna och säkerhetsagenten får inte självständigt bestämma över dessa tillgångar eller blanda dem med sina egna.

I Finland har konstruktionen med fiduciarisk rättshandling ansetts vara en s.k. kombinerad rättshandling där överlåtelsen sker till överlåtarens och överlåtelsemottagarens eller en tredje mans gemensamma fördel. Till den kombinerade rättshandlingen anknyter olika åtgärder för upprättande och överlåtelse genom vilka objektet eller rättigheten överförs till förvaltaren, och förpliktelseåtgärderna, genom vilka förvaltarens ansvar och gränser i fråga om befogenheterna bestäms i förhållande till huvudmannen. För en fiduciarisk konstruktion är det typiskt att den för förvaltaren upprättade rättigheten är mer omfattande än vad som behövs för att uppnå målsättningen. Den rättsliga ställning som uppkommer genom överlåtelsehandlingen till förvaltaren, dvs. i detta fall agenten, ska betraktas som en befogenhet tillhörande agentens egen rättsliga ställning och intressesfär och den kan som utgångspunkt inte hävas eller begränsas genom en huvudmans, dvs. obligationsinnehavares, ensidiga viljeförklaring, utan detta kräver båda parternas samtycke. Den lära som syftar till en övergripande förklaring av rättsföreteelserna i fråga om fiduciariska rättshandlingar har dock fått kritik och den kan i sig inte avgöra de rättsliga otydligheterna i anknytning till avtalsparternas förhållande till tredje man, vilka utan undantag kräver en egen, separat granskning för en övergripande gestaltning av rättsföreteelsen.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att av de former för representation som är i kraft i Finland erbjuder både bemyndigande och arrangemang med mellanman i sig användbara sätt att gestalta den rättsliga ställningen för ombud för obligationsinnehavare. Med tanke på det resultat som eftersträvas genom ombudsarrangemanget bör dispositionssättet dock inte vara av avgörande betydelse. Avsikten är att upprätta behörighet för ombud och säkerhetsagenter i obligationslån med säkerhet att för de obligationsinnehavares räkning som de företräder utföra vissa rättshandlingar med bindande verkan för obligationsinnehavarna och för tredje man som motpart i rättshandlingarna. De säkerheter som ställts för obligationslånet ska för sin del trygga obligationsinnehavarnas fordringar på ett rättsligt hållbart sätt och säkerhetsagenten ska kunna förfoga över säkerheterna för obligationslånet och utföra eventuella realiseringsåtgärder med bindande verkan för tredje man. Däremot ska obligationsinnehavarnas rätt till säkerheterna och till de intäkter som eventuellt fås från dem vid en realisering vara tryggade i en eventuell insolvenssituation för ombudet eller säkerhetsagenten. Trots att det till ombudets ställning anknyter vissa ovan beskrivna rättsliga osäkerhetsfaktorer, t.ex. i anknytning till återkallande av bemyndigandet och ombudets konkurs, kan de nämnda målen redan nu nås inom ramen för den finländska rättsordningen, såvida att avtalen i obligationslånearrangemang ingås på ett professionellt sätt.

2.2.3 Ombudsförhållandets avtalsrättsliga omfattning och ombudsvillkorens bindande verkan

I Finland gäller en omfattande avtalsfrihet inom vars ramar emittenten, obligationsinnehavarna och en agent som företräder obligationsinnehavarna, dvs. ett ombud, kan forma sitt inbördes rättsförhållande så som de vill. I obligationslånevillkoren kan därmed som utgångspunkt tas in de villkor som parterna kommit överens om i samförstånd och enligt vilka obligationsinnehavarna avstår från vissa rättigheter som normalt tillkommer dem som kreditgivare och borgenärer när vissa förutsättningar föreligger, t.ex. rätten att föra separat talan eller vidta uppsägningsåtgärder eller andra åtgärder i fråga om emittenten så länge som ombudet är hand-

lingsbehörigt (s.k. negativ talerätt), och på motsvarande sätt kan obligationsinnehavarna överföra en del av de befogenheter som normalt tillkommer dem till ett ombud genom uttryckliga obligationslånevillkor eller villkor i ett avtal i anknytning till obligationslånet (ombudets självständiga befogenhet).

I den finländska rättsordningen har det traditionellt ansetts att villkoren i avtal eller skuldebrev som parterna ingått är som utgångspunkt bindande. Om parterna av egen fri vilja har avsett att ett visst förfarande ska vara i kraft oåterkalleligt under obligationslånets löptid eller obligationsinnehavarna har avstått från vissa av sina rättigheter till förmån för ett ombud, och dessa viljeyttringar på ett giltigt sätt har skrivits in i obligationslånevillkoren, så är de som utgångspunkt bindande för parterna. Exempelvis i lagen om skuldebrev utgås från att avtalade skuldebrevsklausuler i regel är bindande för parterna, om det inte finns skäl att avvika från dem med stöd av de tvingande bestämmelserna i lagen om skuldebrev, de allmänna bestämmelserna om ogiltighet i 3 kap. i rättshandlingslagen eller skälighetsklausulen i 8 § i lagen om skuldebrev. Samma princip gäller också mer allmänt inom avtalsrätten. Därmed ser det ut som om parterna kan nå den ställning de eftersträvar inom ramarna för avtalsfriheten.

För att ombudsmodellen ska fungera krävs att enskilda obligationsinnehavare inte utan grundad anledning ensidigt kan lösgöra sig från arrangemanget, eftersom en viktig omständighet i ombudsmodellen, dvs. den kollektiva representationen av obligationsinnehavare, då brister. Det är då också sannolikt att de obligationsinnehavare som lösgjort sig från arrangemanget strävar efter att i första hand försvara sina egna intressen i anknytning till obligationslånet och sannolikheten för käromål och uppsägningsåtgärder eller andra åtgärder mot emittenten vid olika tidpunkter och med olika innehåll växer jämfört med en situation med ett ombud. I Finland har man av hävd ansett att ensidig uppsägningsrätt för det första kan grunda sig på att avsikten inte har varit att ett långtidsavtal ska vara bestående. I sådana fall har det ansetts att avtalet som utgångspunkt förverkligar ett arrangemang som gäller tills vidare. Om parterna vill fastställa varaktigheten för ett långtidsavtal dem emellan, kan de ingå avtalet på viss tid eller komma överens att avtalet inte kan sägas upp före en viss tidpunkt. I fråga om tidsbundna avtal känner man inom avtalsrätten i princip inte till uppsägningsrätt under giltighetstiden, eftersom parterna sinsemellan har fastställt giltighetstiden för avtalet och därmed skyddas tilliten för att arrangemanget förblir i kraft. I allmänhet uppkommer det heller inget behov av uppsägning, eftersom en part före undertecknandet av avtalet med tanke på partens behov har haft möjlighet att avväga lämpligheten av ett tidsbundet avtal. I vissa situationer kan förändrade omständigheter dock leda till behov av att lösgöra sig från avtalet. Om de förväntningar man hade när avtalet ingick inte infrias kan detta i vissa fall undantagsvis räcka som uppsägningsgrund.

Det har i allmänhet ansetts att tidsbundenhet på ett godtagbart sätt inte kan knytas till avtal vars uppsägning på grund av avtalets förtroliga eller personliga karaktär ska vara helt fri och utan de begränsningar som uppsägningstiden medför. Exempel på sådana anses vara t.ex. advokatuppdrag, där kundens rätt till uppsägning av uppdraget inte kan begränsas. Samma regel torde gälla också andra uppgifter som förutsätter ett särskilt förtroendeförhållande. Därmed är det nödvändigtvis inte möjligt att formulera utseendet av ombudet i avtalsvillkoren så att det inte kan sägas upp. Om uppsägningen däremot görs obehörigt så är den utan verkan. I ett sådant fall kan den part som blivit uppsagd kräva att avtalet ska gälla och förpliktelserna uppfyllas (krav på naturaprestation) genom fastställsetalan. Obligationslånevillkoren, där det överenskomms om utseende av ombud (och dess oåterkallelighet), kan anses jämförbara med ett tidsbundet avtal som är i kraft under lånets hela löptid och som inte kan sägas upp under den tid det är i kraft, om man inte särskilt kommer överens om detta i villkoren. Om enskilda villkorsklausuler, t.ex. villkoren om utseende av ombud, i detta avseende skulle vara i en annan ställning än villkoren för hela lånet, skulle detta leda till en krånglig situation som inte motsvarar parternas avsikt. Ett annat sätt att gestalta helheten är att anse att ställningen för mel-

lanmannen på det sätt som anförts ovan grundar sig på ett multilateralt avtal som inte kan hävas ensidigt genom en enskild obligationsinnehavares viljeförklaring.

Det största problemet för den som sägs upp är dock ofta att de praktiska möjligheterna för att fortsätta avtalet upphör på grund av uppsägningen. Med tanke på den uppsagde kan den enda möjligheten att få gottgörelse då vara att söka om skadestånd. I det fallet ska den uppsagda parten naturligtvis visa den skada som parten lidit och skadans belopp. En annan sak är att det för en enskild investerare ofta inte är förnuftigt att återkalla den ställning som mellanman som investeraren beviljat ombudet, eftersom detta antagligen medför stora kostnader för investeraren och det kan innebära att den enskilda investerarens ställning blir oklar, bl.a. som innehavare av säkerhetsrätt och säkerhetsborgenär, beroende av bestämmelserna i avtalsvillkoren för upprättandet av ombudsförhållandet eller (säkerhets)agenturen.

Förbudet mot uppsägning av ombud för obligationsinnehavare grundar sig i praktiken på tidsbundenheten för avtalsarrangemanget. Uppsägning av ett enskilt avtalsvillkor så att avtalet i övrigt förblir i kraft är inte godtagbart med tanke på innehållet i arrangemanget. Frågan måste bedömas utifrån uppsägning av hela avtalet, som är en stark huvudregel. När ett avtal sägs upp på grund av personliga skäl eller brist på förtroende så innebär detta uppsägning eller hävning av hela avtalsförhållandet.

2.2.4 Ombudets rätt att väcka talan för obligationsinnehavarnas del

Talan är den ena partens, dvs. kändens, krav framfört i domstol att den andra parten, dvs. svaranden, ska dömas. I tvistemål görs ett käromål anhängigt genom en skriftlig stämningsansökan, som i ska delges i enlighet med 5 kap. 2 § i rättegångsbalken (4/1734), innehållande bl.a. kändens preciserade yrkande och de omständigheter som yrkandet grundar sig på.

För att en part ska kunna väcka talan mot den andra parten, dvs. svaranden, ska parten ha s.k. formell partsbehörighet, vilket kräver att kändanden har rättslig handlingsförmåga. Med tanke på företag kräver detta att de är organiserade som självständiga juridiska personer. En viktigare roll har dock saklegitimationen, som betyder rätt att föra talan i eget namn i ett rättsligt yrkande som är föremål för rättegång. Det är i grund och botten fråga om huruvida den aktör som uppträder som part är ”rätt” part. I saklegitimation är det alltid fråga om en persons förhållande till en viss specifik rättegång. Saklegitimationen är därmed mer en rätt än en egenkap.

Om det subjekt som uppträder som kändande saknar saklegitimation, ska käromålet avvisas. Processen kan inte genomföras med ”fel” parter. Processförutsättningen är ovillkorlig. Parterna kan inte genom avtal inrätta ett s.k. processuellt mandat så att rätten att föra talan överförs till en aktör som inte har den rätten enligt lag. Denna omständighet inverkar bl.a. vid fordringsmål på så sätt att svarandens påstående om fel kändande inte är en processinvändning om fel saklegitimation, utan en invändning om att svaranden inte står i skuld till kändanden. Om invändningen visar sig vara korrekt ska käromålet prövas, men ogillas. Kändanden ska alltså kunna hävda och påvisa att han eller hon har en rättighet i förhållande till svaranden. Denna invändning ger upphov till saklegitimation för kändanden och svaranden i ett förmögenhetsrättsligt mål. Av dessa orsaker är det förstäligt att det inte finns allmänna bestämmelser om saken i rättegångsbalken.

Normalt hör saklegitimationen i förmögenhetsrättsligt mål till subjektet för det omstridda rättsförhållandet. Det viktigaste undantaget från denna regel är konkursbos saklegitimation i rättegångar som gäller konkurstillgångar. Trots att galdenären är subjekt för rättigheterna och skyldigheterna för egendomen i fråga före konkursen, har galdenärens saklegitimation ”övergått” till konkursboet, som för talan om konkurstillgångarna i eget namn och inte som företrä-

dare för gäldenären. Gäldenären kan alltså inte självständigt föra talan i eget namn i fråga om egendom som ingår i konkurstillgångarna efter det att konkursen har inletts. I processen har gäldenären dock ställning som självständig intervenient, som i hög grad jämsställs med partsställning, samt självständig talerätt, i det fall att konkursboet beslutar att själv inte väcka talan.

Utifrån den gällande lagstiftningen om processuellt förfarande är det i viss mån oklart om ett ombud som bevakar investerarnas intressen kan föra talan och för investerarnas del mot emitenten kräva t.ex. en fullgörelsedom. I Norge har högsta domstolen i ett motsvarande mål intagit en positiv hållning och motiverat sitt beslut med bl.a. finansmarknadens funktion. Det är i hög grad fråga om hur ombudets uppgifter har definierats i avtalsvillkoren. I sig kan man inte i saken påvisa några fundamentala hinder i Finland, eftersom talerätten i ärenden som gäller upphovsrätt i allmänhet används av intresseorganisationer, t.ex. Säveltäjäin Tekijänoikeustoimisto Teosto ry eller Esittävien Taiteilijoiden ja Äänitteiden Tuottajien Tekijänoikeusyhdistys Gramex ry. Formellt sett är det inte fråga om något egentligt undantag från den s.k. normala saklegitimationen, eftersom rättsinnehavarna genom avtal har överfört sin rätt till en organisation. Överföringen utgör uttryckligen legitimation för organisationen att i sitt eget namn föra talan i mål och ärenden som omfattas av kretsen för intressebevakningen. Den motsvarande verksamhetsmodellen kan mycket väl tillämpas också på ombud som övervakar investerarnas intressen, om det då också bör fästas uppmärksamhet vid möjligheten att ett sådant avtal sägs upp och vid konsekvenserna i det fallet på ombudets verksamhetsmöjligheter, de ekonomiska omständigheter som ligger bakom inrättandet av ombudsförhållandet och marknadsdeltagarnas förväntningar. Den nämnda synpunkten i fråga om tidsbundna avtal och kreditförhållandets varaktighet talar starkt mot möjligheten till uppsägning.

Ett alternativ för att fastställa ombudets talerätt har ansetts vara möjligheten att utnyttja den i det finländska rättsystemet etablerade institutionen för prokuraindossament. Prokuraindossament kan beskrivande karaktäriseras som ”överföring för indrivning”, dvs. den aktuella fordran överförs till någon annan för indrivning. Bestämmelser om detta finns i växellagen (242/1932), checklagen (244/1932) och i lagen om indrivning av fordringar (513/1999). I alla de nämnda lagarna är utgångspunkten att när borgenären har gett någon annan i uppgift att sköta indrivningen, så är den betalning som gäldenären betalat till en sådan uppdragstagare bindande gentemot den ursprungliga borgenären. Efter att borgenären har överfört sin fordran till uppdragsmottagaren genom prokuraindossament har denna i princip talerätt när det gäller fordran i fråga och rätt att vidta andra motsvarande åtgärder mot gäldenären med stöd av den fordran som överförs. Utan någon särskild grund kan borgenären inte heller självständigt inleda indrivningsåtgärder i fråga om den fordran som överförs för indrivning eller ifrågasätta sin genomförda överföring av fordran för indrivning. Prokuraindossament ska alltså ses om ett möjligt alternativ till att på ett tryggt sätt ordna tilläckliga befogenheter för ombudet i den ställning som ombudet har. Vid tolkningen är det dock ett problem att växel- och checklagarna baserar sig på internationella konventioner och det är inte möjligt att fullgöra dem genom nationella tolkningar i alla situationer.

Det är ifrågasatt om obligationsinnehavarna redan i förväg oåterkalleligt vill överföra sina fordringar till ett ombud. Detta innebär i praktiken att de aktuella fordringarna i princip hör till ombudets konkursbo och detta kan man inte anse vara en önskvärd situation med tanke på obligationsinnehavarna. Enligt Finlands Näringslivs modellvillkor sker prokuraindossamentet först när uppsägningsåtgärder vidtas, inte tidigare. Därmed motsvarar en föregripande överföring av fordringar inte ett arrangemang som ingår i Finlands Näringslivs modellvillkor. Det bör också påpekas att vid prokuraindossament är det inte fråga om överföring av äganderätten till själva fordran, utan endast om en överföring i indrivningssyfte, dvs. en begränsad överföring av en viss del av ägarens rättsliga ställning. Därmed kvarstår äganderätten till fordran hos den ursprungliga borgenären och fordran bör inte höra till ombudets konkursbo. Prokuraindossament anknyter starkt till tryggandet av fordrings- och indrivningsrätten. Under ob-

ligationslånets löptid har ombudet dock också många andra uppgifter där beslutanderätt i sak ingår och som inte anknyter till emittentens eventuella insolvenssituationer eller andra problemsituationer.

2.2.5 Ombudets rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs

Enligt 1 kap. 1 § i konkurslagen (120/2004) kan en gäldenär som inte kan svara för sina skulder försättas i konkurs. Konkurs är ett insolvensförfarande som omfattar gäldenärens samtliga skulder och som innebär att gäldenärens egendom används till att betala konkursfordringarna. När en konkurs inleds förlorar gäldenären bestämmanderätten över sin egendom. Domstolen utser en boförvaltare att sköta egendomen och förvalta konkursboet. Egendomen realiserar och medlen används för att betala gäldenärens skulder. En allmän förutsättning för försättande i konkurs är att gäldenären är insolvent. En domstol fattar beslut om försättande i konkurs på gäldenärens eller en borgenärs ansökan.

De frågor och problem som dryftas ovan i samband med ombudets talerätt upprepas nästan i identisk form när man diskuterar rätten för ett ombud att ansöka om att en emittent ska försättas i konkurs till följd av emittentens insolvens. Som det redan konstaterades ovan kan utöver gäldenären också en borgenär ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs, om de allmänna förutsättningar för försättande i konkurs som föreskrivs i 2 kap. i konkurslagen uppfylls. Utgångspunkten i konkurslagen är att borgenären ska ha fordringar på gäldenären för att kunna ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs. Det ska uttryckligen vara fråga om gäldenärens borgenär, dvs. den som har en fordran på gäldenären (2 kap. 2 § i konkurslagen). När det gäller ombud koncentreras frågan till huruvida ombudet har rätt att för de obligationsinnehavare som ombudet företräder, dvs. investerarna, ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs och efter det bevaka deras fordringar i konkursen i enlighet med 12 kap. 6 § i konkurslagen, med andra ord huruvida ombudet kan betraktas som en borgenär i den mening som avses i konkurslagen då ombudet inte själv har investerat i det obligationslån som emitterats av emittenten. I konkurslagen finns redan en specialbestämmelse i fråga om bevakning av fordringar som grundar sig på värdepapper vid en emittents konkurs (12 kap. 17 § i konkurslagen). En borgenärs fordran av detta slag beaktas utan bevakning i förslaget till utdelningsförteckning. I enlighet med förarbetena baserar sig den ersättande bestämmelsen om bevakningsförfarande på att de emitterade värdepapperen i allmänhet innehas av ett stort antal personer med sinsemellan liknande och ostridiga rättigheter. I fråga om specialbestämmelserna om värdepappersbaserade fordringar har strävan varit att i övrigt undvika omotiverade avsteg från det vanliga konkursförfarandet undvikits (RP 26/2003 s. 130).

Utöver detta ska dessutom bedömas både boförvaltarens och övriga borgenärs rätt att bestrida en fordran i förslaget till utdelningsförteckning eller förmånsrätten för denna fordran inklusive skälen till bestridandet i enlighet med 13 kap. 1 § 3 punkten och 13 kap. 4 § i konkurslagen. Boförvaltaren bestrider en borgenärs fordran i regel genom den utdelningsförteckning som boförvaltaren gör upp, men de övriga borgenärerna gör sitt bestridande när de har fått förslaget till utdelningsförteckning och inom den i lagen angivna tidsfristen på en månad efter den dag då förslaget till utdelningsförteckning blev klart (13 kap. 4 § i konkurslagen). Borgenären har denna ställning såväl i förhållande till sin egen fordran som när han eller hon använder sig av borgenärens beslutanderätt i förfarandet. Gränserna för ombuds handlingsbehörighet är av stor betydelse för investerare, eftersom om ett ombud inte kan vara deras lagliga företrädare vid ansökan om försättande i konkurs eller i konkursboets förvaltning, leder detta till att varje obligationsinnehavare själv måste sköta den effektiva övervakningen av sina rättigheter vid emittentens konkurs.

Ett eget problemområde när det gäller borgenärens rätt att föra talan vid borgenärssammanträdet utgörs av bestämmelsen om jäv i 15 kap. 5 § i konkurslagen. En jävig borgenär får inte

delta i beslutsfattandet. Om en obligationsinnehavare är jävig, ”befläckar” det då hela skulden så att ombudet inte alls kan föra talan? Detta skulle inte vara fallet, om obligationsinnehavarna representerade bara sig själva. Men om ombudet förvaltar hela fordran finns det en risk för den nämnda jävstolkningen. Detta bör tydligt lyftas fram i obligationslånevillkoren och helst bör det uttryckligt anges att detta inte avsetts. En alternativ lösning är att ombudet inte utnyttjar de röster som tillhör den jäviga obligationsinnehavaren.

Det bör också beaktas att en konkurs är allmän verkställighet. Förfarandet gäller gäldenärens samtliga borgenärer, alla befintliga skulder och all egendom. Syftet med konkursen är att använda gäldenärens egendom, eller rättare sagt gäldenärens i pengar omvandlade egendom, för betalning av gäldenärens skulder, dvs. konkursfordringarna. Trots att beslutanderätten i enlighet med 14 kap. 2 § i konkurslagen i konkursboet utövas av borgenärerna till den del saken inte enligt lag skall avgöras eller skötas av boförvaltaren, kan det faktum att ombudet är förhindrat att uppträda som ombud för de aktörer han eller hon företräder innebära en ökande arbetsbörda för obligationsinnehavarna och detta bör beaktas redan innan ombudssystemet införs. Enligt 14 kap. 12 § i konkurslagen kan också borgenärerna tillsätta en borgenärsdelegation, men då bör det beaktas att inte enbart obligationsinnehavarna är företrädare i borgenärsdelegationen, utan där kan också finnas företrädare för andra borgenärsgrupper. Borgenärsdelegationen har inte självständig beslutanderätt, men det bistår som ett rådgivande organ boförvaltaren.

Trots att innehållet i den gällande lagstiftningen inte till alla delar är tydlig, är det möjligt att med de motiveringar ovan som gäller behandlingen av ombudets rätt att väcka talan överföra också konkursborgenärernas rättigheter på en aktör som företräder dem, t.ex. ett ombud som de har utsett. En sådan uttrycklig överföring av rättigheter ger ombudet legitimitet för att bl.a. i eget namn ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs i ärenden som omfattas av ombudets befogenhet samt rätten att bevaka fordringarna för de aktörer som ombudet företräder i gäldenärens konkursbo. Ytterligare med beaktande av konkursens karaktär som allmän verkställighet och att en enskild konkursborgenär har en officiell ställning i konkursboets förvaltning, och därmed möjlighet att agera och använda beslutanderätt för egen del och självständigt svara också för de eventuella följderna av sitt agerande i konkursen, finns den inte några egentliga hinder i lagstiftningen för kollektivt överförande av konkursborgenärens rättigheter. Mot denna tolkning talar dock 2 kap. 2 § i konkurslagen, enligt vilken endast gäldenärens borgenär, dvs. som har en fordran på gäldenären, kan yrka på att en gäldenär ska försättas i konkurs. Utnyttjandet av institutionen för prokuraindossament, som nämns ovan i anknytning till rätten att väcka talan, kan däremot ge ombud en ställning som borgenär som konkurslagstiftningen erkänner. Den juridiska tolkningen av frågan är oklar. Detta är med tanke på marknadsdeltagarnas rättssäkerhet inte önskvärt och det ökar osäkerheten på SMF-företagens marknad för obligationslån och kan därmed hindra en utvidgning och fördjupning av marknaden jämfört med nuläget.

2.2.6 Ombudets rätt att ansöka om företagssanering för emittenten

Företagssanering är ett lagstadgat arrangemang med vars hjälp man förbättrar verksamhetsförutsättningarna för ett företag som råkat i finansiella svårigheter, men som är livskraftigt. Detta sker genom ett för företaget skraddarsytt saneringsprogram som alla parter ska följa. Syftet är att med hjälp av ett framgångsrikt genomfört saneringsprogram undvika att företaget går i konkurs.

I lagen om företagssanering (47/1993) kan företagssanering grovt indelas i i) ansökan om företagssanering görs anhängig hos tingsrätten (2 kap. i lagen om företagssanering), ii) inledande av företagssaneringen eller förkastande av ansökan (2—4 kap. i lagen om företagssanering), (iii) uppgörande av saneringsprogram (7 kap. i lagen om företagssanering) och (iv) fast-

ställande av saneringsprogram (8 kap. i lagen om företagssanering). Om domstolen beslutar att inleda saneringsförfarande, ska den förordna en utredare som, för att syftet med förfarandet skall kunna nås och borgenärernas intressen bevakas, har till uppgift att bl.a. göra en utredning om gäldenärens tillgångar, skulder och andra förbindelser samt om omständigheter som inverkar på gäldenärens ekonomiska ställning och på dess beräknade utveckling samt följa och övervaka saneringsgäldenärens företagsverksamhet under förfarandet (3 kap. 8 § i lagen om företagssanering). När saneringsprogrammet har fastställts, bestäms villkoren för saneringskulder och andra i programmet reglerade rättsförhållanden i enlighet med programmet.

Vid granskningen av företagssanering och ombudets rättsliga ställning vid företagssaneringsprocessen upprepas samma problemkomplex som i fråga om konkurs och talerätt. Dels måste det bedömas om ombudet för de obligationsinnehavare ombudet företräder överhuvudtaget har befogenhet att ansöka om att saneringsförfarande ska inledas för emittenten och dels om ombudet kan använda sig av talerätten för samtliga obligationsinnehavare som ombudet företräder under företagssaneringens olika skeden. Utgångspunkten för lagen om företagssanering är att ansökan om företagssanering ska komma från en enskild part. Alla borgenärer har självständig rätt att ansöka om att förfarandet ska inledas. Den grundläggande lösningen i lagen om företagssanering är ovanlig, eftersom begreppet borgenär är mycket brett definierat i lagen. Som sökande vid inledande av företagssanering godkänns också en s.k. sannolik borgenär, som innebär en avsevärd utvidgning av det traditionella borgenärsbegreppet. Rätten att inleda upprättat sannolikheten att det för borgenären uppstår fordringar i framtiden och att gäldenärsföretagets eventuella insolvens av denna orsak kan medföra ekonomiska förluster för borgenären. Det bör dock påpekas att det i någon mån är teoretiskt att i fråga om företagssanering fundera över ombuds rätt att ansöka om att företagssanering ska inledas, eftersom ansökan i praktiken alltid görs av gäldenären.

Tyngpunkten för granskningen bör däremot vara ombudets rätt att förordna ansökan (2 kap. 6 § i lagen om företagssanering) eller att förena sig med ansökan och använda talerätt i saneringsprogrammets fastställelseförfarande (8 kap. i lagen om företagssanering). Att förordna saneringsansökan eller förena sig med den och anmäla fordringarna är uppgifter som är lämpliga att för hela borgenärskollektivets del skötas av ombudet. Med beaktande av att ett av företagssaneringens särdrag är en gemensam ansökan av fler parter samt att en part förenar sig med en annan parts ansökan, är det sannolikt att ett ombud för de aktörer som ombudet företräder kan ha rätt att ansöka om att företagssanering ska inledas för emittenten. Vid en gemensam ansökan ansöker parter som har rätt att inleda ärendet samtidigt om att ett saneringsförfarande ska inledas. Ett alternativ är också att förordna en ansökan, som i praktiken jämställs med att förena sig med en ansökan.

I lagen om företagssanering tas inte ställning till om sökanden får ta tillbaka sin ansökan om företagssanering. Av de allmänna processrättsliga principerna följer dock att sökanden har rätt att återkalla ansökan åtminstone fram till dess att beslut har fattats om att saneringsförfarandet ska inledas. Ett eget problem är om ett förenande med eller förordnande av en ansökan förhindrar sökanden från att återkalla sin saneringsansökan. När beslut fattas om att saneringsförfarande ska inledas kan domstolen enligt sin egen prövning höra också andra borgenärer än de som domstolen klassificerat som betydande. I allmänhet finns det ingen orsak till ett omfattande hörande i en situation där de största institutionella borgenärerna understöder saneringsförfarandet, eftersom man då med fog kan anse att borgenärerna i fråga inte hade ansökt om sanering för ett hopplöst gäldenärsföretag.

För saneringsförfarandet kan, beroende av prövning, en borgenärsdelegation tillsättas, men i regel har en aktör som företräder borgenärerna tillsatts. I praktiken är huvudregeln de facto att inte tillsätta en borgenärsdelegation. I de största förfarandena tillsätts normalt en borgenärsdelegation, men eftersom saneringsgäldenären i allmänhet är ett småföretag är det ett undantag

från huvudregeln att tillsätta en borgenärsdelegation vid saneringsförfaranden. Borgenärsdelegationen övervakar utredaren, fastställer arvudet för utredaren och informerar utredaren om borgenärsgruppernas synpunkter i fråga om de viktigaste riktlinjerna och avgörandena i saneringsförfarandet. Om en borgenärsdelegation tillsätts ska den i princip sträva efter att jämka samman de olika borgenärsgruppernas sinsemellan ojämförbara intressen till ett förnuftigt saneringsprogram. Alla borgenärer har rätt att föreslå medlemmar till borgenärsdelegationen. Detta innebär att varje borgenär i en viss borgenärsgrupp har självständig rätt att föreslå den person han eller hon vill se som företrädare för den egna gruppen (84 § i lagen om företagssanering). Det är slutligen domstolens uppgift att besluta om vilka borgenärsgrupper som företärs i borgenärsdelegationen när domstolen tillsätter delegationen. Om samma borgenärsgrupp har flera kandidater är den naturliga företrädaren naturligtvis den aktör som har majoritetens stöd i borgenärsgruppen. I praktiken övervakar borgenärsdelegationen, utöver en separat utsedd övervakare, att gäldenären genomför saneringsprogrammet som sig bör.

Ombuds rätt till inledande vid företagssaneringsförfarande är därmed med viss reservation möjlig. Ett saneringsförfarande kan inledas av vilken borgenär som helst och också de övriga borgenärerna har möjlighet att förena sig med den saneringsansökan som borgenären i fråga har gjort eller att förordna den. Det bör beaktas att företagssanering vanligen inleds på initiativ av gäldenären, eventuellt också helt utan understöd av borgenärerna. Ett villkor för inledande är att gäldenären uppfyller någon av förutsättningarna för saneringsförfarande i enlighet med 6 § i lagen om företagssanering och att det inte finns något av de hinder som nämns i 7 § i den lagen för att saneringsförfarande ska kunna inledas. Borgenärens samtycke eller förordande är inget villkor för inledande och förfarandet kan, när villkoren uppfylls, inledas trots att borgenärerna motsätter sig att förfarandet inleds. Det bör ändå beaktas att företagssaneringar förordade av de största borgenärerna är relativt vanliga. Inledandet av förfarandet innebär att den lagenliga processen startar. Först under förfarandet framgår det om man får till stånd ett saneringsprogram som kan fastställas och om gäldenären åtnjuter sådant minimiförtroende hos borgenärerna som är nödvändigt för att saneringsprogrammet ska kunna fastställas. Om det finns grundad anledning att anta att det inte finns förutsättningar för att få till stånd ett saneringsprogram eller för att fastställa det utgör detta ett hinder för saneringen. Det kan också finnas andra hinder.

På motsvarande sätt ser det ut som att ett ombuds möjlighet att i borgenärsdelegationen agera som företrädare för en borgenärsgrupp bestående av obligationsinnehavare är möjlig med beaktande av att de centrala processrättsliga normerna, som kommer från rättegångsbalken och som har behandlats tidigare i samband med ombuds eventuella talerätt, också är tillämpliga på saneringsförfarande. På samma sätt som i samband med rätt att väcka talan och ansökande om att emittenten ska försättas i konkurs kan utnyttjande av institutionen för prokuraindossament också i detta sammanhang vara användbar och ge ombud en ställning som saneringslagstiftningen erkänner. Det finns dock inte någon fullständig rättslig säkerhet i denna sak, eftersom man också med fog kan påstå att ett ombud inte har rätt att för obligationsinnehavarnas del och i deras intresse agera i eget namn (dvs. saklegitimation) i ärenden som gäller saneringsförfarande. Detta beror på att ombudet i egenskap av ombud för de obligationsinnehavare som han eller hon representerar själv inte är borgenär, utan uttryckligen borgenärernas kollektiva genom avtalsbestämmelser inrättade ombud.

2.2.7 Ombudet som säkerhetsagent och i förhållande till tredje man

I dagsläget finns vissa otydligheter i fråga om behandlingen av de säkerheter som emittenten har gett obligationsinnehavarna i de situationer när säkerheterna har ställts till ett ombud som är säkerhetsagent och som förfogar över säkerheterna för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning. Detta har i dagsläget i stor utsträckning förverkligats avtalstekniskt genom att förpantningsförbindelsen har ingåtts med obligationsinnehavarnas gemensamma intressebeva-

kare, dvs. säkerhetsagenten, på så sätt att säkerhetsagenten för obligationsinnehavarnas räkning har panträtten för den egendom som emittenten ställer som säkerhet. Till detta arrangemang anses anknyta många tolkningsbara rättsliga frågor. En central fråga är vad som krävs i fråga om arrangemanget och säkerhetsagentens verksamhet för att säkerhetsrätten ska vara bindande för tredje man. I kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet, där säkerhetsagenter ofta utnyttjas, är dessutom bindande verkan och oåterkallelighet när det gäller säkerhetsagentens rättigheter i egenskap av säkerhetsinnehavare delvis omtvistade och man har önskat att detta ska klarläggas på lagstiftningsnivå.

Till följd av pantsättningen är emittentens handlingsbehörighet i fråga om den pantsatta säkerhetsegendomen begränsad. För att en pantsättning till förmån för säkerhetsagenten ska vara bindande för tredje part krävs det ett effektivt genomfört fullbordande, vars form är beroende av vilket förmögenhetsslag panten utgör. Sättet för effektivt fullbordande varierar beroende av pantobjektet, men traditionellt kan fullbordandena indelas i (i) överföring av besittning, dvs. tradition, (ii) denuntiation, dvs. anmälan om pantsättning till gäldenären och (iii) notering, i synnerhet när det gäller pantsättning av inteckningar. Endast genom ett fullbordande som genomförs vid rätt tidpunkt och i rätt form kan den aktör som eftersträvar pantsäkerheten uppnå ställningen för den som omfattas av den för panträtten kännetecknande effektiva skyddet av förmånsrätten, dvs. (i) mot ägandebytet för en skyddad pant, med andra ord kollisionsskydd samt (ii) skydd mot konkurrerande fordringsrätt från pantägarens övriga borgenärer med tanke på en senare konkurs, utmätning och dubbel pantsättning. Genom ett pantförhållande som upprättats på ett giltigt sätt och framför allt genom ett effektivt fullbordande får man alltså ett effektivt sakrättsligt skydd mot utomstående.

En annan viktig fråga gäller huruvida det överhuvudtaget är möjligt att i ett obligationslånearrangemang upprätta en effektiv säkerhet för obligationsinnehavarna, när individualiseringen av obligationsinnehavarna med stor sannolikhet förändras vid handeln på andrahandsmarknaden och med tiden. På obligationsmarknaden är det vanligt att en aktör som har investerat i obligationer säljer obligationer av viss storlek vidare till sina egna kunder. Obligationsmarknadens eftermarknad är dessutom effektiv och innebär att kretsen av investerare oundvikligen ändras med tiden. I princip kan varje investerarbyte anses kräva ett nytt fullbordande där förvärvaren av obligationerna skaffar sig själv sakrättsligt skydd i förhållande till tredje man. Ett sådant arrangemang är dock tungrott, både administrativt och ekonomiskt sett. Allmänt taget har det ansetts att de förändringar som sker inom kretsen av obligationsinnehavare inte förhindrar att en effektiv säkerhetsrätt upprättas för investerarna via en säkerhetsagent. Väsentligt i detta fall är den avtalsteknik som används och att säkerhetsagenten förfogar över säkerhetsmassan för samtliga investerares vid varje tidpunkt gemensamma räkning. Det är då viktigt att säkerställa att den formellt rättsliga ställningen för säkerhetsborgenären kvarstår hos säkerhetsagenten, trots att individualiseringen av de s.k. verkliga säkerhetstagarna, dvs. obligationsinnehavarna, varierar under tiden för arrangemanget.

Användningen av ombud både som säkerhetsagent i obligationslån med säkerhet och i syndikerad kreditgivning grundar sig på att separat upprättande av säkerhetsrätten för varje (nuvarande och kommande) kreditgivares del är mycket krångligt och tidskrävande. För att systemet ska fungera krävs det också att enskilda obligationsinnehavare eller kreditgivare inte har rätt att självständigt realisera säkerheterna, utan detta kan göras centralt endast av säkerhetsagenten. Bindande verkan och oåterkallelighet i fråga om en säkerhetsagents rättigheter i egenskap av säkerhetsinnehavare måste tydligt föreskrivas på lagnivå för att undgå oönskade tolkningsproblem. Utgångspunkten är att ställande av en sådan säkerhet för fler aktörer som kräver tradition som förutsättning för fullbordande inte är möjlig utan att ombud används.

Med tanke på obligationsinnehavarna är det dessutom viktigt att panträtter som getts för de fordringar som grundar sig på obligationslånet vid en eventuell problemsituation för säker-

hetsagenten inte kan anses höra till dennes konkursbo. Om säkerhetsagenten betraktades som befullmäktigad av obligationsinnehavarna vore detta i praktiken inget problem, eftersom obligationsinnehavarnas säkerhetsmassa som säkerhetsagenten förfogar över då som utgångspunkt skulle anses vara en utomståendes egendom. Om en säkerhetsagentur dock betraktas som en mellanman som agerar för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning, kan det uppstå situationer där den panträtt som upprättats i obligationsinnehavarnas intresse anses höra till säkerhetsagentens konkursbo, vilket med tanke på obligationsinnehavarna är en icke önskad lösning. Själva pantobjektet är naturligtvis emittentens (eller eventuellt en tredjemanspansättares) egendom, och ingår inte i säkerhetsagentens konkursbo. Panträtten hör däremot i regel till panthavarens konkursbo.

2.2.8 Ombuds skyldigheter i förhållande till obligationsinnehavarna

Ombuds och säkerhetsagentens skyldigheter gentemot de aktörer som de företräder har i dagsläget knappast väckt diskussion utanför finansmarknaden och i synnerhet utanför den rättsvetenskapliga forskningen. Systemet är konstruerat utifrån avtalsbestämmelser som parterna sinsemellan har förhandlat fram, och de centrala rättigheterna och skyldigheterna för ombudet och de aktörer som ombudet företräder, inledandet och upphörandet av dem samt deras detaljerade innehåll har kunnat skraddarsys från fall till fall med beaktande av alla parter intressen. I Finland har ett ombud fram till dagsläget oftast varit säkerhetsagent och företrätt obligationsinnehavarna som förvaltare av den säkerhetsmassa som emittenten har gett till dem som säkerhet för beviljandet av obligationslånet. Under de senaste åren har det dock i ökande omfattning också konstruerats obligationslånearrangemang utan säkerhet, där Finlands Näringslivs nya modellvillkor har utnyttjats och man som obligationsinnehavarnas intressebevakare har använt sig av ombud.

På marknaden har man betonat att jämlika och sofistikerade marknadsparter ska ha rätt att sinsemellan avtala om innehållet i sina rättigheter och skyldigheter utan att rättsförhållandet mellan dem och innehållet i det på ett på förhand oförutsägbart sätt blir beroende av domstolsväsendets tolkning, som kanske är helt motsatt den som parterna avsåg inledningsvis. Praxis på marknaden är att förtroendeplikten för agentbanken vid syndikerad kreditgivning och på motsvarande sätt för ombudet vid obligationslån, dvs. den s.k. skyldigheten som förvaltare (eng. *fiduciary duty*) gentemot andra parter avgränsas till att stå utanför avtalsförhållandet genom detaljerade avtalsbestämmelser. I synnerhet när det gäller arrangemang i enlighet med engelsk lag begränsar standarddokumentationen ofta ombudets övervakningsuppgifter i förhållande till emittenten på så vis att ombudet kan lita på att emittenten sköter sina åtaganden i enlighet med lånevillkoren, om inte ombudet uttryckligen får vetskap om verksamhet som strider mot villkoren. Ombudet har alltså inte någon aktiv skyldighet att följa upp emittentens verksamhet, utan ombudet kan lita på den information som emittenten ger, bl.a. i form av bokslut (passiv uppföljning).

I den nuvarande definitionen av informationsskyldigheten i bl.a. värdepappersmarknadslagen (746/2012) och dess förarbeten (opartiskt tillhandahållande av tillräcklig information, förbud mot att lämna osann eller vilseledande information vid marknadsföring och omsättning av värdepapper och andra finansiella instrument i samband med näringsverksamhet samt förbud mot förfaranden som strider mot god sed och andra otillbörliga förfaranden) kan inte som utgångspunkt anses lämpa sig för ombudsverksamhet. För detta ställningstagande talar att ombudet konkret agerar uttryckligen som företrädare för obligationsinnehavarna och inte för emittenten. Värdepappersmarknadslagens 1 kap. 2 § (förbud mot att förfara i strid med god värdepappersmarknadssed) gäller lagens hela tillämpningsområde och den tillämpas på varje part på värdepappersmarknaden. Det är fråga om en allmän bestämmelse som betonar förfaranden i enlighet med god värdepappersmarknadssed. Innehållet i god sed definieras utifrån tolkningen av bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen, inklusive dess förarbeten, i sin

helhet och vid tolkningen ska i synnerhet principerna bakom regleringen beaktas. På grund av de allmänna bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen har ombud de skyldigheter som kommer fram där i synnerhet eftersom syftet med god värdepappersmarknadssed är att styra förfaringsätten och avgörandena i situationer när det inte finns detaljerade, konkreta normer för de förfaringsätt som är lämpliga för en viss situation. Däremot kan det anses som grundlöst att t.ex. den fortlöpande och regelbundna informationsskyldigheten enligt 6 och 7 kap. i värdepappersmarknadslagen utöver emittenten också skulle gälla ombudet.

Ett mer omfattande utnyttjande av ombudsmodellen på obligationsmarknaden kräver ändå en bedömning i större utsträckning med tanke på innehållet i den experttjänst som ombud tillhandahåller och med tanke på informationsskyldigheten och andra skyldigheter som ombudet har utifrån sin ställning i förhållande till de investeraraktorer som ombudet företräder såväl när ombudsförhållandet inleds som under den tid det pågår. Allmänt taget har ombud inom ramar för det gällande regelverket på någon nivå informations-, medverkande- och lojalitetsskyldighet som bedömts som tillräcklig, i synnerhet i förhållande till de icke-professionella obligationsinnehavare som ombudet företräder.

2.2.9 Ombuds registreringskyldighet och tillsynen över ombud

I dagsläget har ett ombud för obligationsinnehavare vid emissionen av ett obligationslån i princip ingen skyldighet att ansöka om verksamhetsstillstånd hos Finansinspektionen eller registrera sig hos den. Ombud omfattas inte heller av Finansinspektionens tillsyn och egentligen inte heller av någon annan myndighets tillsyn. Syftet med myndighetstillsynen är att för sin del säkerställa att tillsynsobjekten leds på ett professionellt sätt och att har tillräckliga riskhanteringssystem samt att principerna och praxis för affärsverksamheten håller en hög etisk och professionell nivå. De som står under Finansinspektionens tillsyn är skyldiga att regelbundet rapportera till Finansinspektionen. Med hjälp av rapporteringen följer Finansinspektionen upp den finansiella situationen och riskerna för tillsynsobjekten och analyserar deras lönsamhet, solvens, risker och verksamhetsvolym. Enligt propositionen ska ombud ha mycket omfattande och självständiga befogenheter. Arbetsgruppen har i sitt arbete ansett att ombuden dessutom är betydande aktörer med tanke på den kommande utvecklingen av och verksamheten på obligationsmarknaden. Tryggandet av obligationsinnehavarnas berättigade förväntningar och skyddet av deras rättigheter talar för att ombud ska vara skyldiga att registrera sig hos Finansinspektionen och vara verksamma under Finansinspektionens tillsyn.

Trots att det finns en form av analogi mellan syndikerad kreditgivning och emission av obligationslån har det inte ansetts att lagen om ombud för obligationsinnehavare behöver omfatta dessa arrangemang och säkerhetsagenters verksamhet annat än till vissa begränsade delar, med avsikten att i synnerhet klargöra bindande verkan och oåterkallelighet i fråga om säkerhetsagenters rättigheter i egenskap av säkerhetsinnehavare när det gäller kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet. Vid syndikerad kreditgivning har ett ombud i regel inte för avsikt att företräda kreditgivarna vid insolvensförfaranden eller andra rättegångar och de rättsliga osäkerhetsfaktorer som framkommer i anknytning till obligationsmarknaden är inte till alla delar relevanta med tanke på syndikerad kreditgivning. Det finns etablerad internationell marknadspraxis och avtalsramar för den syndikerade kreditgivningen och ingrepp i dem genom bestämmelser om ombud för obligationsinnehavare som agerar i enlighet med finländsk lag kunde ge ett intryck av att marknaden inte fungerar på ett önskvärt sätt. Därför har det i propositionen inte ansetts vara ändamålsenligt att säkerhetsagenter vid syndikerad kreditgivning ska registrera sig hos Finansinspektionen.

2.2.10 Andra utvecklingsförslag

Det föreslås dessutom ett flertal preciseringar av den gällande lagstiftningen om finansieringsmarknaden. För att bredda investerarbaser på obligationsmarknaden föreslås det ändringar i lagen om investeringstjänster. Därmed beaktas också ställningen för små stiftelser som investerare i enlighet med presumptionsbestämmelserna i den nya stiftelselagen på ett bättre sätt. I samband med detta preciseras de villkor för tillfälligt tillhandahållande av investeringstjänster som ställs i lagen. Till den internationella kapitalanskaffning som sker genom finländska företags emittering av obligationslån hänför sig ett behov av att klarlägga rätten för utländska tjänsteleverantörer att tillhandahålla investeringstjänster utan att grunda en filial. Den uttryckliga bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed stärker de syften som tills vidare nämnts i motiveringarna till värdepappersmarknadslagen och därför föreslås det att bestämmelsen fogas inte bara till lagen om investeringstjänster utan också till lagen om handel med finansiella instrument. Det föreslås att lagen om gräsrotsfinansiering och försäkringsbolagslagen preciseras.

Flera förslag har samband med en utvidgning av rätten för ombud för obligationsinnehavare att bedriva verksamhet. Det föreslås att det i lagen om handel med finansiella instrument fastställs de rättigheter som ombudet har i situationer när handeln avslutas och ett värdepapper avnoteras från börslistan eller från en multilateral handelsplattform. I lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet är det skäl att förstärka de rättigheter som ombud för obligationsinnehavare har i fråga om emissionskonton och förvaltarregistrering och i lagen om värdeandelsskonton på motsvarande sätt ombudets rättigheter i fråga om det betalningsskydd som ges emittenter och ombud.

2.3 Den internationella utvecklingen och utländsk lagstiftning

2.3.1 Allmänt

De olika civilrättsliga formerna för representation har sitt ursprung i den romerska rätten och har därefter utvecklats i de anglosaxiska, dvs. *common law*-rättsordningarna närmast i Storbritannien och dess tidigare kolonier och i Förenta staterna till *trust*-institutionen. För *trust*-institutionen finns det i lagstiftningen i *common law*-länder inte någon uttömmande definition, vilket i hög grad beror på att den har utvecklats och blivit mer mångfacetterad under lång tid närmast genom rättspraxis. I civilrättsliga system, där lagstiftningen är den primära rättskällan, är representationsmodellen i jämförelse med de anglosaxiska länderna annorlunda och i fråga om obligationslån har den en kortare tradition.

Rättsordningarna i Kontinentaleuropa omfattar dock i enlighet med en vid tolkning flera olika rättssystem, där en person eller en juridisk person förfogar över egendom och vidtar rättshandlingar som gäller egendomen i avsikt att vissa, såsom förmånstagare eller ett kollektiv av förmånstagare, ska få nytta av rättshandlingarna. Dessa arrangemang fungerar i stor utsträckning i enlighet med *trust*-institutionen i *common law*-länder och de kan till vissa delar anses vara dess motsvarighet, trots att man genom dem inte kan uppnå samtliga mål med samma syfte. I Kontinentaleuropeiska länder med grund i civila rättssystem är det därmed också möjligt att upprätta arrangemang med syfte att nå samma mål som genom *trust*-institutionen i *common law*-länder. En variant av denna *unit trust*-konstruktion är placeringsfonder.

2.3.2 Sverige

I Sverige finns det inte någon separat lagstiftning om ombud (kallas i Sverige för agent). Näringslivets intresseorganisation Svenskt Näringsliv lade fram ett lagstiftningsinitiativ 2012 men saken har inte framskridit.¹

I Sverige har man i fråga om rollen för ombud på obligationsmarknaden och vid syndikerad kreditgivning tills vidare agerat i överensstämmelse med den etablerade avtalspraxisen, på samma sätt som i Finland, dvs. enligt normala avtalsrättsliga principer och med stöd av fullmaktsläran (eller andra former av civilrättslig representation). Ombudets rättigheter och skyldigheter i förhållande till emittenten och obligationsinnehavarna definieras utöver utifrån marknadspraxis och avtalsrättsliga principer i hög grad också utifrån villkoren för ett obligationslån. I Sverige ska en företrädare som på ett yrkesmässigt sätt förvaltar tredje mans egendom för dennes del iaktta den lokala lagstiftningen om penningtvätt och registrera sig hos Finansinspektionen i Sverige som en företrädare som följer penningtvättsregelverket.

Ett fåtal finländska företag har beslutat sig för att emittera obligationslån i Sverige. Detta har uppenbarligen grundat sig på en delvis felaktig uppfattning om att lagstiftningen om obligationslån är tydligare i Sverige än i Finland. Så är det dock inte, utan den civilrättsliga lagstiftning som styr ombuds verksamhet i Sverige är i hög grad likadan som i Finland, vilket leder till att problemen i fråga om lagtolkning i Sverige är de samma som i Finland. Obligationsmarknaden är dock aktivare i Sverige, vilket för sin del befäster marknadens tro på en etablerad obligationsmarknad som fungerar utan problem.

Sverige erkänner inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken (eng. *Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*).

2.3.3 Norge

I Norge finns det inte någon separat lagstiftning om ombud (kallas i Norge för *tillitsmann*).

I Norge har ombudsmodellen dock använts sedan 1993 då det norska ombudet Norsk tillitsmann ASA (numera Nordic Trustee ASA) grundades. Nordic Trustee ASA, som ägs av banker, försäkringsbolag och stora finansinstitut, grundar sin verksamhet på den avtals- och rättspraxis som formats under hundra år. Trots den förhållandevis etablerade avtals- och rättspraxisen har vissa av de befogenheter som är centrala för ombudets verksamhet ifrågasatts ur ett rättsligt perspektiv också i Norge. Enligt två anmärkningsvärda avgöranden 2010 av Norges högsta domstol där Nordic Trustee ASA:s ställning som ombud för obligationsinnehavare har bedömts utifrån synvinkeln för både allmän talerätt och för ansökan om och försättande i konkurs av emittenten.

Det första avgörandet av Norges högsta domstol, HR-2010-00568-A, gäller ombudets rätt att väcka talan i fråga om en betalningsdom mot emittenten som ombud för obligationsinnehavarna. Norges högsta domstol beslöt att bifalla ombudets talerätt av följande tre orsaker: (i) av obligationsvillkoren framgick det explicit att varje obligationsinnehavare hade avstått från sin egen rätt att väcka talan till ombudets fördel och på motsvarande sätt hade emittenten godkänt att ombudet får använda sig av obligationsinnehavarnas talerätt för deras del, (ii) alla parter avsåg att med stöd av de i obligationslånet inskrivna villkoren undvika en situation där varje obligationsinnehavare själv ser till sina rättigheter genom att separat väcka talan mot

¹ Daniel Barr: Den svenska företagsobligationsmarknaden - en förstudie. 29.9.2011.

emittenten och (iii) starka praktiska behov talar för att ombudet ska ha talerätt för ett visst obligationslåns del, vilket också ligger i obligationsinnehavarnas intresse.

Det andra avgörandet av Norges högsta domstol, HR-2010-01489-U, gäller ombudets rätt att i enlighet med den norska konkurslagen uppträda som borgenär med självständig rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs och att med konkursen som grund kräva utdelning för sina fordringar. Norges högsta domstol ansåg att den tidigare talerätt som beviljats ombudet för de obligationsinnehavares del som ombudet företrädde i praktiken innebär att genom den uppfylls också rätten att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs, i konkursen bevaka fordringarna för de obligationsinnehavare som ombudet företräder och få den utdelning som tillfaller obligationsinnehavarna. Norges högsta domstol ansåg att någon annan tolkning vore absurd, eftersom den skulle leda till en situation där ombudet har rätt att kräva obligationsinnehavarnas fordringar av en solvent emittent, men inte av en insolvent. I båda fallen konstaterade Norges högsta domstol att med beaktande av de standardiserade obligationsvillkoren och verksamheten på finansmarknad som helhet sett är det viktigt att ombudet har både talerätt och rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs för de obligationsinnehavares del som ombudet företräder.

Norges högsta domstol hänvisar i motiveringarna till beslutet i fråga om ombudets allmänna talerätt till resultatet av den konsultation som Norges finansministerium utförde under lagstiftningsprojektet och som riktades till marknadsdeltagare och myndigheter. De som svarade på konsultationen ansåg lagstiftningsarbetet som behövt uttryckligen av den orsaken att en pågående rättsprocess hade orsakat osäkerhet hos marknadsdeltagarna och när det gäller funktionen ifrågasatt den ombudsmodell som grundade sig på avtals- och rättspraxis. De ansåg också att den osäkerhet som uppstått hade betydande negativa verkningar på Norges obligationsmarknad och verksamheten där. De som svarade ansåg att på grund av situationen måste de bedöma huruvida Norges obligationsmarknad lämpar sig som ett beaktansvärt investeringsobjekt och investeringsalternativ. Dessutom framkom det misstankar om Norges obligationsmarknads funktion som finansskälla, i synnerhet sett ur synvinkeln för SMF-företag.

Beslutsskäl för Norges högsta domstol ser inte ut att i rättslig mening till alla delar vara helt övertygande. Ur synvinkeln för ombudets verksamhetsförmåga och befogenheter torde det bifallande beslutet ha fattats närmast av praktiska orsaker för att säkerställa den befintliga och etablerade obligationsmarknaden och mer allmänt funktionen på finansmarknaden. Norges finansministerium beslutade dock att avbryta sitt lagstiftningsprojekt med stöd av Norges högsta domstols avgöranden. De behörighetsfrågor som gäller ombud och det oklara rättsläget avgjordes dock inte slutligt efter Norges högsta domstols avgöranden. Nordic Trustee ASA väckte i oktober 2011 talan för de obligationsinnehavares del som bolaget företräder mot en i konkurs försatt emittents styrelse och andra tredjeparter och hävdade att de svarande i samråd hade innehållit sådana medel som borde ha använts för återbetalning av obligationslån eller som säkerhet för dessa betalningar. Norges högsta domstol avgjorde genom sitt beslut saken i juni 2013 till Nordic Trustee ASA:s fördel.

Norges obligationsmarknad har på grund av etablerad praxis och standardiserade avtalsvillkor varit ett synnerligen populärt investeringsobjekt också bland utländska investerare. Också många bolag som är verksamma utomlands har emitterat obligationslån i enlighet med norsk lag, eftersom de har betraktat marknaden som fungerande och intressant för investerare.

Norge erkänner inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.3.4 Danmark

I Danmark lades ett lagstiftningsprojekt med syfte att skapa ett eget, separat ombud (kallas i Danmark för *repræsentant*) fram för folkettinget den 31 oktober 2013 och bestämmelserna i förslaget godkändes den 19 december 2013. Bestämmelserna trädde i kraft den 1 januari 2014. Lagförslaget utgick från arbetet för en kommitté som granskat obligationsmarknaden och där det bedömdes att möjligheten att använda ombud på obligationsmarknaden i Danmark främjar utvecklingen av den nationella obligationsmarknaden, i synnerhet med tanke på danska SMF-företag. I praktiken innehöll lagförslaget ändringar i två danska lagar, dvs. (i) finansmarknads-lagen (da. *lov om finansiel virksomhed*) och (ii) värdepappersmarknads-lagen (da. *lov om værdipapirhandel mv.*) av vilka den senare innehåller de egentliga definitionerna av modellen för ombud och säkerhetsagenter vid emission av obligationslån (eller andra kollektiva låneformer, t.ex. syndikerad kreditgivning).

Före lagstiftningsprojektet i fråga fanns det i Danmark inga specialbestämmelser som reglade användningen av ombud, säkerhetsagenter och andra agenter. I marknadspraxis fanns dock ett etablerat sätt enligt vilket obligationsinnehavarna kunde utse ett ombud med stöd av den allmänna lagstiftningen om agenturer. Ombudets ställning vid olika krissituationer under obligationslånets löptid väckte dock en rad rättsligt oklara frågor (bl.a. ombudets talerätt, rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs (ställningen som borgenär sett ur konkurslagens synvinkel), oåterkallelig överföring av obligationsinnehavarnas rättigheter till ombudet via obligationsvillkoren (eng. *no-action clause*) samt ombudets ställning i en situation där obligationer säljs och överförs till nya obligationsinnehavare) som marknadsdeltagarna upplevde som onödiga osäkerhetsfaktorer. Dessutom var det oklart i Danmark om en säkerhet kunde, och i vilken omfattning, ges för att förfogas över av ett ombud/en säkerhetsagent som företrädare för en i varje enskilt fall obestämmd grupp av borgenärer.

De nya bestämmelserna gör det möjligt att parterna kan utse ett eller flera ombud att företräda obligationsinnehavarna och deras gemensamma intressen vid emissionen. Ombud kan utses av endera emittenten (om det har avtalats så i obligationsvillkoren) eller obligationsinnehavarna. Ombudets roll, uppgifter och befogenheter definieras i obligationsvillkoren, men de kan innehålla bl.a. förhandling av obligationsvillkoren, godkännande av ändringar, ombudskap för obligationsinnehavarna i alla sammanhang i förhållande till emittenten (bl.a. talerätt, realisering av säkerhet och åtgärder vid konkurs), uppföljning av emittentens affärsverksamhet och administration av eventuella säkerheter.

Ombudets verksamhet är direkt bindande för samtliga obligationsinnehavare, varför det är möjligt att i obligationsvillkoren dessutom avtala att obligationsinnehavarna förbinder sig att inte använda sig av de rättigheter och befogenheter som överförs på ombudet i obligationsvillkoren. Med stöd av de nya bestämmelserna är utseendet av ombudet bindande för en obligationsinnehavares konkursbo, borgenärer och kommande obligationsinnehavare.

När ombudet har utsetts på behörigt sätt i enlighet med bestämmelserna ska ombudet lämna en anmälan till finansinspektionen (nedan *Finanstilsynet*) tillsammans med avtalsdokumentationen för emissionen, så att Finanstilsynet kan bedöma om de villkor som ställs i lagen i fråga om ombudets behörighet uppfylls. Dessutom bedömer Finanstilsynet också huruvida alla andra uppgifter som behövs i enlighet med bestämmelserna har lämnats in. Om villkoren uppfylls registrerar Finanstilsynet ombudet i ett offentligt register för emissionen i fråga. När obligationerna har emitterats ska ombudet till Finanstillsynet lämna de behövliga handlingarna utifrån vilka man kan säkerställa att emissionen har genomförts.

De nya bestämmelserna gör det också lättare än tidigare att fullborda säkerheterna, eftersom det i bestämmelsen uttryckligen konstateras att ombudet/säkerhetsagenten kan förfoga över

säkerheter för en ospecificerad investerarens eller intressents del. Denna regel begränsar sig inte enbart till obligationsmarknaden, utan gäller också andra kollektiva utlåningsformer än obligationslån med säkerhet, som syndikerad kreditgivning. Om en säkerhet ges för ombudets förfogande i andra fall än vid emission av obligationslån behöver ombudet inte registrera sig hos Finanstilsynet för att de nämnda bestämmelserna ska gälla för ombudets verksamhet. Bestämmelserna gäller bara för situationer där de medel som erbjuds som säkerhet vid syndikerad kreditgivning finns i Danmark och kräver därmed fullbordande enligt dansk lag.

Danmarks officiella mål var att genom lagstiftningen göra ombudets ställning så tydlig som möjligt för alla parter och på detta sätt för egen del medverka till trygghet såväl i fråga om marknadsdeltagare och rättsliga aktörer som i fråga om i fråga om täckningen för den roll och de befogenheter som planerades för ombud.

Danmark erkänner inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.3.5 Storbritannien

I Storbritannien företräds obligationsinnehavare genom utnyttjande av *trust*-institutionen. Det finns inte någon detaljerad definition av *trustee* i lagstiftningen, utan innehållet i den och ombudets befogenheter har definierats utifrån samverkan mellan den skrivna lagstiftningen, rättspraxis och rättslitteraturen.

I Storbritannien har *trust* av tradition uppfattats som ett förhållande där en *trustee* förfogar över egendom för tredjemans del och i dennes intresse. I allmänhet har en *trustee* ansetts ha rättslig representations- och förfoganderätt (formell äganderätt, dvs. eng. *legal ownership*) för den egendom som en *trustee* förfogar över när däremot den verkliga äganderätten (eng. *beneficial ownership*), rätten till avkastningen av egendomen och den starka rättsställningen innehas av förmånstagarna till en *trust*. En *trustee* har i *common law*-rättsordningarna ansetts ha s.k. förtroendeplikt (eng. *fiduciary duty*) i förhållande till de aktörer som *trustee*:n företräder, dvs. en *trustee* har skyldighet att alltid agera till fördel för de aktörer som *trustee*:n företräder. En *trustee*:s agerande begränsas ofta av förmånstagarens intressen, som bestäms utifrån *trustee*:ns befogenheter och skyldigheter. En *trustee* kan ta ut rimliga kostnader och avtalade arvoden för sin verksamhet, men i övrigt ska alla medel och inkomster som härrör från de tillgångar som en *trustee* sköter lämnas till förmånstagarna.

Av marknadsövervakarna i Storbritannien (eng. *Financial Conduct Authority*, nedan *FCA*) har det inte utfärdats några särskilda separata tillståndskrav för *trustee*-aktörer. Om en *trustee*:s verksamhet däremot innefattar någon sådan reglerad verksamhet, som inte får utövas utan verksamhetstillstånd och något fallspecifikt undantag från tillståndsplikten inte heller är tillämpligt i enlighet med lagen om finansiella tjänster och marknader (eng. *Financial Services and Markets Act 2000*), ska *trustee*:n ansöka om verksamhetstillstånd från *FCA*. I vissa begränsade situationer omfattas inte ett råd som *trustee*:n ger av lagen om finansiella tjänster och marknader, men i de flesta fallen ska en *trustee* på grund av de praktiska orsakerna i anknytning till utövandet av den normala affärsverksamheten stå under *FCA*:s tillsyn. En *trustee* kan också behöva ett verksamhetstillstånd/en auditering av vissa professionella organisationer, t.ex. föreningen för insolvensförvaltare (eng. *Insolvency Practitioners Association*), beroende av hurdana tjänster de tillhandahåller för sina kunder. De i Storbritannien kända *trustee*-aktörerna Deutsche Trustee Company Limited och The Law Debenture Corporation Plc har båda verksamhetstillstånd av *FCA* och därmed rätt att tillhandahålla reglerade tjänster för sina kunder.

Engelsk lag väljs fortfarande nästan i regel som tillämplig internationell lag för *investment grade*-obligationslån, trots att investerarna finns i tredjeländer och trots att lånet inte noteras i Förenade kungariket. I bakgrunden inverkar den etablerade marknadspraxisen och investerarnas vana i synnerhet i fråga om emitteringen av s.k. *investment grade*-obligationslån och särskilt när det gäller *investment grade*-bolagens EMTN-program, när igen internationella *high yield*-emissioner vanligen upprättas med stöd av lagen i delstaten New York.

Storbritannien erkänner *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.3.6 Frankrike

I Frankrike finns det inte någon separat lagstiftning om ombud.

I Frankrike har de anglosaxiska *trustee*-arrangemangen traditionellt av domstolarna formats till ett ombudsmannaskap som bättre passar för ett civilrättsligt system. Detta beror på att den franska lagen inte känner till det anglosaxiska *trustee*-arrangemanget. År 2007 stiftades en särskild lag i Frankrike genom vilken en egen institution som påminner om *trustee*-arrangemanget skapades (fr. *fiducie*) men som dock inte satte i kraft de begrepp för formellt och verkligt ägande som är förenade med *trustee*-arrangemangen i den anglosaxiska rättsordningen.

I sitt avgörande 2011 tog Frankrikes högsta domstol uttryckligen ställning till ett franskt bolags obligationslån som emitterats i enlighet med lagen i delstaten New York och där det som ombud för obligationsinnehavarna ingick en *trustee* som agerade i enlighet med lagen för delstaten New York. Frankrikes högsta domstol kom fram till att *trustee*-arrangemanget ska anses vara giltigt och erkände dess verkan vid ett insolvensförfarande enligt fransk lag för ett franskt bolag, eftersom obligationslånet emitterats i enlighet med lagen i delstaten New York. I praktiken ansåg Frankrikes högsta domstol att på insolvensförfarandet i sig ska fransk lag tillämpas, men frågan om *trustee*:ns ställning i ett insolvensförfarande i enlighet med fransk lag avgörs i enlighet med delstaten New Yorks lag. Därmed ansågs *trustee*:n ha befogenhet för de obligationsinnehavare som *trustee*:n företrädde i konkursen, eftersom det i enlighet med lagen i delstaten New York var fråga om formell äganderätt till fordringar med obligationerna som grund. Avgörandet av Frankrikes högsta domstol har ansetts minska den rättsliga osäkerheten, främja funktionen på finansmarknaden och användningen av modern teknik i systemen enligt fransk lag.

I Frankrike har man också ansett att ställningen som formell borgenär och som formellt rättslig säkerhetstagare inte kan innehas av olika aktörer och man har utvecklat en konstruktion efterliknande den engelska *trustee*:n, s.k. *parallel debt*, där det för säkerhetsagenten inrättas en parallell ställning som borgenär.

Frankrike har skrivit under Haagkonventionen om *trustee*-arrangemang, men inte genomfört den. Därmed erkänner Frankrike inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken, vilket i ljuset av i synnerhet det nämnda och relativt nya avgörandet av Frankrikes högsta domstol förefaller inkonsekvent.

2.3.7 Tyskland

I Tyskland antogs 2009 lagen om obligatonslån (ty. *Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen*). I den lagen regleras främst obligationsinnehavarnas gemensamma beslutsfattande och bestämmelserna om ombud är få. I lagen ingår ett särskilt avsnitt på 18 paragrafer om ombudsinnehavarnas möte (ty. *Abschnitt 2 - Beschlüsse der Gläubiger*). I lagen har

bl.a. ställningen för obligationsinnehavarnas ombud erkänts i förhållande till obligationsinnehavarnas möte. Enligt 5 § 1 punkten i lagen i fråga kan det i villkoren för obligatonslånet bestämmas att obligationsinnehavare i samma emission genom majoritetsbeslut kan förbinda sig till ändringar av obligationslånets villkor och utse ett ombud gemensamt för alla obligationsinnehavare för att garantera att deras rättigheter tillgodoses.

Tyskland erkänner inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.3.8 Förenta staterna

I Förenta staterna med rättsordning i enlighet med *common law* bygger ombudets ställning på *trust*-institutionen. Som ett avvikande drag jämfört med andra rättsordningar kan det nämnas att i Förenta staterna har man förhållit sig mer negativt till klausulerna om kollektivt agerande (eng. *collective action*). I de obligationslån som omfattas av tillämpningen av lagen *Trust Indenture Act* från 1939 är inte klausuler om kollektivt agerande tillåtna, om det genom beslutsfattandet inverkar på obligationslånets kapital eller ränta, med andra ord så kräver ändringar som gäller detta samtliga obligationsinnehavares samtycke. En enskild obligationsinnehavares rätt att föra talan mot emittenten för att få en betalningsdom kan i Förenta staterna inte begränsas utan den aktuella obligationsinnehavarens samtycke i de situationer som omfattas av tillämpningen av lagen *Trust Indenture Act* från 1939.

Förenta staterna har skrivit under Haagkonventionen om *trustee*-arrangemang, men inte genomfört den. Därmed erkänner Förenta staterna inte *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.3.9 Luxemburg

I Luxemburg finns det inte någon separat lagstiftning om ombud.

Avsaknaden av separat lagstiftning kan anses vara förvånande med beaktande av att i Luxemburg noteras av tradition synnerligen många också utländska emittenters obligationslån. I stället för en separat lagstiftning om ombud tillämpas på emissioner den allmänna lagen om handelsbolag (fr. *Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales*) från 1915 och uppdateringarna av den från 1993 (fr. *Loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle qu'elle a été modifiée*). Problemet med lagen är att den inte är speciellt detaljerad. På grund av landets ringa storlek är lagstiftningen också i övrigt mycket nära Frankrikes och Belgiens lagstiftning och det finns inte just någon rättslitteratur eller rättsvetenskaplig forskning att tillgå. Vid en emittents insolvenssituation företräds borgenärerna av särskilt utsedda advokater.

Luxemburg erkänner *trustee*-arrangemangen i andra länder med stöd av Haagkonventionen i saken.

2.4 Nuläge

2.4.1 Behovet av en lag om ombud för obligationsinnehavare

Konstruktionen med ombud kom in på den finländska marknaden för obligatonslån 2012 i och med obligationslån med säkerhet (Sato Oyj och Tornator Oyj) och ombudskonstruktionen har senare använts relativt konsekvent vid obligationslån med säkerhet och vid obligationslån med villkor innehållande kovenanter om finansiering eller spärkontoarrangemang. I finländska obligationslån har emittenterna tillsvidare använt sig av finländska företag som tillhandahåller ombudstjänster.

En fungerande ombudsmodell stöder för sin del utvecklingen av obligationsmarknaden i Finland. En fungerande ombudsmodell kan med tanke på utvecklingen av obligationsmarknaden i Finland och dess verksamhet t.o.m. anses vara en väsentlig faktor om man vill utvidga marknaden och fördjupa den utanför de i nuläget etablerade emittent- och investerarparterna. Vid de intervjuer med investerare som finansministeriet utförde sommaren 2013 framgick det att sex svarande av tio hade bekantat sig närmare med verksamheten för ombuds- eller agentmodellen redan tidigare. För fyra svarande var dessa verksamhetsmodeller däremot ganska okända. På frågan om det vid emissioner av obligationslån i framtiden borde ingå ombud var svaren mer samstämmiga. Åtta av tio svarande ansåg att med tanke på framtida emissioner av obligationslån vore det bra att anlita ombud.

I Finland har diskussionen gällt huruvida ombudsmodellen kan inrättas utifrån den gällande lagstiftningen och avtalsfriheten mellan parter eller om en ombudsmodell bör införas i finsk lagstiftning på samma sätt som i Danmark. Med stöd av utvärderingspromemorian och remissvaren till den samt de synpunkter som framfördes i finansministeriets arbetsgrupp har en snäv speciellag som definierar bestämmelserna, befogenheterna och myndighetsstillsynen för ombudsmodellen men som inte ingriper i de gällande civilrättsliga normerna förutom som högst vid situationer när ombuds verksamhetsförutsättningar på normalnivå uttryckligen behöver klarläggas, med tanke på obligationsmarknaden i Finland och eventuellt även övrig kollektiv kreditgivningsverksamhet ansetts vara en faktor som främjar verksamheten och tillväxten.

2.4.2 Fördelar med ombudsmodellen

Under beredningsfasen för emissionen ingår i ombudets roll i allmänhet säkerställande och tolkning av att dokumentationen och villkoren för lånet eller värdepapperen är fungerande. Ombud har också skyldighet att följa med hur lånevillkoren faller ut under lånets löptid, det är dock i det närmaste fråga om en passiv skyldighet, dvs. ombudet har inte annat än i undantagsfall skyldighet att aktivt börja ta fram uppgifter om emittentens verksamhet. Under obligationslånets livscykel kan ombudet också ibland fastställa en eventuell räntegrund, följa upp eventuella åtaganden, t.ex. iakttagande av kovenanter samt förfoga över eventuella säkerheter och garantier. Om en emittent som fått ekonomiska bekymmer vill föreslå ändringar i villkoren för obligationslånet sköts kommunikationen och administrationen av sammanslutningen av obligationsinnehavare på ett professionellt och samordnat sätt via ombudet. När ombuds-konstruktionen används får inte en enskild obligationsinnehavare på grund av de avtalsbestämmelser som uttryckligen tagits in i villkoren för obligationslånet själv vidta några som helst åtgärder mot emittenten för att t.ex. realisera säkerheten för obligationslånet eller driva in avgifter som förfaller till betalning i enlighet med obligationslånehandlingarna.

Fördelarna med ombudsmodellen kommer av att emittenten kan kommunicera om sitt emitterade obligationslån med endast en aktör. I stället för att emittenten separat ska försöka få kontakt med en stor grupp anonyma och eventuellt förvaltarregistrerade obligationsinnehavare för att få till stånd ett möte för obligationsinnehavarna kan emittenten enbart vända sig till ett ombud som agerar för obligationsinnehavarnas del. Också obligationsinnehavarnas tillgång till information om läget för sin investering, övervakning av räntebetalningar och kontakt med emittenten underlättas när de i stället för till emittenten bara kan vända sig till sitt ombud.

Ställningen för ombud betonas i situationer när emittenten har problem, eftersom det vid situationer med emittentens eventuella betalningsstörningar är viktigt att obligationsinnehavarna fattar sina beslut om åtgärder samstämmigt och utifrån rätt information. Mest centralt för obligationsinnehavarna är den emotsedda avkastningen på investeringen och därmed kan en omorganisering av emittentens verksamhet i många fall vara vettigare än att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs. Obligationsinnehavarnas administrativa börda lättar eftersom

ombudet som ombud för investerarna sköter indrivning av fordringar, realisering av säkerheter, rättegångar med emittenten som motpart och gäldenärens insolvensförfaranden inklusive emittentens konkurs- och företagssaneringsförfaranden.

Ombudet agerar i enlighet med sitt uppdrag i samtliga obligationsinnehavares intresse och strävar efter att fatta sina verksamhetsbeslut med stöd av de majoritetsbeslut som görs möjliga på grund av den klausul om kollektivt agerande som ofta ingår i obligationslånevillkoren. Investerarna hörs vid obligationsinnehavarnas möten där man röstar om de åtgärder som ska vidtas. Efter detta utför ombudet åtgärderna med stöd av det beslut som fattats av majoriteten av obligationsinnehavarna. Ombudet har traditionellt också haft rätt att självständigt fatta små och tekniska beslut för obligationsinnehavarnas del, såvida man har avtalat på detta sätt i obligationslånevillkoren.

2.4.3 Exempel på typiska ombudsuppdrag i Finland

Efter att Finlands Näringslivs modellvillkor offentliggjordes har företagen (inklusive *Large Cap*-företagen) i allt större omfattning använt ombudskonstruktionen i sina obligationslån också på grund av att man därefter har börjat kräva att obligationslånevillkoren ska innehålla kovenanter om finansiering och andra begränsande klausuler. Exempelvis Metsä Board Oyj emitterade våren 2014 ett obligationslån utan säkerhet på 225 miljoner euro. Obligationslånet övertecknades tiofalt och försäljningen av det kopplades till förnyandet av Metsä Board Oyj:s syndikatlån. De medel man fick in användes till att betala bolagets befintliga skulder. Av de största börsbolagen i Finland har ombudskonstruktionen använts också av bl.a. Ahlstrom Abp, Technopolis Oyj, Outokumpu Oyj och Lemminkäinen Oyj.

Genom obligationslån kan man också finansiera företagsköp. Med t.ex. Solteq Oyj:s obligationslån 2015 finansierades företagsköpet av Descom Oy. Obligationslånet emitterades den 1 juli 2015 och det uppnådda beloppet 27 miljoner euro täckte köpesumman för företagsköpet, 26 miljoner euro, i sin helhet. Genom att använda ombudskonstruktionen kunde företagsköpet genomföras utan bryggfinansiering (eng. *bridge loan*) från bankerna. Avbrytandet av obligationslånets spärrkonto var förenat med villkoret att företagsköpet genomförs och det förlades till ikraftträdandedagen för företagsköpet (eng. *closing*).

Obligationslån kan ha mycket varierande säkerhetsarrangemang och i ombudets uppgift kan ingå rätt att förfoga över dessa säkerheter och garantier. I Orava Bostadsfond Abp:s obligationslån (2015) utnyttjas dynamisk säkerhet. Lånebeloppet är 20 miljoner euro och säkerheten utgörs av aktier i bostadsaktiebolag. Säkerhetspoolen består av bostäder runt om i Finland vars sammanlagda värde är ca 70 miljoner euro. Ombudet befriar bostäderna från säkerhetsbördan genom en särskild mekanism för godkännande efter att de har sålts.

Marknadsplatsen *First North* på Nasdaq Helsinki är inte lika välutvecklad som motsvarande marknadsplats i Sverige. Börsnoteringarna av både aktier och obligationer har dock blivit allmänna. Ett exempel är Taaleri Abp (tidigare Taaleritehdas Abp) som emitterade två obligationslån (20 miljoner euro och 10 miljoner euro) 2014 samt St1 Nordic AB, var aktie inte är noterad, men det obligationslån på 100 miljoner som bolaget emitterade 2014 är noterat.

2.4.4 Den gällande ramlagstiftningen bör göras tydligare

Ombudets ställning inom ramlagstiftningen i Finland ter sig i ljuset av gällande marknadspraxis åtminstone till vissa delar som oklar. Ombudets ställning är i hög grad beroende av avtalsbestämmelserna i det avtal som ingås för ombudsförhållandet eller agenturen, dvs. när det gäller obligationslån i synnerhet lånevillkoren och i någon mån innehållet i andra avtal som ingår i obligationslånet (t.ex. teckningsförbindelsen) och vid syndikerad kreditgivning på mot-

svarande sätt innehållet i kreditavtalet eller i ett avtal mellan borgenärerna. Trots detaljerade avtalsbestämmelser kan ombudets möjligheter att agera för de aktörers del som ombudet företräder på många punkter vara begränsade och i fråga om gränserna för befogenheterna finns det inte heller någon full visshet sett ur synvinkeln för den gällande lagstiftningen. Finanssystemets funktion kan allmänt taget inte heller grunda sig på enbart avtalsbestämmelser och avtalspraxis. Nuläget kan inte med tanke på marknadsdeltagarna anses vara tillfredsställande och det skapar i sig inte sådan rättssäkerhet som behövs för att verksamheten och tillväxten i synnerhet på den inhemska obligationsmarknaden inom sektorn för SMF-företag kan främjas med beaktande av alla marknadsparter befogade förväntningar.

2.4.5 Ekonomisk motivering

I Finland är företagens obligationslånestock, antalet obligationslån och det totala eurobeloppet för obligationslån emitterade i Finland betydligt mindre än i Sverige och Norge. Detta kan tolkas så att i Sverige och Norge är SMF-företagen en klart större aktörsgrupp på obligationsmarknaden än vad de är i Finland. På detta pekar uppgifter om att den proportionella andelen för obligationslån emitterade på den inhemska marknaden är mindre i Finland än i andra länder, medan deras matematiska storlek i medeltal är större. Det är naturligt att anta att hemmamarknaden är mer central för SMF-företagen än för stora företag och att emissionsstorlekarna för SMF-företag är mindre än för stora företag.

Obligationsmarknaden i Finland har tillväxtpotential i synnerhet som finansieringskanal för mindre företag. Genom att enbart jämföra storleken på obligationsmarknaden i olika länder är det dock svårt att bedöma tillväxtpotentialens storlek. Många bakgrundsfaktorer inverkar på skillnaderna mellan olika länder, såsom landets företagsstruktur och exportens roll i ekonomin. Dessutom måste finanssystemet granskas som en helhet. I Finland har bankerna en mycket stor roll som finansiärer av SMF-företag, vilket för sin del kan förklara obligationsmarknadens mindre roll som finansieringskanal för SMF-företag i Finland jämfört t.ex. med Sverige.

I en idealsituation kunde effekterna av ombudsmodellen på den finländska obligationsmarknaden jämföras med utvecklingen av obligationsmarknaden i ett sådant land där lagstiftningen om ombud för obligationsinnehavare har införts, med utvecklingen av obligationsmarknaden i andra länder av samma typ där ombudsmodellen inte har institutionaliserats genom lagstiftningsåtgärder. Tyvärr finns det inte några lämpliga länder att jämföra med i detta avseende. I Danmark institutionaliserades ombudsmodellen genom den lag som trädde i kraft vid ingången av 2014, vilket gör det möjligt att jämföra utvecklingen av obligationsmarknaden i Danmark med Sverige och Finland. Tyvärr har det med tanke på att göra en heltäckande och grundlig jämförelse gått förhållandevis kort tid sedan lagen trädde i kraft i Danmark.

Resultaten av tillväxtutredningar tyder på att vid granskning av tillväxtförutsättningar på lång sikt och finansieringens betydelse ska man i utvecklade länder som Finland i stället för vid finansieringsbeloppen fästa uppmärksamhet vid hur extern finansiering fördelas.

Tillgången till finansiering för SMF-företag verksamma i Finland har skärpts under de senaste åren och i synnerhet tillväxtföretagen och SMF-företagen har upplevt att de inte får marknadsfinansiering på tillräckligt förmånliga villkor. Enligt SMF-företagsbarometern våren 2016 är finansieringsbehovet för finländska tillväxtföretag större än för andra SMF-företag. Tillväxtföretagen ansöker om finansiering i synnerhet i fråga om driftskapital, utveckling och internationalisering. De skärpta villkoren för bankfinansiering och behovet av att öka det egna kapitalet är problem för tillväxtföretagen. Enligt barometern upplever en dryg fjärdedel av tillväxtföretagen och cirka 17 procent av SMF-företagen att den dåliga tillgången på finansiering försvårar genomförandet av projekt.

Enligt Finlands Banks finansieringsenkät 2015 hade mikroföretag och små företag vanligen mer finansieringsproblem än större företag. Skillnaderna mellan företagsstorleksklasserna ökade med frekvensen av finansieringsproblem, finansieringsproblemen för medelstora och stora företag underlättades klart mer än motsvarande problem för små företag. Enligt resultaten av ECB:s enkäter har finansieringssituationen för SMF-företag i Finland dock förblivit relativt god jämfört med andra EU-medlemsstater.

Ibrukttagandet av ombudsmodellen kan bedömas ha en stor betydelse för företagen genom att den gör det möjligt att bättre än i dagsläget utnyttja en ny finansieringskanal som är oberoende av bankerna. Det är inte fråga om att den obligationslånebaserade finansieringen avsevärt skulle öka omfattningen av den finansiering som företagen kan få, däremot skapar ombudsmodellen förutsättningar för ett mångsidigare utbud av finansieringskällor och inträdet av nya investeringsaktörer med annorlunda avkastningsmål.

Enligt de investerarenkäter som finansministeriet utförde sommaren 2013 anser de institutionella investerarna att det är mycket viktigt att det skapas en klar och förutsägbar ombudsmodell för att obligationsmarknadens funktion ska förbättras. Hur man lyckas med att göra finansieringen mångsidigare hänger i praktiken i hög grad ihop med att spelreglerna för den obligationsbaserade finansieringen är tydliga. I detta sammanhang har en lagstiftningsmässigt sett förutsägbar ombudsmodell en avgörande roll.

Mångsidigare finansieringskällor än i dagsläget avlägsnar ett potentiellt hinder för företagens tillväxt och utveckling samt förbättring av sysselsättningen. Denna omständighet kan ha betydelse också genom att den på lång sikt för sin del kan medverka till att rollen för finansiering på marknadsvillkor växer på bekostnad av direkta stöd till företag och extern företagsfinansiering.

Sysselsättningen i Finland är kraftigt koncentrerad till stora företag. De 130 största företagen sysselsätter lika mycket som 300 000 av de minsta företagen. Vid granskning av sysselsättningens nettotillväxt ser man däremot att SMF-företagen och tillväxtföretagen har en viktig roll. Under de senaste åren har andelen tillväxtföretag av företagsbeståndet i Finland varit ca fem procent. De har svarat för nästan hälften av den ökade sysselsättningen under perioden 2006—2009. En eventuell ökning av obligationsfinansieringen som alternativ till bankfinansiering fokuserar alltså på en företagsgrupp som har en viktig position med tanke på ökad sysselsättning i Finland.

I princip drar alla parter på obligationsmarknaden nytta av en fungerande ombudsmodell. En fungerande och förutsägbar ombudsmodell minskar transaktionskostnaderna, förbättrar informationen från emittenten till obligationsinnehavarna och om läget för deras investering samt försnabbar beslutsfattandet i fråga om viktiga beslut i emittentens eventuella problemsituationer. Detta ökar sannolikt också utländska investerares intresse för den finländska obligationsmarknaden. Också andra finländska aktörer än professionella investerare kan antas investera mer än för närvarande också i företagens obligationslån.

Bedömningen är att ombudsmodellen förbättrar verksamheten på obligationsmarknaden i Finland och hjälper för sin del till att öka antalet källor för extern finansiering som är tillgängliga för SMF-företag. Detta underlättar företagens problem med tillgången till finansiering och gör det vidare möjligt att genomföra projekt som bedömts som lönsamma men som utan extern finansiering eventuellt förfaller. Det som konstaterats ovan innebär ändå inte att obligationsmarknaden skulle vara lämplig som finansieringskälla för alla företag. För den största delen av SMF-företagen är bankfinansiering också framöver den viktigaste finansieringskanalen.

Förbättrad tillgång till externa finansieringskällor och stöd för nya finansieringskanaler främjar företagets tillväxtpöjligheter och därmed har de en positiv effekt på sysselsättningen, skatteinkomsterna och balansen inom den offentliga ekonomin. Obligationsmarknaden i Finland är till sin storlek fortfarande förhållandevis liten jämfört med t.ex. Norge och Sverige. Obligationsmarknaden i Finland har alltså möjlighet att växa och utvidgas när verksamhetsomgivningen och spelreglerna ger möjlighet till detta. För detta talar också nationella åtgärder med syfte att göra det gällande rättsläget så klart som möjligt och därmed locka utländska investerare till den finländska marknaden.

2.4.6 Ur synvinkeln för internationell konkurrens

Internationella återuppbyggnads- och utvecklingsbanken, Världsbanken (*International Bank for Reconstruction and Development*, IBRD) har från och med 2003 publicerat rapporten *Doing Business*, som har fått ställning som Världsbankens årliga flaggskeppspublikation. Rapporten är standardiserad så att den gäller frågor om grundande av små, lokalägda industriföretag (eng. *start-up*) och deras verksamhet. Även om rapporten inte omfattar finanssystemet och finansmarknadsfrågor, är analysen viktig ur finansmarknadens perspektiv, bl.a. för att problem i anknytning till den finansiella omgivningen för SMF-företag och deras introduktion på börsen behandlas. I en global jämförelse kulminerar iakttagelserna i frågan om förutsättningarna för att grunda företag. Ju lättare det är att inleda företagsverksamhet, desto mindre är den inofficiella ekonomin i det aktuella landet, men effekterna på produktiviteten och sysselsättningen samtidigt större. Finlands placering i en internationell jämförelse antyder att det vore viktigt att utveckla finansieringen av SMF-företag.

Global Entrepreneurship Monitor (nedan *GEM-undersökningen*) är en undersökning som omfattar entreprenörskap och särskilt entreprenöriell aktivitet i 60 länder. För Finlands andel av GEM-undersökningen intervjuas årligen 2 000 personer i yrkesverksam ålder och 40 experter på entreprenörskap. Rapporten ger på basis av undersökningen 2014 redskap för att förstå entreprenörskap, och rapportens indikatorer gör det möjligt att tolka de viktigaste skillnaderna mellan exempelvis företagare i Finland och företagare i Sverige. Det är värt att notera att skillnaderna ställvis är avsevärda mellan de båda länderna och i regel till Sveriges fördel.

Enligt GEM-undersökningen syns entreprenörskap mer i medierna i Finland och framgångsrika företagare har högre status, samtidigt som finländare oftare än i vad man gör i Sverige känner någon som är på väg att bli företagare personligen. *Global Entrepreneurship Development Institute* (GEDI) publicerar årligen sitt GEI-index, som är en motsvarighet till GEM-undersökningen. Enligt indexet får det kulturella stödet för entreprenörskap i Finland högsta möjliga poäng och är etta bland de nordiska länderna. Att döma av GEM-undersökningen och GEI-index är det inte de kulturella skillnaderna mellan Finland och Sverige som ligger bakom skillnaderna, utan det är fråga om faktiska hinder för företagstillväxt. Finland bör vidta åtgärder för att undanröja hindren för att starta företag och för att bedriva tillväxtföretagsamhet samt för att skapa förutsättningar för effektiv verksamhet på finansmarknaden.

Finlands dåliga placering i jämförelse med andra innovationsdrivna länder understryker vikten av att utveckla finansieringen för SMF-företag. Ett medel för att diversifiera finansieringen för dessa företag och göra den mera lättillgänglig för nya investerare är att utveckla obligationsmarknaden.

2.4.7 Omständigheter som bör beaktas vid regleringen och bedömningen

Ombudsmodellens fallspecifika flexibilitet och marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla en fungerande marknadspraxis får trots speciallagstiftningen inte bli alltför lidande, eftersom risken annars är att man inte får till stånd en obligationsmarknad som funge-

rar bättre än den nuvarande och framför allt på marknads villkor, i synnerhet för SMF-företag eller till stöd för utvecklingen av dem i enlighet med målet i statsminister Juha Sipiläs regeringsprogram. I propositionen har uttryckligen beaktats bl.a. frågan om ombudets exklusiva rätt att verka som ombud för de aktörer som ombudet företräder vid indrivning av fordringar, realisering av säkerheter, rättegångar och gäldenärens insolvensförfaranden inklusive emittentens konkursförfarande och företagssaneringsförfarande. Det är viktigt med tanke på arrangemangets funktion att ombudet kan utses till ombud för obligationsinnehavarna på ett sätt som är bindande för både obligationsinnehavarna och för deras borgenärer, så att inte obligationsinnehavarna vid en eventuell problemsituation för emittenten kan föra separat talan eller vidta uppsägningsåtgärder gentemot emittenten (eng. *no action clause*) eller utan grund lösgöra sig från ombudsarrangemanget. Många av dessa för ombudsmodellens funktion viktiga faktorer kan med tanke på rättssäkerheten genomföras bristfälligt inom ramen för den gällande lagstiftningen, vilket motiverar propositionens effekt som främjande av obligationsmarknadens funktion.

2.4.8 Tillämpningsområdet för ombudsmodellen

I propositionen om ombud för obligationsinnehavare har fokus inte enbart varit på den obligationsmarknad som inrättats som stöd för SMF-företagens tillgång till finansiering, utan samtidigt har också behandlats andra i finsk lagstiftning hittills oreglerade och olösta osäkerhetsfrågor i anknytning till kollektiv kreditgivning med säkerhet. Exempelvis har syftet varit att samtidigt lösa frågan om ställningen för den säkerhetsagent som används vid syndikerad kreditgivning och eventuella mångtydigheter i anknytning till detta på samma sätt som man gjorde i Danmark genom den lagstiftning som trädde i kraft vid ingången av 2014. Avsikten har varit att inte ingripa i den fungerande marknadspraxisen mer än vad som ansetts nödvändigt för att klargöra bindande verkan och oåterkallelighet i fråga om säkerhetsagents rättigheter i egenskap av säkerhetsinnehavare bl.a. i kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet.

Tillämpningsområdet för propositionen har dryftats på ett täckande sätt och det har ansetts som nödvändigt att utarbeta en täckande proposition om ombudsmodellen som på ett omfattande sätt betjänar olika investeringssammanslutningar. Därför har man stannat vid att det som föreskrivs om obligationslån och andelar av obligationslån, dvs. obligationer, också tillämpas på sådana värdepapper som i huvudsak kan betraktas som skuldinstrument, om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal. I praktiken gör bestämmelsen det möjligt att genom analog tolkning utvidga lagens tillämpningsområde också till andra sådana finansieringsinstrument, som i huvudsak kan betraktas som skuldinstrument, än obligationslån.

Genom detta bereder man sig på att i framtiden utnyttja ombudskonstruktionen vid sådana innovativa finansieringsarrangemang som antagligen blir allt vanligare och mer använda än för närvarande och som grundar sig på finansteknologi (eng. *fintech*), såsom gräsrotsfinansiering. I propositionen har dessutom fästs uppmärksamhet vid ställningen för investerare, i synnerhet med tanke på att ombudsmodellen i framtiden är av betydelse förutom för professionella investerare också för icke-professionella investerare. Som stöd för detta har i propositionen ombud ställts under Finansinspektionens tillsyn genom att göra ombuden till aktörer med registreringsskyldighet hos Finansinspektionen.

3 MÅLSÄTTNING OCH DE VIKTIGASTE FÖRSLAGEN

3.1 Målsättning

Det föreslås att innehållet i den lagstiftning som styr verksamheten för ombud för obligationsinnehavare utformas utifrån en snäv ramlag, genom vilken man inte i frågor som marknadsdel-

tagarna i enlighet med gällande marknadspraxis på ett effektivt sätt kan ordna inom området för avtalsfriheten ingriper mer än vad som är nödvändigt för att avlägsna de osäkerhetsfaktorer som till vissa delar är till men för rättssäkerheten och som kommit fram i bedömningspromemorian, remissvaren och synpunkterna i arbetsgruppen. Genom propositionen skapas därmed inget behov för marknadsdeltagarna att ändra villkoren för befintliga obligationslån eller andra avtal som anknyter till dem, utan propositionen gör alltså den fallspecifika flexibiliteten möjlig liksom marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla marknadspraxis.

En ny lag om ombud för obligationsinnehavare behöver stiftas, eftersom man kan konstatera att ombudsverksamheten för närvarande, närmast i miljön i anknytning till obligationsvillkor och vissa andra motsvarande villkor, är förbunden med rättslig osäkerhet. I synnerhet har det konstaterats behov av att föreskriva om ombuds handlingsbehörighet och handlingsförutsättningar samt ombudsförhållandets varaktighet. Det har också konstaterats rättsliga osäkerhetsfaktorer i ombuds verksamhet i förhållande till tredje man utanför ombudsförhållandet, i synnerhet i fråga om åtgärder som vidtagits i ombudsförhållandet när de ses ur synvinkeln för giltigheten gentemot utomstående. Otydligheterna i lagstiftningen ha konstaterats medföra osäkerhet för marknadsdeltagarna och därmed störa utvecklingen av den inhemska obligationsmarknaden. Det föreslås i propositionen att dessa otydligheter i lagstiftningen korrigeras genom att en speciallag om ombud för obligationsinnehavare stiftas.

Företagsfinansieringen i Finland är fortfarande mycket koncentrerad till bankerna och källorna till utomstående finansiering har inte på något betydande sätt blivit mångsidigare under de senaste åren. Andrahandsmarknaden för nordiska obligationslån har avtagit i London på grund av den stabilitetsreglering för bankerna som stramade åt förutsättningarna för marknadsgaranter. För att främja den inhemska obligationsmarknadens konkurrenskraft i synnerhet med tanke på SMF-företagen är det viktigt att skapa och stödja alternativa finansieringskanaler som kompletterar de som redan finns. Genom främjande av obligationsmarknaden för SMF-företag kan man till den delen öka urvalet av de traditionella finansieringskällorna i Finland. Genom att förbättra ombudsmodellens rättssäkerhet och utveckla obligationsmarknaden kan den inhemska obligationsmarknadens attraktion ökas också för institutionella utländska investerare och via detta ökas antalet investerare och kapitalet på den inhemska finansmarknaden.

Ett tydligt rättsläge i Finland stöder den finländska obligationsmarknaden, utvecklingen av den och finländska företags kapitalanskaffning. En sådan utveckling har bedömts främja emitteringen av obligationslån i Finland, vilket skulle vara till nytta för både finansbranschen som helhet och i synnerhet för de finländska SMF-företagen. Mångsidigare finansieringskanaler för SMF-företag anses för sin del stödja företagens utveckling och vidare uppkomsten av nya arbetsplatser i Finland. Genom att utveckla finansieringskanalerna och stödja verksamhetsförutsättningarna för obligationsmarknaden öppnas nya investeringsmöjligheter också för finländska investerare.

I propositionen har fokus legat på att främja konkurrenskraften för den finländska obligationsmarknaden, göra finanssystemet mångsidigare och att nationellt främja och stödja obligationsmarknaden. Målet är en lagstiftning som tryggar en konkurrenskraftig verksamhetsmiljö både för finländska och utländska aktörer och därigenom ett så brett utbud som möjligt i Finland av väl konkurrensutsatta tjänster och produkter. På värdepappersmarknadens effektivitet som helhet inverkar konkurrensen på marknaden och infrastrukturens effektivitet. En effektivisering av verksamheten på värdepappersmarknaden förbättrar tillgången till kapital för de finländska företagen samt också finländarnas investeringsmöjligheter. Den nationella lagstiftningen ska stödja denna utveckling på så sätt att ändringskostnaderna blir så små som möjligt och den nytta som är möjlig att nå genom ändringen uppnås i ett så tidigt skede som möjligt.

Som motvikt till marknadsattraktion och konkurrenskraft ska lagstiftningen om värdepappersmarknaden också säkerställa ett investerarskydd på tillräckligt hög nivå. Vid beredningen av propositionen har några betydande hål i investerarskyddet inte upptäckts i den gällande lagstiftningen. Många av de ändringar som föreslås i propositionen förbättrar dock investerarskyddet och ökar rättssäkerheten. Särskild uppmärksamhet har fästs vid möjligheten att öka småinvesterarnas deltagande på obligationsmarknaden.

Ombudens verksamhet ska ses som del av obligationsmarknaden som helhet, tills vidare förhållandevis småskalig, men som en institution med stor tillväxtpotential och med syfte att effektivisera marknaden. För att stärka ombudsverksamheten och i ett vidare begrepp konkurrenskraften på obligationsmarknaden har strävan varit att ta in tillräckligt heltäckande bestämmelser med avseende på investerarskyddet. Också det faktum att de näringsidkare som utövar ombudsverksamhet i Finland är små jämfört med andra etablerade aktörer på obligationsmarknaden, att ombuden tills vidare har en förhållandevis liten roll på obligationsmarknaden och deras administrativa resurser i regel är knappa samt att branschens förhållandevis ringa marknadsandel på obligationsmarknaden av andelen pengar som samlas in eller förmedlas på finansmarknaden talar för en användarvänlig lagteknik som minimerar kostnaderna för efterlevnaden av bestämmelserna (eng. *compliance cost*).

Syftet är dessutom att den affärsverksamhet som ombuden utövar ska bli en etablerad och reglerad verksamhets- och näringsform på finansmarknaden. Med hjälp av de bestämmelser om investerarskydd som bedöms som tillräckliga och de påföljder som ska säkerställa iakttagandet av dem försöker man göra verksamheten på marknaden så transparent och förutsägbar som möjligt samtidigt som investerarnas befogade förväntningar beaktas. Att definitionen av ombud och andra centrala definitioner i sammanhanget lyfts upp på lagnivå kan anses ge allmänheten en tydligare uppfattning om ombudsverksamheten som en del av den verksamhet som bedrivs på obligationsmarknaden.

3.2 Alternativ för det lagtekniska genomförandet

Det finns inte någon gällande, separat EU-lagstiftning om ombud för obligationsinnehavare och medlemsstaterna har därför stor rörelsefrihet när det gäller att utveckla den nationella lagstiftningen inom de gränser som gällande rättsakter om finansmarknaden sätter.

I propositionen har man bland de tillgängliga alternativen och med tanke på strukturen och innehållet i bestämmelserna om ombud för obligationsinnehavare valt ut de som bäst främjar en ökning av finansmarknadens konkurrenskraft i Finland och som bäst uppfyller målsättningarna i regeringsprogrammet. Initiativet till att försöka minska den administrativa bördan för ombud för obligationsinnehavare togs av Jyrki Katainens regering vid halvtidsöversynen den 28 februari 2013 genom beslutet att förbinda sig att undvika att öka kostnaderna eller regleringsbördan för industrin under resten av regeringsperioden. Motsvarande skrivningar ingick också i minimiregeringsprogrammet för statsminister Alexander Stubbs regering 2014 och i regeringsprogrammet för statsminister Juha Sipiläs regering 2015.

Med stöd av de resultat som kom fram i bedömningspromemorian och remissrundan som ordnades utifrån den samt i arbetet för den grupp som beredde propositionen anses speciallagen om ombud för obligationsinnehavare som viktig, eftersom en tydlig reglering av verksamhetsfältet för ombud förutsätter behov av att uttryckligen för ombudens del precisera såväl vissa civilrättsliga bestämmelser som att beakta ombudens ställning i den näringspolitiska granskningen.

Man har strävat att beakta dessa synpunkter i speciallagen om ombud för obligationsinnehavare där det centrala utöver att i lagstiftningen tydliggöra utseende av ombud och ombudsavta-

lets bindande verkan samt rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal dessutom är att föreskriva om ombuds informationsskyldighet, återkallande och hävning av ett ombuds representationsrätt samt om byte av ombud och ombudets avgång uttryckligen med tanke på att förbättra investerarskyddet.

Rätten att verka som ombud för obligationsinnehavare knyts i propositionen till registrering hos Finansinspektionen. Undantaget från registreringskyldigheten gäller endast några få situationer när det offentliggörs eller avsikten är att offentliggöra ett sådant prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller när det för obligationslånet har gjorts eller görs en ansökan om att det ska tas upp till handel i Finland på en sådan reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform som avses i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen. Registreringskyldigheten gäller inte Finansinspektionen eller kreditinstitut, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag, förvaltare av alternativa investeringsfonder eller något annat företag för finansiella tjänster som beviljats auktorisation av en motsvarande tillsynsmyndighet i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (nedan *EES-stat*) eller i en stat inom Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (nedan *OECD-stat*) eller något annan part som tillhandahåller finansiella tjänster och som är föremål för en sådan tillsynsmyndighets motsvarande tillsyn när dessa verkar som ombud i Finland. Registreringskyldigheten gäller inte heller sådana näringsidkare som är etablerade i en annan EES-stat eller OECD-stat och som endast tillfälligt är verksam som ombud i Finland, eller sådana näringsidkare som utsetts till ombud i ett obligationslån som emitteras av ett finländskt företag i en annan EES-stat eller ett tredjeländ. I övrigt ska en näringsidkare som önskar bli ombud för obligationsinnehavare uppfylla de villkor för registrering som noggrant definieras i propositionen. Samtidigt skapas ett användbart alternativ för aktörerna i branschen, eller de näringsidkare som överväger marknadsinträde, för att utöva affärsverksamhet som ombud på obligationsmarknaden som aktörer som omfattas av reglering i enlighet med proportionalitetsprincipen

De viktigaste kontaktytorna till övrig nationell lagstiftning är sammanlagt sju i propositionen. I propositionen föreslås att ombud åtminstone ska ha rätt att för obligationsinnehavarnas del eller i deras namn samt för samtliga de obligationsinnehavares räkning som ombudet företräder åtminstone väcka talan mot emittenten eller en tredje man i ärenden som gäller obligationslånet och föra talan i rättegångar om obligationslånet utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna, ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs i enlighet med konkurslagen samt företräda obligationsinnehavarna och föra deras talan och använda alla obligationsinnehavares röstetal vid en emittents konkurs utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna; ansöka om att emittenten ska inleda ett saneringsförfarande i enlighet med lagen om företagssanering, något annat lämpligt inhemskt eller utländskt insolvensförfarande eller ett myndighetsförfarande med motsvarande verkningar; förorda emittentens ansökan om inledande av saneringsförfarande samt företräda obligationsinnehavarna och föra talan samt använda alla obligationsinnehavares röstetal vid de nämnda insolvensförfarandena; förvara säkerheter som har ställts för obligationslånet, realisera dem och annars i rättsligt hänseende förfoga över dem; i ärenden som gäller en ändring av en emittents företagsstruktur och företagsform handla på ett sätt som är bindande för de obligationsinnehavare som ombudet företräder samt ta emot meddelanden för obligationsinnehavarnas del i de fall som avses ovan.

I propositionen föreslås dessutom att bestämmelserna om obligationslån och delar av obligationslån, dvs. obligationer, också som sådana tillämpas på sådan lånebaserad gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering och på andra sådana värdepapper, som i hudsak kan betraktas som skuldinstrument, om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal. Det har inte ansetts behövt att ta in definitioner av obligationslån och obligation i lagen på grund av att innehållet i dem är så allmänt känt, utan saken lämnas förhållandevis öppen så att lagens tillämpningsområde i så stor utsträckning som möjligt täcker olika slag av omsättningsbara och överförbara skuldinstrument. Till denna del hänvisas det i propositionen

till lagen om skuldebrev och värdepappersmarknadslagen. Värdepapper kan med tanke på deras innehåll och de rättigheter de medför skraddarsys på många olika sätt. Alla värdepapper är inte sådana värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen t.ex. på grund av att de med stöd av lag eller en avtalsbestämmelse inte är omsättnings- eller överförbara och på grund av detta inte omfattas av tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen eller lagen om investeringstjänster (747/2012) samt av begreppet obligationslån och obligation i enlighet med denna lag. I propositionen föreslås det att lagens analoga tillämpning på investeringsobjekt som inte är sådana värdepapper som avses i värdepapperslagen ska vara möjlig under förutsättning att det är fråga om finansiella instrument som i huvudsak kan jämföras med skuldinstrument. Detta innebär dock att investeringsobjekt i form av egetkapitalinstrument, t.ex. aktier i aktiebolag, entydigt inte omfattas av lagens tillämpningsområde. Det föreslås att lagen inte heller ska tillämpas på syndikerade eller bilaterala lån med undantag av det som föreskrivs i lagens 5 kap. om användning av en säkerhetsagent i kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet.

3.3 De viktigaste sakkomplexen som bör beaktas i propositionen

3.3.1 Ombudskonstruktionen och ombuds verksamhetsmöjligheter i brytningsskedet

Allmänt

Trots att ombudens roll för närvarande i stor utsträckning är etablerad och innehåller bl.a. dokumentation och säkerställande av att lånets eller värdepapperets villkor fungerar och tolkning av dem i beredningsskedet för ett obligationslån samt en förhållandevis passiv övervakning av att lånevillkoren genomförs under obligationslånets löptid, bedöms det att ombud i framtiden kan utnyttjas också i mycket större utsträckning än i dagsläget. Redan i den gällande marknadspraxisen finns det tecken på en ökning av verksamhetsmöjligheterna för ombud, då ombud av olika orsaker anknyts till nya typer av finansieringsarrangemang som avviker från den gamla verksamhetsmiljön.

Kommunerna, social- och hälsovårdsområdena och företagen som ägs av dem

Det finländska Kommunfinans Abp som ägs av kommunerna och staten beviljar krediter till finländska kommuner och företag som ägs av kommunerna. Kreditstocken inom kommunsektorn i Finland är över 12 miljarder euro. Kommunfinans Abp är kommunernas absolut viktigaste finansiär och Kommunfinans Abp:s andel av kommunernas och samkommunernas nyaste krediter är ca 80 procent. Kommunfinans Abp skaffar de medel som de lånar ut till den kommunala sektorn i huvudsak på den internationella kapitalmarknaden runtom i världen. Den förmånliga prisnivån för bolagets utlåning grundar sig på kreditvärdighetsklassificeringen för bolagets långvariga medelsanskaffning, som är samma som för finska staten, dvs. för kreditvärderingsinstitutet Moody's Aaa och för Standard & Poor AA+. Detta är ett skäl till att det vid kommunernas obligationslån i Finland inte används ombudskonstruktioner trots att kommunernas direkta obligationslån har ökat i antal. I Norge däremot använder alla kommuner, normalt också alla andra emittenter, ombud i sina obligationslån. De självstyrande områden som planeras i enlighet med lagen om ordnande av social- och hälsovård och deras företag är också potentiella emittenter av ombudsbaserade obligationslån. Exempelvis har Åbo stad 2012—2014 i Finland emitterat fyra obligationslån som administreras av ombud (3 x 50 miljoner euro och 20 miljoner euro) där ombudet bl.a. meddelar räntegrunden för den rörliga räntan.

Direkt upplåning (direct lending) och administrativa agenter (facility agent)

En administrativ agent (på svenska används i allmänhet det engelska *facility agent*) utses i allmänhet av kreditgivarna och agerar som företrädare för dem i enlighet med låneavtalet. Den administrativa agentens uppgift är att sköta alla administrativa frågor i anknytning till lånet. En anmärkningsvärd del av de administrativa uppgifterna är att underlätta den fortgående kommunikationen mellan kreditgivare och kredittagare. Som administrativ agent företräder ett ombud inte investerarnas lagliga rättigheter, som ett ombud i ett obligationslån gör, utan rollen för en administrativ agent är till sin karaktär endast mekanisk och administrativ.

Som administrativ agent använder ombudet sig av alla de rättigheter och bemyndiganden samt den prövningsrätt som avtalats i låneavtalet, liksom av alla andra tillfälliga rättigheter och bemyndiganden samt tillfällig prövningsrätt. Typiska uppgifter för en administrativ agent är att

- utan dröjsmål vidarebefordra uppgifter och information till parterna, t.ex. beräkning av räntan och regelbunden rapportering,
- utan dröjsmål informera parterna efter att ett meddelande kommit in,
- utan dröjsmål informera parterna efter att han eller hon fått vetskap om betalningsstörningar,
- kontrollera att de handlingar som han eller hon vidarebefordrar är korrekta, felfria eller fullständiga, om detta definierats i avtalet,
- uppdatera register och kontaktinformation till parterna, och
- åtgärder i samband med frisläppande och verkställighet av säkerheter i enlighet med anvisningar.

Multilaterala banklån (bilaterala banklån, klubblån, syndikatlån)

En syndikerad eller multilateral kredit beviljas av flera finansiärer tillsammans i enlighet med en enda gemensam dokumentation. Med hjälp av en sådan kredit är det möjligt att på enhetliga villkor samtidigt skaffa finansiering från flera finansiärer. Administrationen av kredit, t.ex. uttag, återbetalning och rapportering, sköts av en agent som valts gemensamt av finansiärerna. Vid syndikerade krediter används alltså ombudskonstruktioner av likande karaktär som vid obligationslån, men dock så att ombudet i allmänhet är en av (syndikat)bankerna. Det är också möjligt att ett syndikerat lån och ett obligationslån delar samma säkerhet, och då behövs det ett ombud att förfoga över säkerheterna för varje kreditgivarkollektivs gemensamma räkning. I Norge är det ganska vanligt att kreditgivarna använder sig av ett utomstående ombud bl.a. för administrativa roller också i multilaterala lån.

Investerarsammanslutningars ombudstjänster i form av aktie- och kommanditbolag

Kapitalfonder kan också emittera obligationslån genom att använda sig av ombudskonstruktionen. Fondens enda verksamhetsområde är i allmänhet att äga aktierna i ett eller flera aktiebolag, som bedriver en viss sorts verksamhet, t.ex. skogsskötsel, vindkraft eller fastighetsinvestering. Inköpet av bolagens aktier finansieras genom ett obligationslån. Ombudets roll är i hög grad liknande som i vanliga obligationslån, dvs. ombudet är företrädare för investerarna i samtliga frågor som gäller lånet, lånevillkoren och säkerheten. Som företagsform väljs ofta kommanditbolag. Exempelvis är syftet för Taaleri Abp:s (tidigare Taaleritehdas Abp) kapitalfond Tuulitehdas att direkt eller indirekt investera i vindkraftprojekt i Finland. Den har låtit bygga en ansenlig del av vindkraften i Finland (under de följande åren 100 MW). Kapitalfon-

dens investeringskapacitet är för närvarande 150 miljoner euro och över 200 investerare deltar. Investerarnas intressen övervakas av ett ombud.

Unitranche

Unitranche-kreditgivning innehåller endast en lånerat som kombinerar senior- och juniorlån till ett enda skuldinstrument. Unitranche-kreditgivning har i allmänhet använts för att finansiera skuldfinansierade företagsköp (LBO, eng. *leveraged buyout*). Kredittagaren betalar endast en ränta till en enda kreditgivare och räntenivån ligger i allmänhet någonstans mellan räntan för senior- och juniorlånet. Unitranche-krediten skapades för att förenkla skuldstrukturen och försnabba köpprocessen. I skuldinstrument av denna typ är det möjligt att använda ombuds-konstruktionen. Det arrangemang på 300 miljoner euro med Pausa Capital s.a.r.l. som Euroloan Consumer Finance Oyj offentliggjorde den 26 oktober 2015 har formen av unitranche.

Gräsrotsfinansiering

I Finland är Invesdor Ab ledande i fråga om tjänster inom aktie- och lånebaserad gräsrotsfinansiering. Från och med bolagets grundande hade det vid ingången av 2017 via den tjänst som Invesdor Ab tillhandahåller investerats ca 26,2 miljoner euro i tillväxtföretag. I obligationslån där investeringarna har samlats in genom gräsrotsfinansiering används inte ombuds-konstruktionen. Orsaken till detta är obligationslårens ringa storlek. Exempelvis är minimimålet för ICON Fastighetsfonder Ab:s obligationslån endast 250 000 euro, vilket jämfört med normala emissioner av obligationslån är mycket litet.

Escrow-tjänster

Särskilda spärrkonton, dvs. *escrow*-lösningar, underlättar hanteringen av trasaktionsriskerna, i synnerhet vid fastighets- och företagsarrangemang. Vid många transaktioner finns det behov av att säkerställa att de avtalsenliga åtagandena för köparen och/eller säljaren fullgörs. För detta kan parterna använda sig av en tillförlitlig och oberoende *escrow*-agent, oberoende av att något egentligt ombudsförhållande ofta inte uppstår.

Strukturen för och syftet med *escrow* varierar beroende av transaktionen och kraven. En *escrow*-lösning kan användas t.ex. av säljaren för att säkerställa att en del av ersättningen betalas. Också vid s.k. *earn-out*-situationer kan ett *escrow*-konto användas till vilket en del av kontantersättningen betalas och som sedan frigörs efter en viss tid eller när de avtalade villkoren har uppfyllts. *Escrow*-tjänster fungerar synnerligen väl när en oberoende agent utför dem.

3.3.2 Konsumenten som kund, professionella eller icke-professionella investerare

Sett ur synvinkeln för propositionen är det viktigt att inte bara göra åtskillnad mellan konsument och investerare utan dessutom beakta en indelning i professionella och icke-professionella kunder (investerare). Betydelsen av detta accentueras inom finansmarknadslagstiftningen. Att lagstiftningen görs enhetlig på området och att bl.a. en tydlig begreppsapparat säkerställs är de mål som behövs för lagberedningsarbetet. Det är trots det inte värt att specificera finansmarknadslagstiftningens grundläggande begrepp i varje lag. Behovet av att i speciallagstiftningen avvika från i regel vedertagna begrepp kan behandlas i specifika detaljerade undantag, om det finns grundad anledning till det.

Det finns inte något behov av att ingripa i definitionen av professionell kund enligt 1 kap. 18 § i lagen om investeringstjänster, men de icke-professionella kunderna behöver delas in i flera grupper. Indelningen har påverkats av målen att (a) skydda investerarna, (b) ta hänsyn till att det blir svårare att få bankfinansiering och säkerställa förutsättningarna för företagsfinansie-

ring, (c) främja obligationsmarknaden och (d) förbättra förutsättningarna för investering med utnyttjande av alternativa finansieringskanaler för finansiering på medellång sikt. Indelningen av de icke-professionella investerarna motsvarar därmed regeringens mål för utvecklingen av finansmarknaden.

De icke-professionella kunderna kan karakteriseras närmare också i den övriga finansmarknadslagstiftningen om det uppstår ett sådant behov. För närvarande är detta inte aktuellt. Av målen för indelningen av de icke-professionella kunderna är det endast målet att skydda investerare som har beröringspunkter med t.ex. lagen om investeringstjänster, där professionell kund och icke-professionell kund har definierats, även om det har förts fram att en vidareindelning av de icke-professionella kunderna i den lagen kunde utvidga kretsen av tecknare (investerare) vid aktie- och obligationsemissioner och på så sätt främja den verksamhet långsiktiga privata investerare bedriver.

En internationell jämförelse har visat att man i Storbritannien använder begreppen ”sophisticated investor” och ”high net worth individual”, i Tyskland begreppet ”semi-professionellen Anleger” och i Luxemburg begreppet ”well-informed investors”. Dessa begrepp finns på en skala som befinner sig i gränsområdet mellan professionell kund och konsument och utgår från en indelning baserad på erfarenhet och kunnande. Också i vårt land finns det behov av att i lagstiftningen dela in de icke-professionella kunder som inte är konsumenter. Det här gäller särskilt obligationsmarknaden. Vid en närmare bedömning av de olika aktörerna kan man se betydande skillnader mellan de olika icke-professionella kunderna. Redan vid en jämförelse av olika konsumenter, som i princip förutsätts vara fysiska personer, varierar skalan inom gruppen icke-professionella investerare från de som entydigt uppträder som konsumenter till privata investerare som vad branschkännedom och kunnande beträffar är jämförbara med professionella investerare. Graden av skydd för den svagare parten och vad skyddet omfattar varierar inom finansmarknadslagstiftningen beroende på om föremålet för bestämmelserna är kund, investerare eller konsument. När det gäller obligationsmarknaden sammanhänger skillnaderna framför allt med regleringen om marknadsföring, passandebedömning av kunden och utredningsskyldigheten för arrangörsbanken. Inom tillämpningsområdet för lagen om ombud för obligationsinnehavare finns det inte några praktiska orsaker att strikt avgränsa begreppen icke-professionell och professionell kund.

I den inhemska lagstiftningen har emellertid t.ex. begreppet konsument utvidgats i vissa fall. Enligt 3 § i lagen om försäkringsavtal är lagen tvingande till förmån för försäkringstagaren, om denne är en konsument eller en näringsidkare som kan jämföras med en konsument. Detta slag av skydd genom tvingande reglering omfattar en fysisk eller juridisk person som i sin egenskap av försäkringsgivarens avtalspart kan jämföras med en konsument med beaktande av arten och omfattningen av den näringsverksamhet eller annan verksamhet som utövas samt förhållandena i övrigt. I förarbetena till lagen preciseras bestämmelsen så att bostadsaktiebolagen och de flesta ideella föreningar kan jämföras med en konsument (RP 63/2009 rd, s. 10 och 15). Både rättspraxis i fråga om bestämmelsen och den tolkningspraxis som har tillämpats av den försäkringsnämnd som fungerar i anslutning till Försäkrings- och finansrådgivningen FINE är emellertid liten.

Också riksdagens ekonomiutskott har i sitt betänkande om propositionen om lagstiftning om förvaltare av alternativa investeringsfonder tagit upp frågan om icke-professionella investerare. Utskottet konstaterar att ”Men man måste också beakta att begreppet icke-professionell investerare inte fått någon uttömmande definition i EU-lagstiftningen. Detta ger möjlighet till att i viss mån nationellt själv bestämma gränserna, vilket bör utnyttjas särskilt inom de gränser som investerarskyddet tillåter.” (EkUB 38/2013 rd, s. 4).

Om avsikten är att hos professionella kunder och sådana icke-professionella kunder som inte är konsumenter samla in kapital på obligationsmarknaden, är det viktigt att se till att de icke-professionella investerarna förstår de risker som är förknippade med investeringen och med beaktande av investeringens storlek har tillräckliga förutsättningar att hantera den risk som investeringen innebär. Vid en bedömning av riskhanteringsförmågan ska man beakta kundens erfarenhet av investeringar, kännedom om finansmarknaden och värdet av investeringstillgångarna.

Utgångspunkten är att alla fysiska personer är konsumenter. En central aspekt inom konsumentbegreppet är att den fysiska personen i fråga skaffar en konsumtionsvara huvudsakligen i ett annat syfte än för sin näringsverksamhet. Denna definition kan trots det anses utesluta vissa viktiga aktörer som inte är i behov av den sortens skydd som kan förknippas med skyddet av konsumenter på finansmarknaden. Icke-professionella kunder, dvs. icke-konsumenter, hos vilka kapital samlas in på obligationsmarknaden, förutsätts alltid dessutom både förstå riskerna med investeringarna och kunna hantera dem. I de av kommissionen antagna gemenskapens riktlinjer för statligt stöd för att främja riskkapitalinvesteringar i SMF-företag (2006/C 194/02) definieras s.k. affärsänglar. Med affärsänglar avses välbärgade privatpersoner som investerar direkt i nya och växande onoterade företag och står till tjänst med rådgivning. I regel får affärsänglarna en andel i företaget som ersättning, men de kan också ordna annan långsiktig finansiering. Om affärsänglarna är verksamma var för sig, men någon samordnar deras verksamhet, kan verksamheten betraktas som ett gemensamt projekt (eng. *joint venture*). En affärsängel kan enligt gemenskapsriktlinjerna inte äga mer än 30 procent av aktiekapitalet, och får inte ha mer än 30 procent av rösträtten. Det finländska nätverket för affärsänglar, *Finnish Business Angels Network* (nedan *FiBAN*) bedömer att det finns cirka 300—400 affärsänglar i landet. Via FiBAN har affärsänglarna i någon mån också aktiverat sig på obligationsmarknaden.

Som icke-professionella kunder kan åtminstone betraktas investeringsföretag för familjeförmögenheter, stiftelser och andra allmännyttiga samfund, industribolags investeringsrörelser (eng. *corporate venture*), kommuner samt universitet och högskolor. Dessa aktörer kan allmänt taget anses förstå de risker som är förknippade med investeringen och, givetvis med beaktande av investeringens storlek, ha tillräckliga förutsättningar att hantera den risk som investeringen innebär. Däremot innebär inte det faktum att en icke-professionell kund gör investeringar genom att organisera verksamheten i form av ett investmentbolag eller något annat slag av företag att personen är jämförbar med den typ av aktörer som nämns ovan.

3.3.3 Proportionalitetsprincipen

Det hänvisas till proportionalitetsprincipen på många ställen i propositionen. Man kan granska denna princip ur flera synvinklar, såsom för Finlands vidkommande med avseende på förvaltningsrätten, de grundläggande fri- och rättigheterna, den administrativa bördan och EU:s grundfördrag.

Utövningen av den lagstiftande makten i Finland berörs för det första av proportionalitetsprincipen därför att den är en av de allmänt etablerade principerna för vår förvaltningsrätt. Myndigheternas beslutsfattande och användningen av befogenheter bestäms av proportionalitetsprincipen, och myndigheternas åtgärder ska enligt 6 § i förvaltningslagen (434/2003) vara opartiska och stå i rätt proportion till sitt syfte (ändamålsbundenhet). Enlig proportionalitetsprincipen ska skyldigheterna och begränsningarna i en lag stå i rätt proportion till de mål som eftersträvas i lagen. Detta syfte har man försökt tillgodose genom propositionen. Detsamma gäller Finansinspektionen när den använder normgivningsbemyndiganden som grundar sig på lag.

Den reform av de grundläggande fri- och rättigheterna som föregick den nya grundlagen har ytterligare framhävt och utvidgat proportionalitetsprincipens betydelse. Det är möjligt att begränsa i synnerhet de grundläggande fri- och rättigheterna bara om begränsningarna står i rätt proportion till de eftersträvade målen. Bedömningen av huruvida proportionalitetsprincipen uppfylls innebär att de intressen som de grundläggande fri- och rättigheterna ska garantera vägs mot de intressen som utgör bakgrund till en begränsning av dessa rättigheter.

Enligt artikel 5.4 i fördraget om Europeiska Unionen (FEU) ska enligt proportionalitetsprincipen unionens åtgärder till innehåll och form inte gå utöver vad som är nödvändigt för att nå målen i fördragen. Proportionaliteten innebär därmed närmast ett slags förbud mot överreglering. Genomförandet av proportionalitetsprincipen är därmed kopplad till subsidiaritetsprincipen. I protokoll (nr 2), som gäller genomförandet av dessa principer, har genomförandet kopplats till kommissionens skyldighet till samråd vid lagberedning, en omfattande motiverings-skyldighet som stöder förslagets konsekvensbedömning och garanterandet av de nationella parlamentens ställning i EU:s beslutsfattande.

När bestämmelserna i lagen om ombud för obligationsinnehavare tillämpas sammanhänger proportionalitetsprincipen närmast med hur man beaktar finansieringsförmedlarens storlek och juridiska och administrativa struktur samt verksamhetens art och omfattning och riskbenägenhet.

I lagen om ombud för obligationsinnehavare har man strävan varit att beakta de utmaningar som obligationsmarknaden och i synnerhet ombuden ställs inför och i mån av möjlighet begränsa den administrativa börda och de andra negativa konsekvenser finansmarknadslagstiftningen ger upphov till för den ombudsverksamhet de inhemska, i regel mycket små näringsidkarna bedriver. I lagen om ombud för obligationsinnehavare har proportionalitetsprincipen har beaktats som en övergripande princip för regleringen som helhet. Proportionalitetsprincipen är knuten till myndigheternas utövning av sin prövningsrätt och det är med avseende på propositionens mål berättigat att tillämpa den i stor utsträckning.

Också riksdagens ekonomiutskott har i sitt betänkande om propositionen med förslag till lagstiftning om förvaltare av alternativa investeringsfonder understrukt proportionalitetsprincipens betydelse, i synnerhet när det gäller att minska den administrativa bördan och undvika överreglering ”*Det är inte meningen att den nya bestämmelserna också ska gälla sådan verksamhet av mindre omfattning som inte kan förutses medföra en betydande systemrisk, och därför har regeringen i enlighet med proportionalitetsprincipen haft som strävan att begränsa räckvidden. Ekonomiutskottet anser att utgångspunkterna i förslaget är motiverade. Regeringen har använt sig av de möjligheter till nationell anpassning som direktivet tillåter (t.ex. en administrativt förenklad registreringsmodell, rätten att marknadsföra alternativa investeringsfonder till icke-professionella kunder och självreglering) för att minimera byråkratin kring de nya bestämmelserna och garantera rimliga konkurrensförutsättningar för marknadsaktörer av olika storlek. Detta är särskilt viktigt i Finland, eftersom vår investeringsmarknad är ytterst koncentrerad och marknadskonkurrensen minimal.*” (EkUB 38/2013 rd, s. 4).

Regeringen utvärderade vid sin halvtidsöversyn den 28 februari 2013 hur regeringsprogrammet hade genomförts till dess och bedömde det ekonomiska läget i Finland. Regeringen förband sig att i sina beslut under resten av valperioden undvika att öka industrins kostnader och regleringsbördan. Den nuvarande regleringsbördan ska också ses över. Dessa riktlinjer har sitt ursprung i oron över den minskade ekonomiska tillväxten, den försämrade tillgången till företagsfinansiering och den minskade företagsamheten. Motsvarande skrivningar ingick också i minimiregeringsprogrammet för statsminister Alexander Stubbs regering 2014 och i regeringsprogrammet för statsminister Juha Sipiläs regering 2015. Att proportionalitetsprincipen lyfts fram stöder också regeringens politiska mål. Enligt den lojalitetsideologi som tillämpas

inom förvaltningsrätten bör regeringsprogrammet och riktlinjerna i regeringens principbeslut beaktas också i lagberedningen.

3.3.4 Avreglering

Avreglering är ett av spetsprojekten för statsminister Juha Sipiläs regering och ett i regeringsprogrammet använt politiskt slagord med stöd av vilket man kan slopa lagstiftning, göra den mer flexibel eller förtydliga den. Det är fråga om bättre lagstiftning. Avregleringen ingår i den normala lagberedningen då lagstiftningen hela tiden uppdateras bl.a. för att slopa onödig administrativ börda och göra nya affärsverksamhetsmodeller möjliga. Detsamma gäller bestämmelser på lägre nivå än lag. Också Europeiska kommissionens flaggskeppsprojekt om EU:s kapitalmarknadsunion är förknippat med avreglering, eftersom syftet med projektet är att före utgången av 2019 identifiera sådan onödig och överlappande EU-lagstiftning som fungerar dåligt och orsakar administrativ börda. Under den senaste tiden har framskridandet av EU:s kapitalmarknadsunion dock stannat upp närmast till följd av brexit.

Regleringen av finansmarknaden har blivit mer detaljerad och utvidgats i en anmärkningsvärd omfattning till följd av det omfattande regelverk som följde på den internationella finanskrisen 2008. Av regleringen är den största delen i praktiken nationellt genomförande av EU-lagstiftning.

Många propositioner innehåller förslag till avreglering och genom dessa strävar man efter att utveckla obligationsmarknaden och förbättra deras verksamhetsförutsättningar. Nationella avregleringsprojekt är dessutom (i) total översyn av lagen om placeringsfonder, där man i möjligaste mån strävar efter att minska den rent nationella regleringen om det inte finns ett uppenbart behov av den (en bedömningspromemoria i projektet offentliggjordes den 2 november 2016), och (ii) lagen om gräsrotsfinansiering, där det finns flera bestämmelser om sådana lindringar av annan finansmarknadslagstiftning som hänför sig till ett ställningstagande av Finansinspektionen som ansågs strikt. Avsikten är att genom den senare nämnda översynen uttryckligen minska den administrativa bördan och kostnaderna i branschen och för aktörerna. Båda avregleringsprojekten anknyter till obligationsmarknaden.

Finansinspektionen iakttar den numera etablerade praxisen att när EU-lagstiftningen ändras ska det bedömas om den föreskrift som Finansinspektionen meddelat tidigare längre behövs. Föreskrifter slopas ofta och i stället för dem ges anvisningar på Finansinspektionens webbplats (t.ex. *O&A*, dvs. frågor och svar, som kan utökas med exempel som utarbetats utifrån frågor som kommit in per e-post). Av regleringen och anvisningarna från de europeiska tillsynsmyndigheterna följer däremot att de nationella bestämmelserna, anvisningarna och ställningstagandena ofta blir onödiga. I sådana fall sker det i verkligheten ändå ingen avreglering, eftersom det slopade föreskrifterna och anvisningarna ersätts med lagstiftning meddelad av de europeiska tillsynsmyndigheterna, som ofta är mer detaljerad än den nationella lagstiftning som ska upphävas.

3.4 De viktigaste förslagen i enskilda lagar

3.4.1 Allmänt

I propositionen föreslås det att det stiftas en lag om ombud för obligationsinnehavare, som gäller näringsidkare som är ombud för obligationsinnehavare. Förebilden för lagens struktur

och tekniska utformning är lagen om gräsrotsfinansiering, lagen om registrering av vissa kreditgivare och kreditförmedlare (853/2016) och lagen om försäkringsförmedling (570/2005). En ny speciallag, baserad på det befintliga ramverket är motiverad med beaktande av behovet att korrigera de otydligheter i lagstiftningen som gäller ombudets handlingsbehörighet och verksamhetsförutsättningar samt med tanke på ombudsförhållandets kontinuitet. Det har också konstaterats rättsliga osäkerhetsfaktorer i ombuds verksamhet i förhållande till tredje man ut- anför ombudsförhållandet, i synnerhet i fråga om åtgärder som vidtagits i ombudsförhållandet sedda ur synvinkeln för giltigheten gentemot utomstående. Otydligheterna i lagstiftningen har konstaterats medföra osäkerhet för marknadsdeltagarna och därmed störa utvecklingen av den inhemska obligationsmarknaden.

I och med att ombudsverksamheten i framtiden eventuellt blir mer komplex och mångformig och när det gäller sådana finansieringsarrangemang, som i huvudsak kan betraktas som skuld- instrument, som anknyter till flera eventuellt redan befintliga ramverk samt aktörernas och branschens ringa storlek i förhållande till andra parter på finansmarknaden som omfattas av lagstiftning och tillsyn, krävs det att ett ramverk i enlighet med proportionalitetsprincipen skapas som möjliggör tydliga verksamhetsförutsättningar för etablering av ombudsverksam- heten i Finland och att tillräckliga mekanismer för investerarskyddet skapas i synnerhet för icke-professionella investerare.

Ett viktigt förslag i lagen är skyldigheten för ombud för obligationsinnehavare att registrera sig hos Finansinspektionen. Propositionen innehåller därmed inte något förslag om tillstånds- skyldighet, ett förfarande som måste anses vara alltför tungrovt för syftet att uppnå ett tillräck- ligt investerarskydd, med tanke på både branschens omfattning och de befintliga serviceplatt- formarnas storlek. Regleringen är också i andra avseenden lättare till sin struktur än övrig re- glering som gäller finansmarknaden, dels på de grunder som redovisas ovan, dels eftersom målet är att göra den inhemska finansmarknaden mångsidigare genom att erbjuda dem som tillhandahåller de nya delvis alternativa men i huvudsak kompletterande investeringsformerna, t.ex. obligationsmarknaden, hållbara och förutsägbara verksamhets- och tillväxtförutsättningar med beaktande av proportionalitetsprincipen.

3.4.2 Lagen om ombud för obligationsinnehavare

Lagen är indelad i åtta kapitel som gäller allmänna bestämmelser, utseende av ombud för ob- ligationsinnehavare samt ombudets oberoende, ombudets verksamhet och ombudsavtalets bindande verkan, obligationsinnehavares verksamhet, säkerheter och behandling av tillgångar, anlitan- de av säkerhetsagenter vid kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet, rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare, tillsyn och påföljder samt särskilda bestämmel- ser. Till de allmänna bestämmelserna i 1 kap. hör tillämpningsområde, definitioner samt be- stämmelsernas dispositiva och tvingande karaktär. Endast några få av lagens bestämmelser är tvingande. Lagen tillämpas på ombud för obligationsinnehavare och på säkerhetsagenter vid andra kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet än obligationslån, om inte något an- nat har avtalats. Definitionerna har direkt anknytning till ombudets verksamhet.

I 2 kap. föreskrivs om utseende av ombud och av en säkerhetsagent som agerar som ombud i samband med emissionen av ett obligationslån eller senare under obligationslånet löptid. I kapitlet föreskrivs också om ombuds oberoende, ombuds skyldighet att iaktta god värdepap- persmarknadssed, ombudsavtalets bindande verkan gentemot obligationsinnehavare och se- nare förvärvare samt mot obligationsinnehavarnas borgenärer, om ombuds verksamhet samt ombuds informationsskyldighet.

I 3 kap. föreskrivs i allmänna ordalag om obligationsinnehavares verksamhet och i synnerhet om verksamhetsförbudet, enligt vilket obligationsinnehavare inte självständigt kan utöva de

befogenheter som ombudet fått med stöd av ombudsavtalet eller de rättigheter som ombudet har med stöd av denna lag eller andra rättigheter som genom ombudsavtalet överförts till ombudet och som annars tillkommer obligationsinnehavarna samt om obligationsinnehavarnas beslutsförfarande. I 4 kap. föreskrivs om ställande av säkerhet för ett obligationslån för ombudet, dess rättsverkningar i förhållande till tredje man samt behandlingen av de kundmedel som ombudet innehar. I 5 kap. föreskrivs om bindande verkan och oåterkalleligheten i fråga om säkerhetsagenters rättigheter i egenskap av säkerhetsinnehavare vid användningen av säkerhetsagenter i andra kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet än obligationslån.

Kapitel 6 gäller näringsidkares rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare, den skyldighet att registrera sig hos Finansinspektionen som anknyter till detta, undantag från den principiella registreringsskyldigheten samt förutsättningarna för registrering och avregistrering. Kapitel 7 gäller tillsyn, tillhandahållande av information och påföljder, t.ex. straffrättsliga påföljder och skadeståndsskyldighet. I kapitel 8 finns bestämmelser om överklagande och ikraftträdande samt övergångsbestämmelser. Regleringen motsvarar både till sitt innehåll och till sin form i hög grad den övriga finansmarknadslagstiftningen.

Arbetsgruppen föreslår att den nya lagstiftningen ska sättas i kraft så snabbt som möjligt och senast i september 2017.

3.4.3 Andra lagar som berörs av propositionen

I propositionen föreslås att två andra lagar ska ändras, nämligen lagen om Finansinspektionen (878/2008) och lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift (879/2008). Ändringsförslagen sammanhänger i huvudsak med de tekniska och delvis innehållsliga ändringar av den gällande lagstiftningen som lagen om ombud för obligationsinnehavare ger upphov till.

Dessutom föreslås ett flertal preciseringar av den gällande lagstiftningen om finansieringsmarknaden. För att bredda investerarbasen på obligationsmarknaden föreslås det ändringar i lagen om investeringstjänster. Därmed beaktas också ställningen för små stiftelser som investerare i enlighet med presumptionsbestämmelserna i den nya stiftelselagen på ett bättre sätt. I samband med detta preciseras de villkor för tillfälligt tillhandahållande av investeringstjänster som ställs i lagen. Till den internationella kapitalanskaffning som sker genom finländska företags emittering av obligationslån hänför sig ett behov av att klarlägga rätten för utländska tjänsteleverantörer att tillhandahålla investeringstjänster utan att grunda en filial. Den uttryckliga bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed stärker de syften som tills vidare nämnts i motiveringarna till värdepappersmarknadslagen och därför föreslås det att bestämmelsen fogas inte bara till lagen om investeringstjänster utan också till lagen om handel med finansiella instrument. Det föreslås att lagen om gräsrotsfinansiering och försäkringsbolagslagen preciseras.

Flera förslag har samband med en utvidgning av rätten för ombud för obligationsinnehavare att bedriva verksamhet. Det föreslås att det i lagen om handel med finansiella instrument fastställs de rättigheter som ombudet har i situationer när handeln avslutas och ett värdepapper avnoteras från börslistan eller från en multilateral handelsplattform. I lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet är det skäl att förstärka de rättigheter som ombud för obligationsinnehavare har i fråga om emissionskonton och förvaltarregistrering och i lagen om värdeandelsskonton på motsvarande sätt ombudets rättigheter i fråga om det betalningsskydd som ges emittenter och ombud.

4 PROPOSITIONENS KONSEKVENSER

4.1 Ekonomiska konsekvenser

4.1.1 Konsekvenserna för samhällsekonomin och en totalekonomisk utredning av konsekvenserna

Det sammanlagda nominella värdet för långa obligationslån emitterade av inhemska aktörer var 218 miljarder euro vid utgången av november 2016. Det nominella värdet för obligationslån emitterade i Finland var vid utgången av året 100 miljarder euro. Som jämförelse kan nämnas att marknadsvärdet för Helsingforsbörsen var 209 miljarder euro vid utgången av 2016. I november 2016 uppgick företagens obligationslånestock till 26 miljarder euro och företagscertifikaten till 4 miljarder euro.

I Finland har redan flera bolag använt ombudsmodellen i sina obligationslån, så syftet med den föreslagna lagstiftningen är inte att omskapa marknaden, utan att skapa bättre och mer enhetliga ramar för regleringen, framför allt i enlighet med proportionalitetsprincipen, i fråga om användningen av ombudsmodellen för obligationsinnehavare. Den föreslagna lagstiftningen förutsätts skapa stabilitet, förbättra investerarskyddet och öka rättssäkerheten för verksamheten för ombud för obligationsinnehavare och därmed också stabilitet för obligationsmarknaden i allmänhet, med avseende på såväl marknadsdeltagare som myndigheter. Meningen är att lagstiftningen ska förbättra villkoren för obligationsmarknaden, vilket indirekt bedöms skapa en mer stabil och hållbar ekonomisk tillväxt som kan mätas med hjälp av makroekonomiska modeller. Negativa konsekvenser är de potentiellt ökade kostnaderna för administration och tillsyn som ensidigt drabbar branschen och de aktörer som omfattas av tillsynen. Nuläget, när det har framkommit rättsliga osäkerhetsfaktorer som till vissa delar skadar rättssäkerheten, är dock problematiskt med tanke på marknadsdeltagarna och förutsebarheten för lagstiftningen. Därmed minskar den föreslagna regleringen allmänt taget såväl branschens som myndigheternas kostnader och främjar obligationsmarknadens funktion när bestämmelserna för branschen blir tydligare och ingår i lag.

Det finns inte någon EU-lagstiftning om ombud för obligationsinnehavare, utan de olika EU-staterna har löst problemen i anslutning till sakkomplexet på olika sätt. Propositionen är uttryckligen en nationell lagstiftningslösning med syfte att effektivisera verksamheten på den inhemska obligationsmarknaden och öka obligationsmarknadens attraktion och aktivitet. Europeiska kommissionen har därmed inte heller tills vidare gjort några konsekvensbedömningar eller lagt fram något lagstiftningsinitiativ i fråga om ombud för obligationsinnehavare. Inte heller i samband med Esmas eller Europeiska bankmyndighetens (eng. *The European Banking Authority*, nedan *EBA*) utlåtanden och råd har det framlagts några kostnads- och nyttokalkyler eller någon bedömning av de sammantagna konsekvenserna av olika alternativ till reglering i fråga om ombud för obligationsinnehavare. Propositionen har därmed utarbetats utan stöd av några heltäckande konsekvensbedömningar, kostnadseffektsanalyser och exakta uppgifter på Europainivå om i vilken mån lagstiftningsåtgärderna kommer att inverka på marknaden. Detta innebär utmaningar för bedömningen av lagstiftningens konsekvenser också på det nationella planet. Vilka konsekvenserna blir på en relativt snäv, koncentrerad och specialiserad finansmarknad som den vi har i Finland är också mycket svårt att bedöma. Detta har man försökt kompensera genom en heltäckande internationell rättsjämförande analys där användningen av ombud och ombudets anglosaxiska motsvarighet *trustee*, regleringen och konsekvenserna har bedömts i fråga om sju EU- och EES-stater samt Förenta staterna.

Propositionen får sannolikt en del ekonomiska konsekvenser av olika slag som det delvis är ytterst svårt att förutse. De svårigheter som regleringen eventuellt orsakar är i stor utsträckning beroende av marknadsparternas egna avgöranden. Propositionen antas förbättra den inhemska

obligationsmarknadens funktion och öka dess dragningskraft i synnerhet på utländska investerare i och med att den erbjuder aktörerna i branschen tydliga rättsliga ramar för verksamheten. Syftet med propositionen är också att i enlighet med proportionalitetsprincipen tillhandahålla en administrativt sett lätt och kostnadseffektiv verksamhetsmodell, som man hoppas att lockar också nya näringsidkare med intresse för ombudsverksamhet till marknaden. Genom lagstiftningen om ombudsverksamhet är strävan också att bättre än i dagsläget koppla den till den etablerade och reglerade finansmarknaden, vilket ökar ombudsverksamhetens tillförlitlighet. Det är också möjligt att obligationsinnehavarna överför sina rättigheter som konkursborgenärer till ett ombud som företräder dem. En sådan uttrycklig överföring av rättigheterna som borgenär ger ombudet grund för att bl.a. i eget namn ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs i ärenden som omfattas av ombudets befogenhet liksom rätten att bevaka fordringarna för de aktörer som ombudet företräder i gäldenärens konkurs. På samma sätt som när det gäller grundande av ombudets talerätt har det för att trygga de nämnda rättigheterna att agera för ombudet varit kutym att i obligationslånets villkor använda sig av överföring för indrivning, dvs. prokuraindossament, som det föreskrivs om i växellagen, checklagen och i lagen om indrivning av fordringar. Villkoren för befintliga obligationslån anses i denna fråga vara bindande, men när det föreskrivs om saken på lagnivå är det inte längre vare sig nödvändigt eller behövt att i framtida obligationslån använda sig av den i nordiska sammanhang exceptionella konstruktionen med prokuraindossament.

De mest betydande ekonomiska konsekvenserna för den föreslagna lagstiftningen gäller parterna i ombudsmodellen och personer som investerar i obligationer. Indirekta konsekvenser kan gälla företagsfinansieringen i allmänhet, om ombudsmodellen sporrar företagen till att öka användningen av obligationslån i sin finansiering i stället för t.ex. banklån. Bankernas långivning kan därmed mer än tidigare fokusera på de SMF-företag som behöver banklån, när större och tillväxtorienterade företag ökar sin finansieringsanskaffning på kapitalmarknaden.

4.1.2 Konsekvenser för företagen

Emittenter

De finländska företagens obligationslånestock är ca 30 miljarder euro. Av de finländska företagen har ca 70—80 procent emitterat obligationslån. Av dem kan endast ett par klassificeras som obligationslån emitterade av SMF-företag. I medeltal är dessa obligationslån av storleksklassen fem miljoner euro. Emittenter av obligationslån som utnyttjar ombud behöver endast kontakta ombudet när ombudet företräder obligationsinnehavarna, i stället för att vara tvungen att kontakta varje enskild obligationsinnehavare för sig. Redan i dagsläget är ombud verksam på den inhemska obligationsmarknaden men när lagstiftningen preciseras och tydligare rättsliga ramar skapas för ombudsverksamheten kan man anta att emittenterna av obligationslån i växande utsträckning vågar använda sig av ombud i framtiden.

Dessutom är förhoppningen att den föreslagna lagstiftningen också ska uppmuntra SMF-företag till att emittera obligationslån. Inom företagssektorn i Finland emitterar i dagsläget endast stora och internationella bolag obligationslån. Exempelvis i Sverige finansierar också SMF-företag sin verksamhet med obligationslån och detta har medfört att antalet emittenter inom den svenska företagssektorn har varit femfaldig jämfört med Finland. På motsvarande sätt har obligationslånets kalkylerade genomsnittliga storlek varit ca hälften så stor som i Finland. Med andra ord emitteras det fler obligationslån inom företagssektorn i Sverige men de är mindre till sin storlek än obligationslånen i Finland. Av de emitterade obligationslånen i Finland är beloppet för klart under en tiondedel under tio miljoner euro. Med hjälp av ombudsmodellen försöker man uppmuntra också mindre företag att emittera obligationslån i avsikt att också på allmän nivå förbättra tillgången till finansiering inom företagssektorn.

Utöver företagen emitterar också många offentliga aktörer, såsom staten, kommuner och i framtiden eventuellt också social- och hälsovårdsområdena obligationer. I och med att Kommunfinans Abp är part i många kommuners emissioner av obligationslån kan man konstatera att det inte är lika enkelt att ta ombudsmodellen i användning som inom företagssektorn. Det är dock mycket möjligt att ombudsmodellen också kommer att förekomma i den offentliga sektorns obligationslån.

Investerare

I allmänhet investerar institutionella investerare i obligationslån. Det finns inte någon exakt uppskattning av de investerade aktörerna, men t.ex. enligt den undersökning av Keloharju och Lehtinen² som publicerades 2015 och som baserar sig på Euroclear Finland:s uppgifter investerade ca 25 000 investerare i obligationslån i värdeandelsform som emitterats i Finland, av dessa var ca 1 600 institutionella investerare. Det finns inga uppgifter om hur många som har investerat i obligationslån i pappersform, men i sådana investerar nästan uteslutande institutionella investerare. Trots att antalet institutionella investerare förefaller litet, är deras betydelse på obligationsmarknaden mycket större än de enskilda investerarnas. När den föreslagna ombudsmodellen används underlättas kostnaderna för obligationsinnehavare och andra investerare. Investerarnas administrativa börda underlättas när ombudsmodellen används och ombudet sköter om t.ex. indrivningen av fordringar, realisering av säkerheter, rättegångar med emittenten som motpart och emittentens insolvensförfaranden. Dessutom effektiviserar användningen av ombud kontakten mellan emittenten och obligationsinnehavarna samt förnsnabbbar fattandet av viktiga beslut i emittentens eventuella problemsituationer. Genom att använda ombudsmodellen får investerarna också stordriftsfördelar i och med att ombudet övervakar obligationslånet och emittentens verksamhet i stället för de enskilda investerarna. Då tillgodoses också passiva, dvs. oftast icke-professionella investerares, rättigheter bättre än i dagsläget varför investerarskyddet dessutom på grund av det föreslagna i allmänhet är bättre i de obligationslån där ombud används.

De institutionella investerarnas målsättning vid investeringar i obligationer kan grupperas på följande sätt. För det första strävar man med hjälp av tryggare obligationslån normalt efter att säkerställa att det investerade kapitalet består och då görs valen så att risker undviks. Investerare förväntar sig att få det kapital de investerat tillbaka på förfallodagen, men den förväntade avkastningen från ett obligationslån har på motsvarande sätt redan inledningsvis hållits på en relativt låg nivå (nivån för den överenskomna räntan). Därför har också en enda större nedskrivning avsevärd effekt på huruvida kapitalet består i obligationsportföljen. Det är fråga om en anmärkningsvärd skillnad jämfört med aktieinvestering, där den högre emotsedda avkastningen baserar sig på högre risktagning. Aktierisk betyder att aktieinvesterarens ställning vid händelse av att det aktuella bolaget blir insolvent är svagare än för obligationsinvesterar. Aktieinvesterar eftersträvar inte primärt att kapitalet ska bestå, utan högre avkastning. Vid aktieinvestering förväntas i vilket fall som helst att en del av målbolagen blir insolventa, om också förväntningen är att värdet på en del av dem på motsvarande sätt mångdubblas. Vid aktieinvestering är avkastningen inte begränsad till ett överenskommet räntebelopp, utan avkastningsmöjligheten är i princip obegränsad.

För det andra så eftersträvar obligationsinvesterar på obligationsmarknaden i allmänhet risktyper som kan prissättas, i allmänhet närmast ränterisk och kreditrisk. Risktyper som kan pris-

² Keloharju och Lehtinen, 2015. *Shareownership in Finland 2015*. Finns på adressen http://finance.aalto.fi/en/midcom-serveattachmentguid-1e514c15992929c14c111e5b527198c6e877c107c10/shareownership_2015.pdf

sättas har en förväntad avkastning motsvarande risknivån. En rättslig risk kan däremot inte så lätt prissättas på motsvarande sätt och är därmed en icke önskvärd risktyp för en vanlig institutionell investerare. Det är typiskt att investerarna drar sig tillbaka på marknaden i ett randområde som Finland om det är osäkert på den globala marknaden. Det är värt att notera att en stor del av de finländska börsbolagen inte har något internationellt kreditbetyg (eng. *credit rating*), och investerarna definierar dem då som högriskinvesteringar (eng. *high yield*) i enlighet med det lägsta kreditbetyget. När man förhåller sig skeptiskt till risker som är svåra att prissätta (t.ex. rättsliga risker) förutsätter en emission att man erbjuder en anmärkningsvärd extra avkastning för att locka investerare (med andra ord måste en finländsk emittent betala högre ränta för den skuld som upptas genom ett obligationslån). På grund av den rättsliga risken kan en finländsk emittent dessutom helt falla utanför det investeringsuniversum som en vanlig institutionell investerare accepterar. När antalet eventuella investerare minskar blir t.ex. sådana specialiserade hedgefonder (eng. *hedge funds*) kvar som har vilja att ta den rättsliga risken.

Några av de finländska bolagens *high yield*-emissioner av obligationslån har blivit ogenomförda, i huvudsak på grund av att det har förekommit osäkerhet och till och med rädsla i fråga om emittentens återbetalningsförmåga. När alternativet är att investera i en västerländsk *high yield*-regim (t.ex. New York) eller i en finländsk *high yield*-regim, väljer också de inhemska institutionella investerarna oftare den etablerade västerländska regimen och i allt större utsträckning utländska emittenter. De internationella institutionella investerarna är ännu försiktigare och investerar i huvudsak i marknader och konventioner som de känner. Också emittenterna rör sig hellre i sammanhang där investerarna upplever att deras ställning är tydlig, eftersom detta inverkar på prissättningen. De som investerar i obligationer avskyr rättslig osäkerhet och ännu mer rättsliga överraskningar. Om ett saneringsförfarande inleds för ett finländskt företag som har emitterat ett obligationslån utomlands har emissionsplatsen dock ingen betydelse, utan bestämmelserna om företagssanering i lagen om företagssanering tillämpas på företaget.

Ombudsaktörer

I Finland finns för tillfället två ombud för obligationslån, men det är önskvärt att utbudet av näringsidkare som tillhandahåller ombudsverksamhet, och därmed antalet ombud, ökar i och med ikraftträdandet av den föreslagna lagstiftningen.

Den tillsynsavgift på 3 000 euro som föreslås i propositionen motsvarar till sin storlek en liten del av det årliga arvode som ett ombud för obligationsinnehavare tar ut för skötseln av ett enskilt obligationslån. Så länge som antalet emissioner av obligationslån där ombud utnyttjas på den finländska obligationsmarknaden är på motsvarande nivå som för närvarande blir antalet nya uppdrag förhållandevis litet när de delas mellan flera ombud. Tillsynsavgiften kommer att höja tröskeln för nya aktörers marknadsinträde eftersom det kräver att bygga upp en uppdragsportfölj och i och med en växande sådan kunna fördela tillsynsavgiften på flera uppdrag. Det kan också bli mer vanligt i framtiden att använda ombud när ny finansteknologi gör framsteg på marknaden och gör det möjligt att emittera nya sådana värdepapper, som i huvudsak kan betraktas som skuldinstrument, med mindre kostnadsstruktur än i dagsläget och direkt till en stor grupp icke-professionella investerare.

4.1.3 Konsekvenser för hushållen

Propositionen har inga betydande konsekvenser för hushållens ställning. Eventuella konsekvenser för hushållen kan uppstå när de investerar i obligationer. Enligt den undersökning av Keloharju och Lehtinen som offentliggjordes 2015 har ca 23 000 privata investerare investerat direkt i obligationslån i värdeandelsform. Detta betyder att 0,4 procent av finländarna har di-

rekta investeringar i obligationer. En privat investerare hade vid ingången av 2015 i genomsnitt 2015 investerat 38 000 i obligationslån och medianvärdet för investeringstillgångarna var 15 000 euro. Privata investerares tillgångar i obligationslån i värdeandelsform uppgick vid ingången av 2015 sammanlagt till 887 miljoner euro. Då de nominella värdena för obligationslån i allmänhet uppgår till miljontals euro har en privat investerare med en investering i tusentals euro inte haft någon beslutsrätt i fråga om obligationslånet, och ombudsmodellen bedöms i varje fall inte försämra ställningen för enskilda investerare utan eventuellt förbättra den i och med den gemensamma aktör som företräder investerarna i ett obligationslån.

De föreslagna bestämmelserna kan ha indirekta konsekvenser för hushållen med tanke på deras indirekta investeringar i obligationslån. I allmänhet investerar hushållen indirekt i obligationslån, t.ex. via placeringsfonder, och då kan den lagstiftning som gäller obligationsmarknaden via placeringsfonderna ha indirekta konsekvenser för hushållen.

Propositionen har ingen inverkan på beskattningen. Den skattemässiga behandlingen av den lånebaserade gräsrotsfinansiering som avses i 1 § 3 mom. i lagförslag 1 är dock inte etablerad. Enligt centralskattenämndens förhandsavgörande med rösterna 4-3 från den 18 januari 2017 betraktades de skuldebrev som en privatperson investerat i via en tjänst som tillhandahåller person-till-person-lån som sådana värdepapper som avses i 50 § i inkomstskattelagen. Sökanden fick därmed rätt att dra av eventuella överlåtelseförluster i anledning av överlåtelse av skuldebreven. Varken investeringens storlek, borgenärernas rättsliga form eller huruvida sökanden själv eller ett av denne befullmäktigat bolag som tillhandahåller investeringstjänster gjorde investeringen hade någon betydelse i fråga om avdragsgillheten för förlusten eller minskningen. Förhandsavgörandet har inte vunnit laga kraft, men det är i kraft tillsvidare 2016—2018 och är därmed riktgivande också i fråga om den lånebaserade gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering, trots att förhandsavgörandet inte gällde sådan verksamhet.

4.1.4 Konsekvenser för de offentliga finanserna

De föreslagna bestämmelserna har inga konsekvenser med tanke på statsbudgeten.

4.2 Konsekvenserna för myndigheterna

Propositionen får inga betydande direkta organisatoriska eller personella konsekvenser för andra myndigheter än Finansinspektionen. En exakt uppskattning av antalet årsverken kan trots det inte göras eftersom den är beroende av Finansinspektionens interna arrangemang. Propositionen ökar i någon mån Finansinspektionens uppgifter. Kostnaderna för skötseln av uppgifterna bedöms med beaktande av nuläget vara rimliga, men det kan finnas behov av att på nytt granska situationen inom loppet av några år efter att den föreslagna lagen trätt i kraft. Skötseln av uppgifterna anses i nuläget inte kräva tilläggsresurser. Avsikten är att de i någon mån ökade verksamhetskostnaderna för Finansinspektionen delvis ska täckas med den tillsynsavgift som årligen tas ut av de ombud som registrerar sig.

4.3 Samhälleliga konsekvenser

En möjligt positiv konsekvens till följd av den ökade regleringen kan anses vara förändring av förfarandena på marknaden och till följd av detta kan den finländska obligationsmarknaden bli mer mångsidig och växa. Förståelsen och kunskapen i fråga om både ombudsmodellen och om obligationsmarknaden kan öka. Då obligationsmarknaden blir mer mångsidig kan företagssektorns tillgång till finansiering förbättras, vilket stöder företagssektorns tillväxt och uppkomsten av arbetsplatser.

Propositionen kan också anses ha organisatoriska och personalmässiga konsekvenser för företag på finansmarknaden. De föreslagna bestämmelserna överför för sin del uppgifter från emittenter och investerare till ombud för obligationsinnehavare. Därmed kan den föreslagna lagstiftningen om ombud för obligationsinnehavare anses ha konsekvenser för uppkomsten och överföringen av arbetsplatser inom branschen. Främjandet av ombudsverksamheten kan dessutom främja verksamheten på obligationsmarknaden, vilket kan leda till investeringar som indirekt kan ha positiva konsekvenser för den inhemska sysselsättningen. Propositionens direkta konsekvenser för sysselsättningen syns närmast i investeringsrelaterade rådgivnings- och förmedlingsuppgifter som sysselsätter vissa experter, men de utgör endast en bråkdel av utvecklingsföretagens hela arbetsstyrka.

De aktörer som är verksamma som ombud kommer att ha en större kännedom om obligationsmarknaden, dess lagstiftning och praxis än vad den genomsnittliga emittenten eller investeraren har. Då obligationsinnehavarna företräds av ett ombud tillgodoses därmed rättigheterna också för passiva eller icke-professionella investerare bättre än i dagsläget. Propositionen kan också öka viljan att använda ombud i situationer där en emittent överväger att emittera sitt första obligationslån och därmed skapa mer aktivitet på obligationsmarknaden och på motsvarande sätt mod och säkerhet för de SMF-företag som överväger att emittera ett obligationslån. Introduktionen av ombudsmodellen på obligationsmarknaden kan därmed anses vara effektiviserande för marknaden. I och med att den detaljerade kunskapen om obligationsmarknaden koncentreras till ombud kan man nå stordriftsvinster på marknaden när verksamheten och resurserna på obligationsmarknaden organiseras mer effektivt än i dagsläget.

I och med att propositionens konsekvenser i hög grad gäller aktörer på finansmarknaden och emittenter anses den inte ha konsekvenser för miljön eller på ställningen för olika medborgargrupper eller jämställdheten.

5 Beredningen av propositionen

5.1 Beredningsskeden

Utvärderingen av lagstiftningen i fråga om ombud för obligationsinnehavare är den del av utvecklingsåtgärderna för obligationsmarknaden i Finland, vilka inleddes i och med att finansministeriets rapport *Pääomamarkkinat ja kasvu* av s.k. Stadighs arbetsgrupp blev klar i mars 2012. Regeringen beslutade i genomförandet av det strukturpolitiska programmet i november 2013 att stödja ibruktagandet av enhetliga avtalsvillkor för obligationslån. De modellvillkor som Finlands näringsliv utarbetade togs i användning i januari 2014. Samtidigt öppnade Nasdaq Helsinki en alternativ handelsplats för obligationer, *First North Bond Helsinki*, på Helsingforsbörsen. För emissioner som görs via handelsplatsen gäller lättare reglering (inklusive lättare administrativa krav och skyldigheter). I det beslut om genomförande av det strukturpolitiska programmet som regeringen offentliggjorde den 25 mars 2014 beslöt regeringen att vidare främja obligationsmarknadens funktion genom att inleda ett lagstiftningsprojekt om ombudsmodellen under 2014.

Finansmarknadsavdelningen vid finansministeriet offentliggjorde den 24 juni 2014 den bedömningspromemoria som den berett när det gäller lagstiftning i fråga om ombud för obligationsinnehavare. Syftet med promemorian var att bedöma behovet av ny nationell lagstiftning och eventuella lagstiftningsalternativ samt att presentera preliminära utkast till möjliga bestämmelser för reglering av ombudsverksamheten. Utöver detta hoppades man att promemorian skulle väcka debatt i fråga om eventuella brister i funktionen av de ombudsmodeller som ingår i den gällande lagstiftning och få fram eventuella avvikande synpunkter bland marknadsdeltagarna, myndigheterna och intresseorganisationerna när det gäller behovet av speciallagstiftning. Ett viktigt mål var också att den fallspecifika flexibiliteten för ombudsmodellen

och marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla fungerande marknadspraxis inte skulle bli alltför lidande trots eventuell speciallagstiftning.

Bakgrunden till utarbetandet av promemorian var delvis också en viss försvagning av möjligheterna för SMF-företag och mer allmänt taget för tillväxtföretag att få finansiering samt antagandet att förutsättningen för att en fungerande marknad ska uppstå är att parterna har en klar uppfattning av de rättsnormer som styr marknaden. Dessutom bedömdes det att ett klart rättsläge i Finland stöder den finländska obligationsmarknaden och finländska företags kapitalanskaffning så att den tillämpliga lag som väljs för obligationslån som emitteras i Finland och för finländska emittenters obligationslån också i fortsättningen ska vara finsk lag. En sådan utveckling bedömdes för sin del främja emitteringen av obligationslån i Finland, vilket skulle var till nytta för både finansbranschen som helhet och i synnerhet för de finländska SMF-företagen. Mångsidigare finansieringskanaler för SMF-företag ansågs för sin del stödja företagens utveckling och vidare uppkomsten av nya arbetsplatser i Finland. Utvecklingen av finansieringskanalerna öppnar också upp nya investeringsmöjligheter för finländska investerare.

I promemorian granskades obligationsmarknaderna i Finland och Norden på allmän nivå, dessutom fästes särskild uppmärksamhet vid utseendet av ombud för obligationsinnehavare med tanke på gällande marknads- och avtalspraxis och de osäkerhetsfaktorer som observerats där och som beskrivs närmare i promemorian. Utöver ombud för obligationsinnehavare bedömdes i promemorian behovet av reglering vid syndikerad kreditgivning och i allmänhet vid andra kollektiva finansieringsarrangemang.

Bedömningspromemorian sändes den 24 juni 2014 på remiss (Statsrådets projektregister VM056:00/2014) till de aktörer som specificeras i begäran om yttrande. Remisstiden gick ut den 22 augusti 2014, men några aktörer fick på begäran förlängd tid fram till den 5 september 2014.

Yttranden begärdes av sammanlagt 35 myndigheter och sammanslutningar, och därutöver sändes utkastet för kännedom till ytterligare 35 sammanslutningar.

En klar majoritet (23 av 26, dvs. ca 90 procent) av remissinstanserna uttryckte sitt stöd för behovet av att stifta en speciallag om ombud för obligationsinnehavare. I yttrandena fanns skillnader beroende av remissinstans, men en central, gemensam nämnare i de yttranden som stödde saken var behovet av att korrigera de rättsliga oklarheterna i anknytning till gällande lagstiftning när det gäller ombuds handlingsbehörighet och handlingsförutsättningar samt kontinuiteten för ombudsförhållandet. Dessutom konstaterades rättsliga osäkerhetsfaktorer i ombuds verksamhet i förhållande till tredje man utanför ombudsförhållandet, i synnerhet i fråga om åtgärder som vidtagits i ombudsförhållandet när de ses ur synvinkeln för giltigheten gentemot utomstående. Otydligheterna i lagstiftningen konstaterades medföra osäkerhet för marknadsdeltagarna och därmed störa utvecklingen av den inhemska obligationsmarknaden.

Många remissinstanser betonade dock att en eventuell speciallag uttryckligen ska vara en snäv ramlag som inte ingriper i sådana frågor som marknadsdeltagarna i enlighet med gällande marknadspraxis på ett effektivt sätt kan ordna i enlighet med avtalsfriheten. Speciallagen ska uttryckligen avhjälpa oklarheter i anknytning till den gällande lagstiftningen, inte införa nya åtaganden och skyldigheter för marknadsdeltagarna (emittenter, investerare och ombud). Speciallagen ska därför inte ingripa i marknadsdeltagarnas avtalsfrihet mer än vad som är nödvändigt, så att ombudsmodellen fortfarande gör den fallspecifika flexibiliteten möjlig liksom marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla marknadspraxis. Flera remissinstanser delade finansministeriets åsikt att man genom en snäv ramlag löser de centrala problemen i fråga om ombudsmodellen i den gällande lagstiftningen, främjar utnyttjandet av ombudsmodellen, förbättrar investerarskyddet och ökar obligationsmarknadens attraktion såväl för före-

tag som för investerare. Sammandraget av yttrandena och dåvarande finansminister Antti Rinnes pressmeddelande om projektets läge och framskridande offentliggjordes den 24 mars 2014 på finansministeriets webbplats och i statsrådets projektregister.

Efter att ha hört justitieministeriet tillsatte finansministeriet den 25 februari en arbetsgrupp med uppgift att i form av en regeringsproposition utarbeta ett förslag till lagstiftning om ombud för obligationsinnehavare och att dessutom bedöma behovet av andra nödvändiga åtgärder för att övergripande utveckla obligationsmarknaden. Arbetsgruppens mandattid började den 1 mars 2015 och arbetsgruppen skulle ha sitt arbete klart senast den 30 juni 2016. För en sista genomgång av arbetet beviljades arbetsgruppen den 9 maj 2016 en månads tilläggstid fram till och med den 2 januari 2017. Arbetsgruppen beslutade att kalla sig för arbetsgruppen för utvecklande av obligationsmarknaden. Den bredbasiga arbetsgruppen, med företrädare för centrala myndigheter och intresseorganisationer, fattade den 1 februari 2016 ett enhälligt beslut om ett förslag till en lag om ombud för obligationsinnehavare. Arbetsgruppen finslipade och kompletterade sitt förslag utifrån den respons i yttrandena som offentliggjordes den 24 oktober 2016. Dessutom redogjorde arbetsgruppen för utvecklingen av obligationsmarknaden och förbättringen av dess funktion och arbetsgruppens andra promemoria offentliggjordes om detta den 27 januari 2017.

Arbetsgruppen har sammanlagt hållit 18 möten i full sammansättning. Vid beredningen av promemorian har arbetsgruppen biträttats av en förstärkt grupp av författare, som har träffats 12 gånger, samt av en arbetsgrupp för branscutveckling, som har träffats fem gånger. Arbetsgruppen ordnade utifrån utkastet till lagförslag omfattande diskussionsmöten för intressentgrupperna den 10 mars 2016, 25 november 2016 och den 16 december 2016. Till diskussionsmötet inbjöds advokater, emittenter, arrangörsbanker, investerare, intresseorganisationer och myndigheter. Vid sina möten har arbetsgruppen dessutom hört flera sakkunniga.

Förslagen i propositionen gäller ett sakkomplex som är rättsligt komplicerat och som inte baserar sig på någon harmoniserad EU-lagstiftning, utan på utveckling av den nationella lagstiftningen och bedömningen i anknytning till den. Förslagen är horisontella och de har beröringspunkter med flera ministeriers ansvarsområden. En del av förslagen kan därför kräva en ny bedömning och omsorgsfull finslipning innan regeringspropositionen lämnas. Vid den fortsatta beredningen ska dessutom motiveringen till förslagen och de behövliga övergångsbestämmelserna preciseras. Arbetsgruppen föreslår dock att den nya lagstiftningen ska sättas i kraft så snabbt som möjligt och senast i september 2017. På grund av de nationella särdragen i lagstiftningen är det också viktigt att den fortsatta beredningen är så snabb och transparent som möjligt och det finns därför orsak att höra intressentgrupperna ett mångsidigt sätt.

Enligt den skrivning som togs in i den handlingsplan för genomförande av spetsprojekten och reformerna i det strategiska regeringsprogrammet som statsrådets kansli offentliggjorde den 28 september 2015 (Regeringens publikationsserie 13/2015) anser regeringen det viktigt att finansministeriet bereder regeringspropositioner för att skapa ramlagstiftning om gräsrotsfinansiering som ett led i det första spetsprojektet i handlingsplanen (Konkurrenskraften stärks genom förbättrade förutsättningar för näringsliv och företagande), närmare bestämt som åtgärd nummer två i projektet (Företagens finansiella ställning och eget kapital stärks) och framhåller vikten av att finansministeriet bereder en regeringsproposition med förslag till lagstiftning för att förbättra obligationslånemarknadens funktion med hjälp av en modell för ombud för låneinnehavare. Det konstateras i sammanhanget att regeringen stöder kommissionens strävan att utveckla en kapitalmarknadsunion och försöker se till att det praktiska genomförandet förbättrar finansieringsmöjligheterna också för finländska SMF-företag, vilket också är målet för lagstiftningen om inhemska ombud för obligationsinnehavare tillsammans med det övriga arbetet för utveckling av obligationsmarknaden som arbetsgruppen för utvecklande av obligationsmarknaden utför.

5.2 Yttranden om utkastet till regeringsproposition och utvecklingsförslagen samt hur de har beaktats

Finansministeriet offentliggjorde den 1 juli 2016 på finansministeriets webbplats den enhälliga arbetsgruppspromemorian som beretts av arbetsgruppen för utvecklande av obligationsmarknaden för en regeringsproposition om ombud för obligationsinnehavare. Arbetsgruppspromemorian sändes samma dag på remiss till de aktörer som närmare framgår av begäran om yttrande. Remisstiden gick ut den 9 september 2016, men vissa instanser fick på begäran förlängd tid fram till den 16 september 2016.

Yttrande lämnades av sammanlagt 31 aktörer. Av remissinstanserna uttryckte 21 sitt stöd för behovet av att stifta en speciallag om ombud för obligationsinnehavare.

I vissa av yttrandena togs inte ställning till behovet av en lag om ombud för obligationsinnehavare. Endast en av remissinstanserna ifrågasatte huruvida lagstiftning är rätt sätt att försöka förbättra utvecklingen av obligationsmarknaden.

I yttrandena ansågs det allmänt som viktigt att den finländska obligationsmarknaden utvecklas, eftersom detta anses göra företagsfinansieringen mångsidigare och erbjuda nya investeringsobjekt för investerarna. Det förekom dock avvikande åsikter om hurdan mer ingående lagstiftning om ombud som behövs. Samtliga kapitel i den lag som föreslogs i arbetsgruppspromemorian har fått respons i remissyttrandena. Mest uppmärksamhet från remissinstanserna fick i den föreslagna lagen 2 kap. om utseende av ombud för obligationsinnehavare, ombudets oberoende, ombudets verksamhet samt ombudsavtalets bindande verkan, 5 kap. om användningen av säkerhetsombud i kollektiva finansieringsupplägg samt de kapitel som gäller registrering av ombud, tillsyn och påföljder och som i stor utsträckning innehåller näringspolitisk prövningsrätt, dvs. 6 kap. om rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare och 7 kap. om tillsyn och påföljder.

Den centrala responsen om den föreslagna lagstiftningen om ombud anknöt till (i) registrering och tillsyn av ombud, (ii) de tvingande bestämmelserna och deras innehåll (närmare definition av innehållet direkt i lagen eller i detaljmotiveringen) och (iii) lagens tillämpning på andra kollektiva finansieringsarrangemang än obligationslån och säkerhetsagentens ställning i detta sammanhang. Dessa sakkomplex preciserades i enlighet med responsen i yttrandena ytterligare under den fortsatta beredningen av regeringspropositionen.

Utöver det lagförslag som ingick i arbetsgruppspromemorian påpekades behovet av att göra skuldkonvertering (eng. *debt-to-equity swap*) möjlig och i snabb takt införa denna i den finländska lagstiftningen om insolvens (i synnerhet i lagen om företagssanering). Dessa sakkomplex har behandlats i den senare delen av arbetsgruppens tudelade uppdrag, där avsikten är att bedöma eventuella andra behövliga åtgärder för utvecklingen av obligationsmarknaden som helhet och i det sammanhanget klarlägga eventuell lagstiftning som är störande för obligationsmarknaden eller utvecklingen av den och föreslå alternativa lösningar och korrigeringar för dem. Den tilläggstid på sex månader till och med den 2 januari 2017 som beviljades arbetsgruppen den 9 maj 2016 anknöt i hög grad till finslipningen av arbetet med utvecklingsförslagen. Tilläggstiden gjorde det samtidigt möjligt för arbetsgruppen att bereda en ändamålsenlig behandling av responsen i remissyttrandena om lagförslaget och främjade en rask fortsatt beredning. Promemorian om utvecklingsförslag lämnades till ministern den 27 januari 2017 och sändes på en omfattande remissrunda samma dag. Det kom in sammanlagt 27 yttranden och ett sammandrag av dem offentliggjordes den 27 mars 2017. Centralt i responsen var yttrandena om skuldkonversion, där remissinstansernas åsikter kraftigt gick isär.

RP 48/2017 rd

Arbetsgruppen ordnade ett diskussionsmöte om det utifrån responsen delvis korrigerade utkastet till förslag till lag om ombud för obligationsinnehavare den 16 december 2016. Syftet med diskussionstillfället var att kartlägga myndigheternas, marknadsdeltagarnas och intresseorganisationernas synpunkter på det kompletterade och redan delvis korrigerade utkastet till lag samt identifiera eventuell inkonsekvens och eventuella brister och fel före den slutliga finslipningen av lagförslaget. Till diskussionsmötet inbjöds advokater, emittenter, arrangörsbanker, investerare, intresseorganisationer och myndigheter.

Arbetsgruppen förslag om brådskande fortsatt beredning om ändring av lagen om gåvoutfästelser (625/1947) samt ändringarna i fråga om skuldkonvertering i lagen om företagssanering, kreditinstitutslagen, (610/2014) och försäkringsbolagslagen (521/2008), i fråga om vilka arbetsgruppens medlemmar hade avvikande åsikt, har frångåtts. Den fortsatta beredningen av dessa förslag sker under justitieministeriets ledning.

6 Andra omständigheter som inverkat på propositionens innehåll

6.1 Samband med andra propositioner

Samtidigt med denna proposition behandlas i riksdagen den regeringsproposition med förslag till lag om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet samt till vissa lagar som har samband med den (RP 28/2016 rd) som beretts vid finansministeriet. I propositionerna ändras lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet och lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift till samma delar som i denna proposition föreslås bli ändrade.

6.2 Internationella förpliktelser

Propositionen grundar sig inte på EU-lagstiftningen i sig, utan på nationell prövning utifrån en bred jämförelse av lagstiftningen i Europa. Propositionen har dock indirekta beröringspunkter med Europeiska kommissionens handlingsplan för kapitalmarknadsunionen där ett av elementen är medlemsstaternas nationella åtgärder bl.a. för främjande av finansieringsmöjligheterna på obligationsmarknaden och för SMF-företag. Propositionen stöder därmed i bredare omfattning utvecklingen av den finländska finansmarknaden och anknyter i större utsträckning till att bl.a. göra finansiering av tillväxt möjlig och till strävan för EU:s kapitalmarknadsunion att främja marknadsmässig finansieringsförmedling utanför banksystemet.

DETALJMOTIVERING

1 Lagförslag

1.1 Lagen om ombud för obligationsinnehavare

1 kap. Allmänna bestämmelser

Kapitelvis motivering. I 1 kap. i lagen föreskrivs om lagens tillämpningsområde, centrala definitioner och om lagens dispositiva och tvingande karaktär. Lagen tillämpas på ombud för obligationsinnehavare och på säkerhetsagenter. Lagen är i huvudsak dispositiv, men vissa bestämmelser är tvingande. Definitionerna har direkt anknytning till ombudets verksamhet.

1 §. Tillämpningsområde. Paragrafen innehåller bestämmelser om lagens tillämpningsområde. Enligt *1 mom.* ska lagen tillämpas på ombud för obligationsinnehavare. Lagen tillämpas på ombud i samband med emission av obligationslån och under giltighetstiden för ett ombudsavtal och ett emitterat obligationslån. Lagen tillämpas också till vissa delar i situationer där ett ombud försätts i konkurs, genomgår ett saneringsförfarande eller något annat lämpligt inhemskt eller utländskt insolvensförfarande, eller handlar i strid med god värdepappersmarknadssed. För att en ombudsmodell ska fungera är det viktigt att ombudet klarar av att för obligationsinnehavarnas räkning sköta indrivning av fordringar, realisering av säkerheter, rättgångar med en emittent som motpart och insolvensförfaranden som gäller en gäldenär, inklusive konkurs och saneringsförfarande som gäller en emittent.

Vid emissioner i utlandet av finländska företags obligationslån bestäms lagens tillämplighet utifrån internationella privaträttsliga bestämmelser. Internationella privaträttsliga lagvalsbestämmelser fastställer den tillämpliga lagen med hjälp av olika anknytningskriterier, som kan bestämmas enligt exempelvis avtalstyp, den ort där den fasta egendomen är belägen (*lex rei sitae*), bolagets hemort eller i fråga om köp av lösöre enligt lagstiftningen i försäljarens hemland. De viktigaste bestämmelserna med tanke på den internationella privaträttsliga tillämpligheten av lagen ingår i Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 593/2008 av den 17 juni 2008 om tillämplig lag för avtalsförpliktelser, dvs. i den så kallade Rom I-förordningen, och i Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 864/2007 av den 11 juli 2007 om tillämplig lag för utomobligatoriska förpliktelser, dvs. i den så kallade Rom II-förordningen. Rom I-förordningen tillämpas på olika slags avtalsförpliktelser, men endast om inte något annat följer av andra konventioner eller av EU-rätten. Haagkonventionen om tillämplig lag för och erkännande av truster (eng. *Convention of 1 July 1985 on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition*) har innehållsmässigt ett starkt samband med tillämpningsområdet för lagen, men den praktiska betydelsen av konventionen har internationellt sett varit ringa. Detta beror på att konventionen har ratificerats av endast tolv länder. Finland har inte anslutit sig till konventionen och den har inga konsekvenser för tillämpningsområdet för den föreslagna lagen. Genom lagen ingrips inte till någon del i gällande internationella privaträttsliga bestämmelser om lagval eller i avtal utifrån vilka lagens tillämplighet vid emissioner i utlandet av inhemska företags obligationslån bestäms. Lagen ska därmed endast i undantagsfall tillämpas på emissioner i utlandet av inhemska företags obligationslån.

Enligt *2 mom.* ska bestämmelserna i 5 kap. tillämpas på säkerhetsagenter som anlitas vid andra kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet än obligationslån, om inte något annat har avtalats. I 5 kap. finns närmare bestämmelser om utseende av en säkerhetsagent och om säkerhetsagentens uppgifter. I kapitlet föreskrivs om anlitan av säkerhetsagenter vid andra säkrade kollektiva finansieringsarrangemang än obligationslån. Lagen tillämpas också på ombud som verkar som säkerhetsagent (eng. *security agent*) om det har överenskommit att en säkerhetsagent ska utses, och på sådana säkerhetsagenter som inte verkar som ombud och som

har fått i uppgift att för samtliga obligationsinnehavares gemensamma räkning förfoga över ett obligationslåns säkerheter (eng. *for the benefit of all bondholders*). Bestämmelsen är inte avsedd att vara uttömmande, utan avsikten med bestämmelsen är endast att klargöra att bestämmelser som gäller ett ombud kan tillämpas på en säkerhetsagent eller på ett ombud som verkar som en sådan säkerhetsagent som för alla kreditgivares räkning förfogar över säkerheterna.

Säkerhetsagent är en term som är allmänt använd på marknaden och som till innehållet i stor utsträckning är etablerad och allmänt känd och som därför inte behöver definieras i lagen. Med säkerhetsagent avses en näringsidkare som av en emittent, obligationsinnehavare eller ett ombud har utnämnts för att för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning förfoga över säkerheterna. I praktiken kan en säkerhet antingen ställas till sådana obligationsinnehavare som representeras av en säkerhetsagent som de utsett eller direkt till en säkerhetsagent som agerar för obligationsinnehavarnas del. Säkerhetsagenten kan alltså vara utsedd av emittenten, obligationsinnehavarna eller ombudet och ha till uppgift att förfoga över säkerheter i samband med ett obligationslån i sitt eget eller i obligationsinnehavarnas namn för samtliga obligationsinnehavares gemensamma räkning i samarbete med ombudet eller i stället för ombudet. I 2 kap. finns närmare bestämmelser om utseende av en säkerhetsagent som verkar som ombud och om säkerhetsagentens uppgifter.

Enligt 3 mom. ska vad som i denna lag föreskrivs om obligationslån och andelar i obligationslån, dvs. obligationer, tillämpas också på sådan lånebaserad gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering och på andra sådana värdepapper, som i huvudsak kan betraktas som skuldinstrument, om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal. Definitionen av obligationslån behöver inte regleras i lagen i och med att innehållet i definitionen anses vara allmänt känt. Det är skäl att hålla begreppet relativt öppet.

Obligationslånen är till sin karaktär långfristiga värdepapper (löptid på mer än ett år), där lånets totalbelopp är uppdelat i flera delar i form av skuldebrev eller andelar i obligationslån, dvs. obligationer. Obligationslån kan ha rörlig ränta, fast ränta eller nollränta eller vara indexbundna. Löptiden för obligationslån är vanligen mellan några år och tio år. Termen obligationslån har inte i sig definierats i finsk lagstiftning, även om man i stor utsträckning hänvisar till termen, särskilt när det gäller säkerställda obligationslån i lagen om hypoteksbanksverksamhet (688/2010). I detta sammanhang är säkerställt obligationslån dock i enlighet med 2 § 5 punkten i den lagen endast en form av obligationslån. Den finska termen *joukkovelkakirja* används i 34 § i lagen om skuldebrev (på svenska masskuldebrev) samt i 2 kap. 1 § 1 mom. 2 punkten (på svenska obligation) och i 8 kap. 4 § i värdepappersmarknadslagen (på svenska obligationslån). I denna proposition används på svenska termen obligationslån när begreppet betraktas ur emittentens synvinkel och termen obligation när begreppet betraktas ut obligationsinnehavarnas synvinkel. Det finska termen *joukkolaina* kan dock allmänt taget ses som en etablerad term på marknaden och kan delvis anses ha ersatt det ålderdomliga och långa *joukkovelkakirjalaina* (eller kortformen *jvk-laina*) inom den gängse terminologin inom branschen. Till följd av det nya uttrycket används termen *joukkolaina* allmänt inom den lagstiftning som gäller ombud för obligationsinnehavare.

På grund av att termen *joukkolaina* redan fått en etablerad innebörd på marknaden finns det inte behov av att definiera termen på lagnivå. Det är dock möjligt att med en lagstiftningsmässig lösning stödja den moderna terminologi som etablerats på marknaden genom att ta in en definition av obligationslån i motiveringen till lagförslaget. I detta sammanhang avses med obligationslån ett sådant värdepapper som avses i 34 § i lagen om skuldebrev eller ett sådant omsättningsbart obligationslån enligt utländsk lag som emitteras eller motsvarande annat omsättningsbart skuldinstrument. Det är i princip fråga om omsättningsbara och överlåtbara skuldinstrument. Enligt 2 kap. 1 § 1 mom. i värdepappersmarknadslagen avses med värdepapper sådana värdepapper som är omsättningsbara och som har satts eller kommer att sättas i

omlopp bland allmänheten tillsammans med flera andra värdepapper som utfärdats över identiska rättigheter. I regeringens proposition till riksdagen med förslag till lagstiftning om värdepappersmarknaden konstateras det att begreppet värdepapper i sak motsvarar begreppet *överlåtbara värdepapper* i artikel 4.1.18 i MiFID I samt i avsnitt C punkt 1 i direktivets bilaga I (RP 32/2012 rd s. 101). Definitionen omfattar finansiella instrument som är överlåtbara och kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, vilket i MiFID I nämns som ett kriterium för värdepapper. Bestämmelsen innehåller dessutom kravet att ett värdepapper ska vara av fungibel natur dvs. kunna sättas i omlopp bland allmänheten tillsammans med andra värdepapper som utfärdats över identiska rättigheter.

Till följd av MiFIR blir obligationslånen föremål för en noggrann instrumentspecifik klassificering på EU-nivå. Målet är att öka obligationsmarknadens transparens och att i tillämpliga delar till obligationsmarknaden utsträcka de bestämmelser om transparens som för närvarande används på aktiemarknaden. MiFIR indelar värdepapperen i aktierelaterade värdepapper (eng. *equity*) och icke-aktierelaterade värdepapper (eng. *non-equity*). Till den senare kategorin hör obligationslån och derivat och strukturella investeringsprodukter. Dessutom har en instrumentspecifik klassificering av obligationslånen i likvida och icke-likvida instrument en väsentlig betydelse för andrahandsmarknaden för obligationslån.

Varken MiFID I eller de övriga direktiven om finansiella tjänster anger de civilrättsliga kriterierna för överlåtbara värdepapper. I lagens definition av begreppet värdepapper ingår också värdepapper som uppvisar sådana kännetecken på omsättningsbara värdepapper som avses i Finlands lag. Inom civilrätten avses med värdepapper vanligen dokument vars innehav är en förutsättning för att den rätt som dokumentet anger ska kunna utövas. Med överlåtbarhet avses närmast att den som förvärvat ett värdepapper åtnjuter skydd enligt bestämmelserna om löpande skuldebrev i 2 kap. i lagen om skuldebrev eller enligt andra motsvarande bestämmelser. Bestämmelserna och principerna i lagen om skuldebrev kan tillämpas analogt eller med stöd av lag också på andra finansiella instrument som utvecklats på kapitalmarknaden. Exempelförteckningen i MiFID I över överlåtbara värdepapper är öppet skriven, och innehållen i förteckningens undergrupper är sinsemellan överlappande. Ett värdepapper behöver inte lyda under finländsk civilrätt men kan ändå omfattas av värdepappersmarknadslagen, i enlighet med lagens närmare kapitelvisa bestämmelser om tillämpningsområde.

Lagstiftningen i Finland utgår från att ett finansiellt instrument, eller mera allmänt värdepapper, ska kunna överlåtas. Av tradition har man som värdepapper som inte omfattas av värdepappersmarknadslagens definition av värdepapper betraktat bl.a. icke-överlåtbara värdepapper eller överlåtbara värdepapper med begränsningar, eller andra motsvarande investeringsinstrument som med stöd av lag eller avtal omfattas av en begränsning av överlåtelse. Detta gäller ofta t.ex. sådana i 3 kap. i lagen om skuldebrev avsedda avtalsbaserade enkla skuldebrev som är föremål för överlåtelsebegränsningar, i aktiebolagslagen avsedda privata aktiebolags aktier när dessa inte medför lika rättigheter eller i lagen om öppna bolag och kommanditbolag avsedda tysta bolagsmäns bolagsandelar. Förteckningen är inte uttömmande, utan icke-överlåtbara värdepapper eller värdepapper med överlåtelsebegränsningar, eller andra motsvarande finansiella instrument kan skraddarsys på många olika sätt. Dessa finansiella instrument har, utöver att de inte är överlåtbara, ofta olika innehåll sinsemellan och uppfyller inte det krav på identiska rättigheter som ställs på värdepapper, vilket kan göra att de inte omfattas av den definition av värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen. En generalsuccession av icke-överlåtbara eller begränsat överlåtbara värdepapper eller av motsvarande finansiella instrument är dock möjlig. När det gäller fysiska personer är det fråga om arv och när det gäller bolag en överföring genom fusion. Icke-överlåtbara eller begränsat överlåtbara värdepapper är undantag från huvudregeln om värdepapperens fria överlåtbarhet.

Obligationer kan definieras genom en hänvisning till de värdepapper som avses i 2 kap. 1 § 1 mom. 2 punkten i värdepappersmarknadslagen. Till lagens tillämpningsområde hör också i viss mån sådana andra värdepapper enligt 3 punkten i den paragrafen som ger rätt att förvärva eller sälja värdepapper som avses i 1 och 2 punkten, eller sådana omsättningsbara skuldebrev enligt utländsk lag som emitteras eller motsvarande andra omsättningsbara värdepapper. Det kan vara fråga om antingen obligationslån med säkerhet eller obligationslån utan säkerhet. Enligt regeringspropositionen om värdepappersmarknadslagen (RP 32/2012 rd s. 102) avses i 2 kap. 1 § 1 mom. 2 punkten obligationer och andra skuldförbindelser som emitterats av finländska publika och privata aktiebolag och av andra motsvarande såväl finländska som utländska organisationer samt depositionsbevis för sådana rättigheter i den utsträckning som förutsättningarna för omsättningsbarhet uppfylls enligt den civilrättsliga lagstiftningen och respektive bolagsrättsliga lagstiftning. På motsvarande sätt avses i 3 punkten sådana andra överlåtbara värdepapper som inte behandlats i 2 punkten och som ger rätt att förvärva eller sälja aktier i finländska publika eller privata aktiebolag samt andra motsvarande värdepapper som ger rätt till en andel av bolagets kapital, motsvarande utländska aktiebolags och andra bolags aktier och andelar samt depositionsbevis för sådana (2 kap. 1 § 1 mom. 1 punkten i värdepappersmarknadslagen). Till denna kategori hör olika köp-, bytes-, försäljnings-, tecknings- och avkastningsrätter som har samband med ett bolags skuldförbindelser eller eget kapital. Som exempel kan nämnas olika bevis över aktierättigheter. Alternativt kan värdepapper vara av ett sådant slag att de berättigar till kontantbetalning som fastställs i relation till överlåtbara värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, råvaror eller andra index eller värden. Som exempel på sådana värdepapper kan nämnas warranter.

I praktiken består ett obligationslån av obligationer som är enskilda värdepapper i form av värdepapper enligt 34 § i lagen om skuldebrev eller sådana omsättningsbara obligationslån enligt utländsk lag som emitteras eller i form av motsvarande andra omsättningsbara skuldinstrument. Obligationer är sådana överförbara, omsättningsbara och överlåtbara löpande skuldebrev som avses i 2 kap. i lagen om skuldebrev eller alternativt sådana motsvarande värdeandelar enligt 2 kap. 1 § i värdepappersmarknadslagen som en emittent inledningsvis har emitterat på en sådan reglerad marknad som avses i 2 kap. 5 § eller på en sådan multilateral handelsplattform som avses i 2 kap. 9 § i den lagen. Obligationerna kan därmed också vara i värdeandelsform, men på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform onoterade.

Inom professionell investeringsverksamhet är det ovanligt med emission av obligationslån i pappersform. I regel emitteras obligationslån som är avsedda för omsättning på värdepappersmarknaden som dematerialiserade värdeandelar. Om emissionen sker i Finland tillämpas lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet (749/2012) på hanteringen av värdeandelarna och lagen om värdeandelskonton (827/1991) på rättsverkningarna av kontoregistreringarna. En emission av obligationslån i värdeandelsform kan också ordnas i en annan EU-stat i en värdepapperscentral med koncession från en annan EU-stat i enlighet med EU:s förordning om värdepapperscentraler (EU) nr 236/2012. Emissionen sker då i enlighet med stadgarna för den lokala värdepapperscentralen. Om sådana värdepapper bevaras i Finland utanför värdeandelssystemet, ska lagen om värdepapperskonton (750/2012) tillämpas på anteckningarna på kontona.

Ett flertal av de utländska obligationslån som emitterats i värdeandelssystemet är obligationer som registrerats i enlighet med lånevillkoren. Obligationer tecknas inte nödvändigtvis eller i allmänhet med stöd av ett ombudsavtal, utan vanligen när, och i den mån som emittenten godkänner investerarens slutliga och bindande erbjudande om att teckna obligationer. I investerarens bindande teckningserbjudande ingår ett godkännande av att villkoren för obligationslånet blir bindande för investeraren, och investeraren förbinder sig att betala emittenten den avgift som berättigar till teckning om och till den del som emittenten godkänner teckningserbjudand-

et. På motsvarande sätt godkänner investeraren villkoren för obligationslånet som bindande för sig vid förvärv av andelar i obligationslån på en sekundärmarknad.

Termen obligationslån i form av skuldinstrument omfattar också vissa instrument för hybridfinansiering och överbrygningsfinansiering. Instrumenten för överbrygningsfinansiering är till sin finansiella karaktär och sitt innehåll mellanting mellan egetkapitalinstrument och skuldinstrument, men hör dock alltid tydligt till endera kategorin. Till dessa räknas bland annat kapitallån som har samma egenskaper som både egetkapitalinstrument och skuldinstrument. Kapitallån är alltid efterställda lån, dvs. vid ett bolags konkurs får kapitallån betalas först efter att de andra lånen har betalats. I aktiebolagslagen finns också vissa andra begränsningar som gäller betalningen av ett kapitallån och räntan på lånet, så att betalningen av kapitallånet eller av räntan på lånet inte ska äventyra betalningen av ett bolags andra skulder. I bokföringen kan kapitallån i vissa fall vara en post jämförbar med eget kapital, men kapitallånets borgenär saknar den rätt som aktieägare har till en andel av ett bolags återstående tillgångar efter betalningen av skulder. Dessutom omfattar definitionen av obligationslån så kallade hybridlån som baserar sig på tolkningen av IFRS-standarderna. I IFRS-bokslut kan hybridlån bokföras som eget kapital. Det är då viktigt att beakta att karaktären som eget kapital hos dessa lån bygger på IFRS-standarderna och inte på aktiebolagslagens bestämmelser.

I fråga om vissa definitioner kan det uppstå begreppsliga överlappningar, eftersom t.ex. emittent i 2 kap. 3 § i värdepappersmarknadslagen definieras som finländska och utländska företag som har emitterat värdepapper. På motsvarande sätt används på ett flertal ställen i lagen om handelsrepresentanter och försäljare (417/1992) termen huvudman för den andra parten i ett representationsförhållande, utan att dock närmare definiera termen. I denna lag har man strävat efter att ge termen emittent ett begreppsligt innehåll uttryckligen i samband med ombudsinstitutionen, men utan att införa en lagstadgad definition. På motsvarande sätt används termen obligationsinnehavare för den part som i ett ombudsförhållande på obligationsmarknaden i sak är motpart till huvudmannen. Man har på detta sätt strävat efter att bättre beskriva särdragen för obligationsmarknaden och ombudsinstitutionen i anslutning till den. Med tanke på lagens tillämpningsområde är det inte heller skäl att begränsa eventuella emittenter till de emittenter som avses i 2 kap. 3 § i värdepappersmarknadslagen, utan emittenter kan vara också andra finländska och utländska sammanslutningar eller stiftelser, oberoende av om obligationslånet emitteras i ett inhemskt värdeandelsystem eller i ett motsvarande utländskt system, eller om det emitterade obligationslånet noteras på en inhemsk eller utländsk reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform.

Avsikten är att lagens tillämpningsområde utöver obligationslån i så hög grad som möjligt ska täcka olika slags omsättningsbara och överföringsbara skuldinstrument. Dylika värdepapper kan utnyttjas på många olika sätt i olika slag av finansieringsarrangemang, där det också kan ligga i parternas intresse att anlita ett ombud.

I lagen om investeringstjänster används däremot allmänt termen investeringsobjekt, som till sin betydelse är en mera omfattande term än de värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen. Till dessa övriga investeringsobjekt hör enligt traditionell tolkning andra värdepapper än de som avses i värdepappersmarknadslagen. Det är ofta fråga om t.ex. sådana i 3 kap. i lagen om skuldebrev avsedda avtalsbaserade enkla skuldebrev som är föremål för överlåtelsebegränsningar, i aktiebolagslagen avsedda privata aktiebolags aktier när de inte medför lika rättigheter och i lagen om öppna bolag och kommanditbolag (389/1988) avsedda tysta bolagsmäns bolagsandelar. Andra värdepapper än de som avses i värdepappersmarknadslagen kan vara t.ex. avkastningsandelar som har skräddarsytt från fall till fall samt golfaktier och time-sharing. Andra investeringsobjekt är ett nationellt begrepp och ingår inte som sådant i de finansiella instrument som avses i MiFID I (eng. *Markets in Financial Instruments Directive*) och således inte heller i tillämpningsområdet för MiFID I. Den nationella lösningen har varit

att utvidga de bestämmelser om sidotjänster som avses i lagen om investeringstjänster till att omfatta också andra investeringsobjekt, bl.a. för att säkerställa att korrekta tillvägagångssätt iakttas. Andra investeringsobjekt kan också innefatta t.ex. olika lånelösningar och kapitaliseringsavtal. Om dessa investeringsobjekt inte är sådana värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen, men ombud anlitas vid emissionerna, är det dock möjligt att analogt tillämpa denna lag på dem, förutsatt att det huvudsakligen är fråga om instrument som kan jämföras med skuldinstrument. Detta innebär dock att investeringsobjekt i form av egetkapitalinstrument, t.ex. aktier i aktiebolag, entydigt inte omfattas av lagens tillämpningsområde. Lagen tillämpas inte heller på syndikerade eller bilaterala lån, med undantag av det som föreskrivs i lagens 5 kap. om användning av säkerhetsagent vid kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet.

2 §. Definitioner. I paragrafen finns en förteckning i tre punkter över begrepp i omedelbar anslutning till ombudsverksamheten, dvs. ombud, ombudsavtal och kollektivt finansieringsarrangemang.

Det är svårt att utarbeta detaljerade och entydiga definitioner på lagnivå i anknytning till ombud och ombudsverksamhet, eftersom verksamheten och den analogiska tillämpningen av ombudsinstitutionen inte genom för exakt avgränsande bestämmelser ska begränsa möjligheten att utnyttja avtalsfriheten mellan marknadsdeltagarna i så stor utsträckning som möjligt. Dessutom kan man se att möjligheten att använda ombud vid olika finansieringsarrangemang, t.ex. gräsrotsfinansiering samt annan innovativ finansiering som alternativ till traditionella finansieringskällor, redan nu klart har utvidgats och kommer antagligen att utvidgas i framtiden bl.a. till följd av digitaliseringen av finansmarknaden och den omvälvning som den medför. Strävan ska därmed inte vara att begränsa ombudsverksamheten enbart till verksamheten på obligationsmarknaden, utan den ska lämnas så öppen som möjligt, så att ombud kan utnyttjas i stor utsträckning vid olika finansieringsarrangemang. Definitionerna är dock nyttiga med tanke på etableringen av ombudsinstitutionen inom ramen för finsk lagstiftning, i synnerhet med tanke på finansmarknaden.

För ombud används i många sammanhang på engelska och i andra anglosaxiska rättssystem med *common law*-grund den etablerade termen trustee, som grundar sig på den anglosaxiska trust-institutionen. I diskussionen i Finland har det i olika sammanhang använts termer som förtroendeman (*luottamusmies*), agent (*agentti*) eller ombudsman (*asiamies*) för ett liknande begrepp, som dock i rättsligt hänseende grundar sig på ett anmärkningsvärt annorlunda system. Med agent har man i synnerhet i samband med syndikerad kreditgivning hänvisat till den administrerande banken (eng. *facility agent*) eller säkerhetsagenten (eng. *security agent*) som med stöd av avtalsförhållandet förfogar över säkerheterna för alla kreditgivares gemensamma fördel. I engelskspråkig dokumentation om obligationslån emitterade i enlighet med finsk lag har man i stor utsträckning hänvisat till agenten eller ombudet (eng. *agent/bondholders' representative*). I de modellvillkor på engelska som Finlands näringsliv rf publicerade i början av 2014 stannade man för att använda termen Agent. Terminologin på finska har tillsvidare i någon mån varit oetablerad, vilket talar för att på lagnivå definiera de centrala begrepp som anknyter till ombudsinstitutionen.

Genom definitionen av ombud strävar man efter att klarlägga ombudets förhållande till obligationsinnehavarna. Detta förhållande grundar sig på ett ombudsavtal med vilket man avtalar om ombudets verksamhet samt rättigheter och skyldigheter mellan ombudet och obligationsinnehavarna (investerarna). Det egentliga utseendet av ett ombud sker i Finland normalt genom ett avtal mellan emittenten och ombudet, ett agentavtal, där ombudet förbinder sig att vid den kommande emissionen agera ombud för obligationsinnehavarna. Tidsmässigt föregår agentavtalet ofta den tidpunkt då obligationslånets villkor träder i kraft. Det är dock också möjligt att ombudet utses först efter att obligationerna tecknats och obligationslånevillkoren

har trätt i kraft. Tidpunkten för när ombudet utses har dock inte någon direkt rättslig inverkan på förhållandet mellan ombudet och obligationsinnehavarna. Ombudets roll och innehållet i ombudets uppdrag fastställs i praktiken i ombudsavtalet, som ur obligationsinnehavarnas synvinkel blir bindande i det skede när de har godkänt villkoren för obligationslånet i fråga t.ex. genom att teckna en andel av obligationslånet, dvs. en obligation, i samband med emitteringen av lånet eller genom att köpa den på sekundärmarknaden. Utnämningen av ombudet formas i praktiken av en multilateral avtalsenhet, i vars innehåll det kan finnas stora skillnader mellan olika emissioner på grund av orsaker som är beroende av emissionen för ett enskilt obligationslån, parterna och arrangemangets fallspecifika särdrag. Ett annat borgenärskollektiv kan dela samma säkerhet och då ska det avtalas om säkerhetstagarnas interna förhållande i ett borgenärsavtal (eng. *Intercreditor Agreement*).

Genom ombudsavtalet hänvisas i omfattande utsträckning till obligationslånevillkoren eller till något annat med obligationslånet förknippat avtal där det bestäms om ett ombuds verksamhet och om ombudets rättigheter och skyldigheter i förhållande till obligationsinnehavarna. I ombudsavtalet, oberoende av avtalets namn eller form, förbinder sig ombudet ofta att i eget namn för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning se till att obligationsinnehavarnas respektive rättigheter och skyldigheter uppfylls i förhållande till emittenten. Vid emissionen av ett obligationslån kan dessutom flera ombud ha utsetts i olika roller och då är det möjligt att något av de utsedda ombuden också agerar som säkerhetsagent vid sidan av eller i stället för sin egentliga ombudsverksamhet.

I lagens 5 kap. föreskrivs om kollektiva finanseringsarrangemang med säkerhet med vilka avses finansieringsarrangemang där vanligen fler än en finansiär ger gäldenären penninglån med en gemensam finansieringshelhet som grund, eller, när finansieringsavtalen är separata, flera borgenärer ändå delar samma säkerhet. I samband med ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet avtalas det alltså om att för gemensam räkning förfoga över den säkerhet som anknyter till finansierings- eller investeringshelheten. I praktiken är det vanligaste kollektiva finansieringsarrangemanget med säkerhet en syndikerad kreditgivning med säkerhet (eng. *syndicated loan/syndicated lending*) eller ett klubbarrangemang med säkerhet där flera kreditgivare (i allmänhet banker) samtidigt ger kredit till kredittagaren. Kreditgivarna formar då ett syndikat där varje kreditgivare som beviljar kredit är medlem. Syndikerad kreditgivning är en vanlig finansieringsform för storföretag. Vid syndikerad kreditgivning beviljar syndikatets medlemmar gemensamt den kredit som kredittagaren behöver utifrån en för alla kreditgivare gemensam lånehandling, men dock så att utgångspunkten är den att varje kreditgivare som syndikatmedlem har självständiga rättigheter och skyldigheter gentemot kredittagaren och på motsvarande sätt svarar kredittagaren för sina förpliktelser separat gentemot varje medlem i syndikatet. Betalningsrörelsen sköts dock via den bank som har rollen som agent. Agentbanken sköter också andra uppgifter i anknytning till skötseln av lånet, t.ex. bestämning av räntan, och kommunicerar med kredittagaren i ärenden som gäller lånet. I förhållande till kredittagaren agerar agentbanken endera direkt på det sätt som avtalats i låneavtalet eller annars i enlighet med de instruktioner som agentbanken har fått av majoriteten av syndikatbankerna. I det fall att ett syndikerat lånearrangemang är förenat med säkerhet agerar agentbanken i allmänhet också som säkerhetsagent. Trots att möjligheten till överföring av låneandelar i ett syndikerat finansieringsarrangemang (borgenärsbyte) är en central del av arrangemanget, uppstår det dock alltid genom underskrifterna av dokumentationen ett direkt avtalsförhållande mellan den nya finansiären och agentbanken vid tidpunkten för överföringen. Typiska användningsområden för syndikerade krediter är bl.a. finansiering av driftkapital, finansiering av investeringar och finansiering av företagsförvärv. Syndikerad kreditgivning är typisk vid finansiering med säkerhet av företagsförvärv, fastighetsfinansiering och projektfinansiering.

3 §. Bestämmelsernas dispositiva och tvingande karaktär. Utgångspunkten för lagens tillämpningsområde är att i fråga om ordnandet av ett ombud för obligationsinnehavarna kan aktörer-

na i princip fritt genom avtal sköta detta på det sätt de anser vara bäst. På grund av detta är det lagstiftningstekniskt ändamålsenligt att konstatera att den huvudregel som betonas i lagen är bestämmelsernas dispositiva karaktär. Detta innebär att man genom avtal får avvika från bestämmelserna i lagen, om inte något annat uttryckligen föreskrivs i lagen eller om det inte annars ska betraktas som förbjudet. Bestämmelserna i lagen är till stor del dispositiva. Detta innebär också att den nuvarande och etablerade avtalspraxisen i fråga om representation för obligationsinnehavare i huvudsak kan fortsätta. Genom lagen regleras framför allt avtalsrangemangens giltighet gentemot utomstående och den upptar minimibestämmelser i fråga om ombud också med tanke på sådana exceptionella situationer där ombudsförhållandet ursprungligen inte genom avtal har ordnats på ett tillräckligt sätt. Bestämmelserna om omfattande dispositivitet i lagen stöds av den i 6 § 2 mom. föreskrivna skyldigheten att iakttä god värdepappersmarknadssed samt den betonade omsorgsplikten som föreskrivs i bestämmelsen om skadeståndsskyldighet i 23 §, som kompletterar kraven i lagen i fråga om ombudets uppträdande.

De rättshandlingar som ombudet utför inom ramen för sin behörighet är bindande för obligationsinnehavarna. Om ombudet överskrider sin behörighet är rättshandlingarna inte bindande för obligationsinnehavarna, eftersom ombudets behörighet att utföra rättshandlingar begränsar sig till innehållet i ombudsavtalet och de ramar som det ställer. Då har avtalspartens goda tro ingen betydelse, eftersom den person som ombudet utför rättshandlingen med regelbundet kan försäkra sig om behörigheten utifrån ombudsavtalet. Det kan däremot uppstå situationer där en annan part i ombudsavtalet, t.ex. en obligationsinnehavare, inte har fått alla väsentliga avtal eller avtalsvillkor och då är gränserna för ombudets behörighet nödvändigtvis inte entydiga. I ett sådant fall måste man fallspecifikt klarlägga gränserna för ombudets behörighet och utreda om ombudet har utfört rättshandlingen inom ramen för sin behörighet eller inte.

Om obligationsinnehavarna har begränsat ombudets befogenhet så att den är snävare än behörigheten enligt ombudsavtalet, är en rättshandling som ombudet utför med överskridande av sina befogenheter, men inom ramen för behörigheten, bindande för obligationsinnehavarna om den person som ombudet utförde rättshandlingen med på goda grunder har varit i god tro; med andra ord har personen inte känt till eller borde ha känt till de instruktioner som obligationsinnehavarna gett ombudet eller att ombudet överskridit dessa. God tro för den person som utfört rättshandlingen med ombudet skyddas i fall där befogenheterna överskrids. God tro förutsätter att personen har uppfyllt sin utredningsskyldighet på normalnivå. Bedömningen av detta är situations- och fallspecifikt, med andra ord beaktat de omständigheter som rådde när rättshandlingen utfördes. Om den person med vilken rättshandlingen utfördes åter visste eller borde ha vetat om instruktionerna och att de överskrids är rättshandlingen inte bindande för obligationsinnehavarna. Om t.ex. den person som rättshandlingen utfördes med har känt till det möte för obligationsinnehavarna där ombudet instruerades inför rättshandlingen, ska personen försöka ta reda på ombudets eventuella instruktioner inför rättshandlingen för att uppfylla utredningsskyldigheten.

För att trygga obligationsinnehavarnas rättsliga ställning är det väsentligt att ombudet är oberoende i förhållande till emittenten av obligationslånet och den som ordnar emissionen. Med den som ordnar emissionen avses ett kreditinstitut eller värdepappersföretag som med stöd av sin auktorisation som investeringstjänst tillhandahåller sådant ordnande av emission som avses i lagen om investeringstjänster. Ombudets uppgift är att agera i de obligationsinnehavares intresse som ombudet företräder, och för deras räkning, i ärenden i anknytning till obligationslånet. Av denna orsak är det grundläggande med tanke på tilltron till och insynen i hela ombudssystemet att det av ombud krävs oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen. Närmare bestämmelser om kravet på oberoende finns i 4 §, 18 § 5 mom. och 19 § 1 mom.

Bestämmelserna i 6 §, 8 § och 13 § är tvingande och det är inte möjligt att avvika från dem genom ombudsavtalet eller på något annat sätt. De tvingande bestämmelserna utgör undantag från lagens i övrigt dispositiva karaktär. De tvingande bestämmelserna gäller i de fall som särskilt konstateras i lagen i fråga om trygghandet av investerarskyddet och borgenärsskyddet, såsom kravet på lika behandling i 6 § 1 mom., kravet att iakttä god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen i 6 § 2 mom., kravet på ombudets informationskyldighet i 8 § och kravet på åtskild förvaring av emittentens och obligationsinnehavarnas egendom från ombudets tillgångar, vilken är en tvingande bestämmelse motsvarande den allmänna vedertagna uppfattningen om åtskillnad mellan ett ombuds tillgångar i förhållande till de kundtillgångar som ombudet besitter. Av sakens karaktär följer att bestämmelserna om registrering, tillsyn, påföljder och överklagande i 15—22 § och 24—26 § är tvingande. Avvikelse från dessa bestämmelser ska *annars anses vara förbjudet*. Vissa bestämmelser däremot (t.ex. bestämmelserna i 7 § om ombudets rätt att bedriva verksamhet och bestämmelserna i 12 § 2 mom. och 14 § 2 mom. som förhindrar parallell rätt att utnyttja säkerheter) är på grund av sin karaktär och den gällande marknadspraxisen starka presumtionsbestämmelser. Presumtionsbestämmelsen är därmed utgångspunkten om inte något annat uttryckligen har avtalats.

Trots de tvingande bestämmelserna är syftet att lagstiftningen ska utformas utifrån en snäv ramlag, med vilken avsikten inte är att mer än vad som är nödvändigt för avlägsnande av de osäkerhetsfaktorer som till vissa delar är till men för rättssäkerheten ingripa i frågor som marknadsdeltagarna på ett effektivt sätt kan ordna inom området för avtalsfriheten, i enlighet med gällande marknadspraxis. Strävan är därmed inte att styra obligationsinnehavarnas, ombudets och emittentens verksamhet genom lagstiftning mer än vad som t.ex. krävs för att uppnå ett investerarskydd på tillräcklig nivå och som avtalsregleringens giltighet gentemot utomstående, som ur parternas synvinkel för rättssäkerhet bedöms som viktig, kräver. Ur icke-professionella investerares synvinkel ska den registreringsskyldighet och informationskyldighet för ombudet som krävs enligt lagen till vissa delar vara tvingande så att dessa investerares rättigheter tillgodoses till fullo, i synnerhet i framtiden med tanke på emissioner av eventuella obligationslån eller andra värdepapper huvudsakligen i form av skuldinstrument som i huvudsak riktar sig till icke-professionella investerare.

Genom lagen skapas dock inget behov av att ändra de nuvarande villkoren för obligationslån eller avtal i anslutning till dem, utan lagen gör fortfarande den flexibilitet som behövs i enskilda fall möjlig liksom marknadsdeltagarnas möjlighet att självständigt utveckla marknadspraxis, vilket också ökar rättssäkerheten och möjligheterna att rikta emissioner av obligationslån till icke-professionella investerare. Registreringsmöjlighet kan användas frivilligt jämsides med registreringsskyldighet, vilket kan vara ändamålsenligt. Det är inget tvång att utnämna ett ombud. Man har nämligen märkt att investerarna fäster uppmärksamhet vid att auktoriseringskrav och tillsyn medför kostnader som överförs på kunderna, så en registrering med ett lägre kostnadstryck hos Finansinspektionen ger tillhandahållaren av tjänsterna behövlig och tillräcklig trovärdighet. Genom lagen ingrips t.ex. inte i giltigheten gentemot utomstående på det sätt som det föreskrivs om den i lagen om värdeandelskonton och lagen om värdepapperskonton. Genom lagen ingrips inte heller i de sakrättsliga regler som reglerar säkerhetsrättens giltighet gentemot utomstående. Syftet med lagen är dock att för sin del stärka uppfattningen att upprättande av säkerhetsrätten för säkerhetsagenter (så att endera säkerhetsagenten eller säkerhetsborgenärerna är s.k. formella säkerhetsinnehavare) är möjligt att genomföra på ett sätt som är bindande för utomstående.

2 kap. **Utseende av ombud för obligationsinnehavare samt ombudets oberoende, ombudets verksamhet samt ombudsavtalets bindande verkan**

Kapitelvis motivering. I 2 kap. i lagen föreskrivs om utnämnannde av ett ombud, eller av en säkerhetsagent som agerar ombud, i samband med emissionen av obligationslånet eller senare

under obligationslånets löptid. I kapitlet föreskrivs förutom om ombudets oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen också om ombudsavtalets bindande verkan gentemot obligationsinnehavarna och senare förvärvare av obligationerna samt obligationsinnehavarnas borgenärer. Kapitlet innehåller flera bestämmelser om ombudsverksamheten. Ombud ska iaktta jämlikhetskravet vid utförandet av ett uppdrag. Inom olika grupperingar av obligationsinnehavare ska obligationsinnehavarna behandlas jämlikt och på motsvarande sätt ska de olika grupperingarna av obligationsinnehavare behandlas jämlikt sinsemellan, om det inte finns en godtagbar anledning till särbehandling, t.ex. på grund av att värdepapperen är av olika slag eller att investerings- eller röstandelarna är olika stora. Ombud får heller inte agera i strid med sådan god värdepappersmarknadssed som avses i 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen. Genom en förteckning med exempel belyser man vilka rättigheter som kan ingå i ombuds rättigheter. I kapitlet föreskrivs kort om ett ombuds informationsskyldighet, återkallande och hävning av ett ombuds representationsrätt samt om byte av ombud och ombudets avgång. En enskild obligationsinnehavare kan inte återkalla ett ombuds representationsrätt eller ombudets befogenheter eller säga upp ett ombudsavtal. Vid obligationsinnehavarnas möte kan dock ombudets representationsrätt och befogenhet återkallas på ett sådant sätt som förutsätts i ombudsavtalet. Återkallande och hävande av ett ombuds representationsrätt, byte eller avgång av ombud kan inte träda i kraft innan ett nytt ombud har utsetts, om det inte i enlighet med ombudsavtalet har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga.

4 §. Utseende av ombud och ombudets oberoende. I paragrafen föreskrivs det om utseende av ombud och ombudet oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen. Syftet med paragrafen är att säkerställa att ombud för obligationsinnehavare inte är i beroendeförhållande till någon annan aktör. Paragrafen är dispositiv. När antalet obligationsinnehavare av ett emitterat obligationslån (investerare) normalt är stort kan det med tanke på de praktiska arrangemangen och skötseln i fråga om obligationslånet vara praktiskt och t.o.m. behövt att utse en separat aktör att agera gemensamt för obligationsinnehavarna. Behovet av att använda ett gemensamt ombud kan dels bero på att villkoren för ett obligationslån innehåller specialvillkor (t.ex. konventioner som gäller finansiering och som ombudet ska övervaka att uppfylls utifrån de meddelanden som lämnas till ombudet), dels på att säkerheter har ställts för obligationslånet och att dessa ska förvaras och eventuellt realiserar för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning. Ombudet agerar i obligationsinnehavarnas intresse och för deras räkning gentemot emittenten och utomstående. Därför ska den som utses till ombud bedömas som oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen och ombudet ska bevara sitt oberoende under hela den tid som uppdraget pågår. Om den som utnämns till ombud inte uppfyller kravet på oberoende och inte har meddelat en omständighet som äventyrar oberoendet, eller senare har förlorat sitt oberoende, ska ombudet meddela obligationsinnehavarna detta och ombudet ska bytas ut. Ombudet förlorar sitt oberoende endast om emittenten eller den som ordnar emissionen har en dominerande ställning i förhållande till ombudet på grund av ägande eller någon annan omständighet. När ett ombud utses i samband med emission av ett obligationslån ska ombudet vara oberoende i förhållande till den som ordnar emissionen. Bestämmelsen motsvarar 9 § 2 mom. i lagen om skiljeförfarande (967/1992).

Ett ombud kan utses i samband med emissionen av obligationslånet eller också senare, t.ex. om en säkerhet ordnas för obligationslånet och uppgiften att förvara och förfoga över den i rättsligt hänseende ges till ombudet. I praktiken är det ofta nödvändigt att emittenten kan utse ombudet redan innan obligationerna säljs till investerarna. Också i detta fall sker utseendet av ombudet i ombudsavtalet så att obligationsinnehavarna (investerarna) när de tecknar obligationerna, dvs. låneandelarna, eller skaffar dem på sekundärmarknaden godkänner de villkor och bestämmelser som gäller ombudet som bindande för dem själva. På detta sätt blir investerarna parter i avtalet i fråga. Det är då fråga om ett multilateralt avtalsarrangemang där parterna är emittenten, ombudet och obligationsinnehavarna. Avtalsarrangemanget är i enlighet med

de allmänna avtalsrättsliga lärorna bindande för avtalsparterna (*pacta sunt servanda*). I ett avtal kan man på förhand bereda sig på bl.a. att det i ett senare skede under obligationslånets löptid kan utses ett ombud för obligationsinnehavarnas del, t.ex. en säkerhetsagent, som förvarar den säkerhet som ställts för obligationslånet och som förfogar över den i rättsligt hänseende. I allmänhet sker dock ett sådant senare utseende genom en ändring av obligationslånets villkor.

I 1 mom. föreskrivs att det i ett ombudsavtal kan bestämmas att ett eller flera ombud som bedömts vara oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen ska utses för att i enlighet med avtalet bevaka obligationsinnehavarnas intressen. Med ett ombud som är oberoende av emittenten och den som ordnar emissionen avses en person i fråga om vilken emittenten eller den som ordnar emissionen inte har dominerande ställning på grund av ägande eller någon annan omständighet. Bestämmelsen innebär också att det vid behov och beroende av omständigheterna kan utses flera ombud att sköta endera samma uppgifter eller olika uppgifter eller att sköta intressebevakningen för olika grupper av obligationsinnehavare. I sådana fall ska varje ombuds uppgifter definieras liksom också gränserna för ombudens behörighet och befogenhet inbördes. En säkerhetsagent som verkar som ombud kan utses att förvara obligationslånets säkerheter och föfoga över dem i rättsligt hänseende för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning. Utseende av en säkerhetsagent som agerar ombud kan i enlighet med det som överenskommit i ombudsavtalet göras endera av ombudet eller av obligationsinnehavarna tillsammans. Ombudet utses för de obligationsinnehavares del som ombudet företräder en säkerhetsagent att föfoga över obligationslånets säkerheter närmast i sådana obligationslån med säkerhet där samma säkerhet utnyttjas eller används som säkerhet också av en annan borgenärsgrupp, t.ex. ett banksyndikat som har beviljat en syndikerad kredit. I sådana fall utses säkerhetsagenten ofta genom ett avtal borgenärerna emellan (eng. *intercreditor agreement*, nedan *intercreditor-avtal*), där ombudet är part i denna egenskap (som ombud för obligationsinnehavarna).

Utseendet av ombudet sker därmed endera i samband med emissionen av obligationslånet eller senare under obligationslånets löptid. Under normala förhållanden utses ombudet genom avtalsförfarande. Utseendet kan ske genom ombudsavtalet eller genom något annat avtal i anknytning till obligationslånet. Med det sistnämnda kan avses ett borgenärsavtal eller ibland ett säkerhetsavtal.

Ombudet utses att övervaka i allmänhet alla obligationsinnehavares fördel, eftersom en sådan lösning i praktiken främjar en jämlik och koncentrerad skötsel av ärendena, både med tanke på emittenten och med tanke på obligationsinnehavarna. Sett ur perspektivet som tar hänsyn till mångfalden av situationer är det ändamålsenligt att i sista hand låta frågan omfattas av området för avtalsfriheten. Det är också möjligt, fastän ovanligt, att ombudet utses att övervaka fördelarna för endast den del av obligationsinnehavarna som det separat har överenskommit om, eller att olika uppgifter genom avtal har delats mellan flera ombud.

I 2 mom. föreskrivs om skyldigheten för den som tillfrågats att sköta uppdraget som ombud att innan han eller hon tar emot uppdraget uppge alla de omständigheter som kan äventyra hans eller hennes oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen. Sådana omständigheter kan vara emittentens dominerande ställning på grund av ägande eller någon annan omständighet i en sammanslutning där ombudet är verksamt eller ombudets beroende på grund av långivning. Trots de omständigheter som den som tillfrågats att sköta uppdraget som ombud uppger kan personen utses till ombud, om det anses att de omständigheter som uppgetts inte äventyrar ombudets oberoende. Bedömningen görs från fall till fall. Detta innebär att man är medveten om de omständigheter som har uppgetts av den som har tillfrågats att sköta uppdraget som ombud och med dem som grund bedömer huruvida omständigheterna äventyrar ombudets oberoende dels i förhållande till emittenten, dels när ombudet väljs i för-

hållande till den som ordnar emissionen. Ombudet är dock skyldigt att fram till dess att ombudsförhållandet upphör uppge alla de omständigheter som nämns ovan och som inte tidigare har uppgetts för obligationsinnehavarna.

5 §. *Ombudsavtalets bindande verkan.* Ombudsavtalet är enligt paragrafen bindande för obligationsinnehavarna, både nuvarande och framtida innehavare, på samma sätt som för obligationsinnehavarnas borgenärer. I samband med emitteringen av ett obligationslån blir obligationsinnehavarna bundna till ombudsavtalet. Bestämmelserna om utseende av ett ombud ingår i ombudsavtalet.

Ombudsavtalet kan bli bindande för obligationsinnehavarna också senare efter teckningen av obligationerna i det fallet att utseendet av ombudet sker efter teckningen av obligationerna och obligationsinnehavarna tillsammans godkänner ombudsavtalet. Det är därmed möjligt att utseendet av ombudet sker separat från emissionen. Obligationsinnehavarna kan vid behov, t.ex. vid ett möte som sammankallats i samband med säkerhetsarrangemanget, besluta om utseendet av ombudet. Det kan tas in en bestämmelse i ombudsavtalet om utseendet och förfarandet i samband med det.

När obligationer senare på sekundärmarknaden säljs till nya investerare blir dessa förvärvare på samma sätt bundna till utseendet av ombudet. Utseendet av ombud i en situation där en obligationsinnehavare blivit insolvent är också bindande för obligationsinnehavarens borgenärer.

Om en fordran som grundar sig på obligationsinnehavarens obligationer utmäts, är utseendet av ombudet bindande för utmätningsborgenären. I det fall att obligationsinnehavaren försätts i konkurs i enlighet med konkurslagen eller en skuldsanering för privatpersoner i enlighet med lagen om skuldsanering för privatpersoner (57/1993), ett saneringsförfarande i enlighet med lagen om företagsanering eller något annat tillämpligt formellt förfarande inleds för obligationsinnehavaren är utseendet av ombud bindande för konkursförvaltningen och konkursborgenärerna, företagssaneringens utredare och saneringsborgenärerna samt aktörer och borgenärer i ett annat tillämpligt myndighetsförfarande. Ett annat tillämpligt formellt förfarande kan betyda t.ex. en försäkringskassas likvidationsförfarande i enlighet med lagen om försäkringskassor (1164/1992). Utseendet av ombud är också bindande för obligationsinnehavarens borgenärer, om det för obligationsinnehavaren inleds ett motsvarande utländskt insolvensförfarande.

6 §. *Rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal.* I paragrafen föreskrivs det om rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal. Framför allt med tanke på icke-professionella investerare som obligationsinnehavare behövs i *1 mom.* en allmän bestämmelse (minimibestämmelse) om ombudets skyldighet att behandla obligationsinnehavarna lika när ombudet agerar i de obligationsinnehavarens intresse som ombudet företräder. Investerarnas befogade förväntningar är att ombudet i sin verksamhet behandlar alla de investerare som ombudet företräder lika. Jämlikhetskravet är en naturlig regel att utgå från. Om ombudet ändå i en rättshandling handlar i strid med jämlikhetskravet kan den andra parten i rättshandlingen ha behov av att förvärva godtrosskydd. I ett sådant fall kan verksamhet i strid med jämlikhetskravet karaktäriseras som en situation liknande den där befogenheterna överskrids. Den part som ingått rättshandlingen med ombudet och som inte kände till eller borde ha känt till ombudets verksamhet i strid med jämlikhetskravet, jämförbar med överskridande av befogenheterna, kan förvärva godtrosskydd och rättshandlingen förbli i kraft.

Med jämlikhetskravet avses att obligationsinnehavarna inom olika grupperingar av obligationsinnehavare ska behandlas jämlikt, och på motsvarande sätt ska de olika grupperingarna av obligationsinnehavare sinsemellan behandlas jämlikt. I enlighet med 8 kap. 6 b § i värdepappersmarknadslagen ska alla innehavare av obligationslån som har emitterats samtidigt och på

samma villkor behandlas lika med avseende på de rättigheter som är förenade med skuldebrev. Samma krav ställs på ombud, som under tiden för ombudsarrangemanget vid skötseln av sitt uppdrag gentemot obligationsinnehavarna i fråga om befogenheter ska agera enligt ombudsavtalet eller instruktioner som getts senare och med beaktande av jämlikhetskravet som utgångspunkt.

Bestämmelserna om likställighetsprincipen i 1 kap. 7 § i aktiebolagslagen och kravet på jämlik eller rättvis värdepappersmarknadsrättslig behandling är delvis jämförbara och de kan ofta tillämpas överlappande. Den aktiebolagsrättsliga likställighetsprincipen gäller beslutsfattandet i bolaget och dess organ och betonar den jämlika behandlingen per aktie, dvs. behandlingen av de rättigheter som aktierna medför. Den värdepappersmarknadsrättsliga likställighetsprincipen gäller däremot inte jämlikhet per aktie, utan relevant utifrån värdepappersmarknadslagen är principen om likabehandling av investerarna. Den som lämnat t.ex. ett offentligt uppköpserbjudande (budgivaren) får inte enligt 11 kap. 7 § i värdepappersmarknadslagen särbehandla de innehavare av ett målbolags värdepapper som avses i 11 kap. 1 § i den lagen (opartiskt bemötande). Det finns också andra skillnader, eftersom alla tillämpningssituationer som avses i 1 kap. 7 § i aktiebolagslagen till följd av skillnader i tillämpningsområde för aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen inte omfattas av tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen, redan av den anledningen att värdepappersmarknadslagen inte tillämpas på onoterade bolag. Likställighetsprincipen enligt 1 kap. 7 § i aktiebolagslagen blir inte heller tillämplig på förhållanden mellan bolaget och dess borgenärer eller mellan bolagets aktieägare och bolagets borgenärer. Kravet på opartiskt bemötande har beskrivits mer detaljerat än likställighetsprincipen, eftersom det först och främst gäller det inbördes förhållandet mellan ägare av ett visst slag av värdepapper. För samma slag av värdepapper får inte till vissa ägare göras ett erbjudande som avviker från erbjudandet till andra ägare av samma slags värdepapper. Villkoren för olika slag av värdepapper kan dock anges på olika sätt i enlighet med värdepapperet i fråga. Av kravet på opartiskt bemötande följer bl.a. att vederlagen ska stå i ett förnuftigt och rättvist förhållande sinsemellan.³ Bestämmelsen i 1 mom. är tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

I 2 mom. föreskrivs det om god värdepappersmarknadssed. Bestämmelser om god sed har av hävd alltid ingått i lagstiftningen om finansmarknaden. Exempelvis ska kreditinstitut i enlighet med 15 kap. 1 § i kreditinstitutslagen, som gäller förfaranden vid kundtransaktioner, iaktta god banksed. För ännu längre tid tillbaka, med början redan från 1930-talet, har det i försäkringsbolagslagen föreskrivits om god försäkringssed och i den gällande ordalydelsen (25 kap. 1 §) föreskrivs att "Finansinspektionen ska övervaka att försäkringsbolagen iakttar lagstiftningen om försäkringsverksamhet samt god försäkringssed". I 3 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen står det följande: "Dessutom främjar Finansinspektionen goda förfaranden på finansmarknaden". Enligt 4 § 1 mom. i lagen om indrivning av fordringar får det vid indrivning inte användas ett förfarande som strider mot god indrivningssed eller som annars är otillbörligt mot gäldenären. När en branschspecifik god sed och uppförandekod formas genom självreglering är det också fråga om en samverkan mellan rättsregler och självreglering där de rättsliga, etiska och moraliska synpunkterna bör beaktas. Syftet med självreglering är vanligen att säkerställa kvaliteten på verksamheten inom den egna näringsgrenen eller yrkesgruppen.

Bestämmelsen motsvarar förbudet i 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen att förfara i strid mot god värdepappersmarknadssed och förtydligar att skyldigheten att iaktta god värdepappersmarknadssed också gäller ombudsverksamhet. Ett ombud betraktas om en aktör på värdepappersmarknaden. Bestämmelsen stöder lagens omfattande dispositiva karaktär samt den relativt lätta lagstiftningen för ombudet när det gäller bl.a. kraven på affärsplan och minimikap-

³ Seppo Villa: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista? (Är jämlikt bemötande alltid likvärdigt?) Lakimies 2008 s. 563—581

tal. Förutsättningen för denna lagstiftning kan anses vara en bestämmelse om iakttagande av god sed. I likhet med 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen gäller bestämmelsen också andra finansiella instrument än värdepapper. Med avvikelse från värdepappersmarknadslagen utsträcker sig den skyldighet som avses i paragrafen också till situationer som inte är förlagda till värdepappersmarknaden men där de tjänster som ombudet tillhandahåller marknadsförs för aktörer på värdepappersmarknaden. Trots att den allmänna bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen i enlighet med lagens motivering (RP 32/2012 rd s. 95) ska tillämpas på alla fysiska och juridiska personer som är verksamma på marknaden och deltar i verksamheten, kan inte tillämpningsområdet för paragrafen om god värdepappersmarknadssed vara mer omfattande än det allmänna tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen enligt lagens 1 kap. 1 § och det kan inte genom motiveringstext utvidgas. 1 kap. 9 § i aktiebolagslagen föreskrivs det t.ex. att det i bolagsordningen inte får tas in föreskrifter som strider mot god sed. På motsvarande sätt får man inte i ombudsavtal ta in föreskrifter som strider mot god värdepappersmarknadssed. I värdepappersmarknadslagen regleras informationsskyldigheten i fråga om flera bolagsrättsliga omständigheter, t.ex. förvärv av egna aktier samt offentliggörande av bokslut, verksamhetsberättelse och kallelse till bolagsstämma. En tolkning enligt vilken god värdepappersmarknadssed genomgående ska tillämpas också när aktiebolagslagen iakttas, eftersom de flesta transaktionerna på värdepappersmarknaden innehåller bolagsrättsliga drag, avviker från normal tolkningspraxis och är mycket utvidgande. I aktiebolagslagen finns ingen uttrycklig bestämmelse om god värdepappersmarknadssed och någon sådan bestämmelse kan inte härledas ur motiveringen till värdepappersmarknadslagen. Inte heller ett ombuds skyldighet att iaktta god värdepappersmarknadssed kan härledas ur värdepappersmarknadslagen eller dess motivering. Därför behövs en särskild bestämmelse om god värdepappersmarknadssed i anknytning till ombudsförhållanden. Det har däremot inte ansetts vara nödvändigt att utöver god värdepappersmarknadssed eller i stället för den skapa någon form av god ombudssed, *ny god praxis*, som tillsvidare inte har ett allmänt erkänt innehåll.

Värdepappersmarknadslagen tillämpas inte heller på all verksamhet på värdepappersmarknaden, utan utöver den lagen har flera speciallagar stiftats. För att syftet med den allmänna bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed som en styrande princip på hela värdepappersmarknaden ska kunna nås måste lagen kompletteras. För att syftet med den allmänna bestämmelsen ska kunna nås, förhållandet mellan de olika lagarna och tillämpningsområdena ska kunna förtydligas, effektiva skyldigheter ska gälla alla parter och självregleringen stärkas behövs det i lagen en hänvisning till den allmänna bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen. Genom lagtekniska hänvisningar understryks det att alla aktörer på värdepappersmarknaden måste iaktta förfaranden som är förenliga med god värdepappersmarknadssed och stämmer överens med värdepappersmarknadslagstiftningens detaljerade bestämmelser samt med lagstiftningens syfte. Av denna orsak gäller bestämmelsen de förfaranden som används vid tillhandahållande av tjänster i anknytning till ombudsverksamhet. Lagtekniskt motsvarar bestämmelsen hänvisningen i 12 kap. 2 § i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder (162/2014). Bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed måste fogas till lagen med tanke på ombudsverksamhetens tillförlitlighet och för att stärka investerarskyddet i synnerhet på obligationsmarknaden, eftersom den huvudsakliga synvinkeln för värdepappersmarknadslagstiftningen är reglering av aktiemarknaden. Ombudets omfattande rätt att bedriva verksamhet och rätten att förvara kundmedel och säkerheter och i rättsligt hänseende bestämma över dem talar för bestämmelser om branschens självreglering, men eftersom aktörerna är få kan skyldigheten till kodifiering av självregleringen vara för tung. Iakttagandet av god värdepappersmarknadssed ersätter skyldigheten att kodifiera självregleringen.

Betydelsen av god värdepappersmarknadssed betonas i ombudsverksamheten på grund av dess fiduciariska karaktär, t.ex. förvaltning, förvaring, skötsel av kundmedel och säkerhetsegendom samt vid behov indrivning och realisering av dem. Till följd av sin karaktär är bestämmelsen är tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

I allmänhet avtalas det om ombudets rättigheter och skyldigheter samt om befogenheter i ombudsavtalet. Ombudet får behörighet att agera som ombud i förhållande till emittenten och till utomstående när ombudet i ombudsavtalet har utsetts till sitt uppdrag och ombudsavtalet blivit bindande för obligationsinnehavarna. Det kan också avtalas om att obligationsinnehavarna eller majoriteten av obligationsinnehavarna styr ombudets befogenheter under den tid ombudsavtalet för obligationslånet är i kraft. I avtalspraxis är det vanligt att genom obligationsinnehavarnas majoritetsbeslut styra ombudets befogenheter i olika uppgifter.

Bestämmelserna om ombudets behörighet och befogenhet samt avtalsförpliktelse omfattar inte bara de ursprungliga utan också senare obligationsinnehavare. För att bestämmelserna ska omfatta emittenten i synnerhet i fråga om befogenheterna krävs det att emittenten kände till eller borde ha känt till bestämmelserna om behörighet. I praktiken ordnas detta utan undantag så att emittenten själv också är part i ombudsavtalet och därmed känner till gränserna för ombudets befogenhet och blir bunden.

Enligt 3 mom. har de åtgärder som ombudet vidtar med stöd av ombudsavtalet direkt rättsverkan på obligationsinnehavarna. För åtgärder som ombudet vidtar behövs det med andra ord inte något separat godkännande eller åtgärder i efterhand för obligationsinnehavarnas del.

De rättshandlingar som ombudet utför inom ramen för sin behörighet är bindande för obligationsinnehavarna. Om ombudet överskrider sin behörighet är rättshandlingarna inte bindande för obligationsinnehavarna, eftersom ombudets behörighet att utföra rättshandlingar begränsar sig till innehållet i ombudsavtalet och de ramar som det ställer. Då har avtalspartens goda tro ingen betydelse, eftersom den person som ombudet utför rättshandlingen med regelbundet kan försäkra sig om behörigheten utifrån ombudsavtalet. Det kan däremot uppstå situationer där en annan part i ombudsavtalet, t.ex. en obligationsinnehavare, inte har fått tillgång till alla väsentliga avtal eller avtalsvillkor och då är gränserna för ombudets behörighet nödvändigtvis inte entydiga. Då måste man från fall till fall klarlägga gränserna för ombudets behörighet och utreda om ombudet har utfört rättshandlingen inom ramen för sin behörighet eller inte.

Om obligationsinnehavarna har begränsat ombudets befogenhet så att den är snävare än behörigheten enligt ombudsavtalet, är en rättshandling som ombudet utför med överskridande av sina befogenheter, men inom ramen för behörigheten, bindande för obligationsinnehavarna om den person som ombudet utförde rättshandlingen med på goda grunder har varit i god tro; med andra ord har personen inte känt till eller borde ha känt till de instruktioner som obligationsinnehavarna gett ombudet eller att ombudet överskridit dessa. God tro hos den som utför en rättshandling med ombudet skyddas i fall där befogenheterna överskrids under förutsättning att personen i enlighet med bedömning från fall till fall har uppfyllt sin s.k. utredningsskyldighet på normalnivå. Detta mäts utifrån omfattningen av den utredning som en normalt aktsam person skulle göra. I det fall att den person med vilken rättshandlingen utfördes visste eller borde ha vetat om instruktionerna och att de överskreds är rättshandlingen inte bindande för obligationsinnehavarna.

Det är t.ex. möjligt, även om det i praktiken är ett undantag, att ombudet agerar i strid med de instruktioner som getts vid obligationsinnehavarnas möte och då kan skyddet för god tro i fråga om en investerare på sekundärmarknaden bli tillämpligt. Alternativt kan ett ombud också genomföra en realisation av säkerheten i obligationsinnehavarnas intresse och för deras räkning utifrån de instruktioner ombudet har fått. Då har utomstående behov av att känna till ombudets behörighet och befogenhet. Kravet på god tro hos utomstående anknyter i hög grad till ombudets befogenheter och avgränsningen av dem.

Enligt 4 mom. är paragrafen tvingande och det kan inte avtalas om detta på något annat sätt.

7 §. *Ombuds rätt att bedriva verksamhet.* I paragrafen föreskrivs det om ett ombuds rätt att bedriva verksamhet. I 1 mom. belyser man genom exempel vad som åtminstone ingår i ombudets rättigheter, om inte något annat har avtalats. Avsikten är inte att förteckningen ska vara uttömmande, utan att den ska visa på exempel. Bestämmelsen motsvarar den gällande marknadspraxisen. Av denna orsak har bestämmelsen skrivits i form av en utgångsbestämmelse. Ombudet har med andra ord åtminstone de rättigheter som räknas upp i bestämmelsen, om inte något annat har överenskommit. I ombudets rätt att bedriva verksamhet kan också annat anses ingå, om det med tanke på ombudsarrangemangets funktion anses motiverat och motsvarar parternas avsikt. Bestämmelsen är dispositiv.

Enligt 1 punkten har ett ombud rätt att för obligationsinnehavarnas del eller i deras namn samt för samtliga obligationsinnehavares räkning väcka talan mot emittenten eller utomstående i ärenden som gäller obligationslånet och föra talan i rättegångar om obligationslånet utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna. När ombudet inleder processen utsträcker sig dess litispens (lis pendens) till samtliga obligationsinnehavare. I avgörandet i ett ärende som gäller obligationslån omfattar rättskraftsverkan (res judicata) samtliga obligationsinnehavare. Beviljande av talerätten till ett ombud betyder i praktiken en smidig skötsel av ärendena. Om ombudet inte har rätt att uppträda inför domstol ska ombudet använda en advokat eller jurist med behörigt tillstånd som sitt ombud.

Ombudets talerätt kan beroende av avtal vara endera exklusiv och utesluta obligationsinnehavarna eller parallell tillsammans med obligationsinnehavarna. Frågan om exklusivitet i fråga om ombudets användande av talerätt lämnas på grund av situationernas mångfald till området för avtalsfriheten. Det är dock sannolikt att man av praktiska skäl strävar efter ett arrangemang där ombudets talerätt är exklusiv och utesluter obligationsinnehavarna. Denna fråga avgörs i praktiken också beroende av den modell för beslutsfattande som obligationsinnehavarna använder för att från fall till fall besluta om användningen av talerätten. Exempelvis obligationsinnehavarnas majoritetsbeslut kan komma i fråga eller gruppbeslut fattade av endast de större obligationsinnehavarna. Ett sådant majoritetsbeslut stöder för sin del exklusivitet när det gäller användning av ombudets talerätt.

Det finns skäl att i avtalspraxis också bereda sig på att inte en enda obligationsinnehavare eller inte ett sådant antal obligationsinnehavare som förutsätts i ombudsavtalet deltar i det första borgenärsmötet. I ett sådant fall ska ett andra möte ordnas och då kan i princip en enda mötesdeltagare fatta beslut som gäller samtliga obligationsinnehavare. Det centrala är att verksamheten och beslutsfattandet löper smidigt.

Av praktiska orsaker är det synnerligen viktigt att ombudet kan använda talerätten i rättegångar och skiljeförfaranden som gäller obligationslånet utan separat bemyndigande från de obligationsinnehavare som ombudet företräder. Det är ett arbetsamt och långsamt förfarande att samla in befullmäktiganden (fullmakter) av obligationsinnehavarna och det ökar också rättegångskostnaderna. Det kan också finnas risk för obligationsinnehavares rättsförlust då bemyndigandet inte ges på grund av t.ex. brister i kommunikationen eller någon motsvarande omständighet, trots att det inte finns några hinder i sak att lämna bemyndigandet.

Enligt 1 mom. 2 punkten har ombudet bindande rätt att för obligationsinnehavarnas del ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs samt företräda obligationsinnehavarna och föra deras talan och använda alla obligationsinnehavares röstetal för deras gemensamma räkning vid emittentens konkurs utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna. Ombudet har denna rätt oberoende av om ombudet är en sådan borgenär som avses i 2 kap. 2 § i konkurslagen. I ombudets rätt att företräda obligationsinnehavarna och utan obligationsinnehavarnas separata bemyndigande föra deras talan vid emittentens konkurs ingår bl.a. rätten att utöva borgenärernas beslutanderätt för obligationsinnehavarnas del i enlighet med bestämmelserna i 15

kap. i konkurslagen, bevakning av obligationsinnehavarnas konkursfordringar i enlighet med 12 kap. 6 § i konkurslagen (och nämnda bestämmelse till trots) samt bestridande av det förslag till utdelningsförteckning som boförvaltaren har utarbetat i enlighet med bestämmelserna i 13 kap. i konkurslagen. Inte heller boförvaltaren eller andra borgenärer har rätt att med stöd av 13 kap. 1 § 3 punkten eller 13 kap. 4 § i konkurslagen bestrida en fordran i utdelningsförteckningen eller fordrans förmånsrätt med motivering enbart på grund av att fordran har meddelats av ombudet för obligationsinnehavarnas del.

Enligt 1 kap. 1 § i konkurslagen kan en gäldenär som inte kan svara för sina skulder försättas i konkurs. Konkurs är ett insolvensförfarande som omfattar gäldenärens samtliga skulder och som innebär att gäldenärens egendom används till att betala konkursfordringarna. När en konkurs inleds förlorar gäldenären bestämmanderätten över sin egendom. Egendomen realiseras och de influtna medlen används för att betala gäldenärens skulder. En allmän förutsättning för försättande i konkurs är att gäldenären är insolvent, dvs. gäldenären kan inte betala sina skulder när de förfaller till betalning, och denna oförmåga inte är endast tillfällig. En behörig domstol fattar beslut om försättande i konkurs på gäldenärens eller borgenärens ansökan. Domstolen utser en boförvaltare att sköta gäldenärens egendom och förvalta konkursboet. Utöver gäldenären kan också en borgenär ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs om de förutsättningar för försättande i konkurs som föreskrivs i 2 kap. i konkurslagen uppfylls. Enligt 2 kap. 2 § i konkurslagen är en borgenär en person som har en fordran på gäldenären. Ur konkurslagens synvinkel koncentreras frågan till huruvida ett ombud utan obligationsinnehavarnas separata bemyndigande för de obligationsinnehavare som ombudet företräder har rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs och efter detta bevaka obligationsinnehavarnas andelar av fordringarna i boförvaltarens utdelningsförteckning i enlighet med 12 kap. 6 § i konkurslagen (och nämnda bestämmelse till trots) samt bestridande av det förslag till utdelningsförteckning som boförvaltaren har utarbetat i enlighet med bestämmelserna i 13 kap. i konkurslagen.

När obligationsinnehavarna har utsett ett ombud för sig överför de inte sina obligationslånefordringar till ombudet, utan obligationsinnehavarna behåller sin ställning som borgenärer. Utifrån bestämmelserna i konkurslagen är ombudet inte borgenär i den mening som avses i konkurslagen i sådana situationer där ombudet inte själv har investerat i den aktuella emittentens obligationslån, då samma emittent kan ha fler obligationslån. Om ombudet i denna situation inte som laglig företrädare för obligationsinnehavarna kan ansöka om konkurs eller agera i konkursboets förvaltning utan obligationsinnehavarnas separata bemyndigande leder det till att varje enskild obligationsinnehavare självständigt måste sköta den effektiva bevakningen av sina rättigheter i emittentens konkurs. Detta innebär för sin del en växande arbetsbörda och kostnader för obligationsinnehavarna, vilket bör beaktas redan innan ombudsarrangemanget inleds. På grund av detta är det viktigt att på lagnivå föreskriva om ombudets självständiga rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs för det gemensamma borgenärskollektiv som ombudet företräder, dvs. för obligationsinnehavarnas del och räkning samt bevaka obligationsinnehavarnas fordringar i det egentliga konkursförfarandet. En klar reglering i saken främjar med tanke på rättssäkerheten för marknadsdeltagarna en önskad utveckling på obligationslånemarknaden.

Det är också möjligt att obligationsinnehavarna överför sina rättigheter som konkursborgenärer till ett ombud som företräder dem. En sådan uttrycklig överföring av rättigheterna som borgenär ger ombudet grund för att bl.a. i eget namn ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs i ärenden som omfattas av ombudets befogenhet liksom rätten att bevaka fordringarna för de aktörer som ombudet företräder i gäldenärens konkurs. På samma sätt som när det gäller grundande av ombudets talerätt har det för att trygga de nämnda rättigheterna att agera för ombudet varit kutym att i obligationslånets villkor använda sig av överföring för indrivning, dvs. prokuraindossament, som det föreskrivs om i växellagen, checklagen och i lagen om in-

drivning av fordringar. Villkoren för befintliga obligationslån anses i denna fråga vara bindande, men när det föreskrivs om saken på lagnivå är det inte längre vare sig nödvändigt eller behövt att i framtida obligationslån använda sig av den i nordiska sammanhang exceptionella konstruktionen med prokuraindossament.

Ombudets rätt att ansöka om att gäldenären ska försättas i konkurs kan beroende av avtalet vara endera exklusiv som utesluter obligationsinnehavarna eller parallell tillsammans med obligationsinnehavarna. Frågan om exklusivitet i fråga om ombudets användande av denna rätt lämnas på grund av mångfalden av situationer till området för avtalsfriheten.

Enligt 1 mom. 3 punkten har ombudet bindande rätt att ansöka om att det emitterande företaget ska inleda ett saneringsförfarande, ett annat lämpligt insolvensförfarande eller ett formellt förfarande med motsvarande verkningar, med vilket det avses t.ex. ett utländskt insolvensförfarande eller förfaranden i enlighet med speciallagstiftning som lämpar sig för vissa samman slutningar (t.ex. kreditinstitut och värdepappersföretag) och som kan vara lämpliga för en emittent av ett obligationslån. Enligt 1 mom. 4 punkten har ombudet rätt att förorda emittentens ansökan om inledande av saneringsförfarande, företräda obligationsinnehavarna och föra talan samt använda alla obligationsinnehavares röstetal vid de förfaranden som nämns i 3 punkten.

Vid granskningen av företagssanering och ombudets rättsliga ställning vid saneringsförfarande upprepas samma problemkomplex som i fråga om konkurs. Det måste bedömas om ombudet överhuvudtaget har befogenhet att för de obligationsinnehavares del som ombudet företräder ansöka om att emittenten ska inleda ett saneringsförfarande utan separat bemyndigande av obligationsinnehavarna. Dessutom ska det bedömas om ombudet får föra talan för de obligationsinnehavares del som ombudet företräder under företagssaneringens olika skeden. Vidare ska det bedömas om ombudet får ta emot delgivningar från utredaren för de obligationsinnehavares del som ombudet företräder under saneringsförfarandets olika skeden. Utgångspunkten för lagen om företagssanering är att ansökan om företagssanering ska komma från en enskild part. Gäldenären och alla borgenärer har självständig rätt att ansöka om att förfarandet ska inledas. Särdragen för företagssanering är en gemensam ansökan av flera parter samt att en part ställer sig bakom en annan parts ansökan. I praktiken är borgenärsinitierade företagssaneringar ovanliga, så de mest centrala rättigheterna är ett eventuellt förordande av emittentens egen ansökan om företagssanering samt förande av talan för obligationsinnehavarnas del vid saneringsförfarandet. Ombudets rätt att för obligationsinnehavarnas del ansöka om att förfarandet ska inledas samt att förorda emittentens ansökan om företagssanering ser ut att med vissa reservationer kunna vara möjliga att ordna inom ramarna för den gällande lagstiftningen, såvida en utvidgande tolkning av ombudets rätt att agera i saneringsförfaranden omfattas. Det finns dock inte någon fullständig rättslig säkerhet i denna sak, eftersom man också med fog kan påstå att ett ombud inte har rätt att agera i eget namn (dvs. saklegitimation) i ärenden som gäller saneringsförfarande. Detta beror på att ombudet självt inte är borgenär, utan uttryckligen borgenärernas kollektiva genom avtalsbestämmelser inrättade ombud. Av denna orsak är det förtydligande att på lagnivå föreskriva att obligationsinnehavarnas ombud, utan att ombudet har en fordran på emittenten och utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna, har självständig rätt att ansöka om att emittenten ska inleda saneringsförfarande och förorda emittentens egen ansökan om företagssanering för det borgenärskollektivt ombudet företräder, dvs. för obligationsinnehavarnas del och räkning samt för deras del föra talan vid verkställande av rättigheter som grundar sig på obligationslånet i fråga samt ta emot delgivningar från utredaren under olika skeden av saneringsförfarandet. Vid verkställandet av de rättigheter som grundar sig på obligationslånet kan ombudet för obligationsinnehavarnas del t.ex. godkänna omvandling av de fordringar som grundar sig på obligationslånet till emittentens aktier i enlighet med det som bestämts i saneringsprogrammet.

Enligt finsk lag är inte konkurs och saneringsförfarande nödvändigtvis de enda möjliga insolvensförfaranden som kan inledas för en emittent för ett sådant obligationslån som denna lag avser. Av denna orsak ingår för tydlighetens skull i 1 mom. 3 punkten en hänvisning också till andra lämpliga insolvensförfaranden eller formella förfaranden med motsvarande verkningar. Med ett annat lämpligt insolvensförfarande hänvisas t.ex. till utländska insolvensförfaranden som gäller en emittent eller emittentens egendom som kan omfattas av rättsordningen för området i fråga. I det fall att emittenten är en sammanslutning som regleras genom speciallagstiftning, såsom ett kreditinstitut eller värdepappersföretag, kan det med ett annat lämpligt insolvensförfarande avses t.ex. sådana förfaranden som avses i lagen om resolution av kreditinstitut och värdepappersföretag (1194/2014).

I 1 mom. 1—4 punkten föreskrivs om ombudets rätt att agera vid officiella insolvensförfaranden eller formella förfaranden med motsvarande verkningar. I ombudsavtalet kan ombudet dock ges rätt att agera också i andra än officiella insolvensförfaranden.

Enligt 1 mom. 5 punkten har ombudet rätt att för alla de obligationsinnehavares gemensamma räkning som ombudet företräder förvara de säkerheter som har ställts för obligationslånet, realisera dem och annars i rättsligt hänseende förfoga över dem. Ombudet kan också vara en säkerhetsagent som agerar som ombud. Regleringen gör det möjligt för ombudet att förfoga över säkerheterna för obligationslånet (förvarar och bestämmer över dem i rättsligt hänseende) endera i alla obligationsinnehavares namn eller i sitt eget namn, men för alla de obligationsinnehavares räkning som ombudet företräder. I det förra fallet förfogar ombudet över säkerheter i anknytning till obligationslånet gentemot tredje man i obligationsinnehavarnas namn. I detta sammanhang kan man tala om öppet och direkt ombudskap. I det senare fallet förfogar ombudet över säkerheter i anknytning till obligationslånet gentemot tredje man i sitt eget namn, trots att ombudet gör det för de obligationsinnehavares räkning som ombudet företräder. I detta fall kan man tal om indirekt ombudskap och i större omfattning om mellanhandsarrangemang.

Upprättande av en säkerhet på nivån för säkerhetsobjekt görs i enlighet med säkerhetsobjektets karaktär genom åtgärder för upprättande och fullbordande (tradition, registrering, denuntiation) med hjälp av en säkerhetsagent. När en fastighet är säkerhetsobjekt överlämnas det pantbrev som utvisar inteckning i fastigheten att förvaltas av ombudet och ombudet förvaltar det endera i obligationsinnehavarnas namn eller i eget namn, men i varje fall för obligationsinnehavarnas räkning. Om det ett på motsvarande sätt används ett sådant elektroniskt pantbrev som det föreskrivs om i jordabalken (540/1995) ska det vara möjligt att i lagfarts- och inteckningsregistret anteckna att ”ombudet förfogar över panten för obligationsinnehavarnas räkning”. I systemet för elektroniska pantbrev görs inget skriftligt pantbrev alls, utan det ersätts av en elektronisk anteckning i det offentliga lagfarts- och inteckningsregistret. När ombudet/säkerhetsagenten är pantinnehavare i sitt eget namn, trots att ombudet/säkerhetsagenten är det för alla de obligationsinnehavares räkning som ombudet/säkerhetsagenten företräder, kan ombudet/säkerhetsagenten antecknas som innehavare av panten i lagfarts- och inteckningsregistret. På motsvarande sätt kan i värdeandelssystemet ett ombud/en säkerhetsagent registreras som innehavare av en pant på ett värdeandelskonto. Separata fullbordanden behövs inte, trots att de låneinnehavare som finns i bakgrunden byts ut mot andra.

Med tanke på det rättsliga systemet är det inte nödvändigt att den rättsliga ställningen för ett ombud eller en säkerhetsagent som antecknats som säkerhetsinnehavare direkt framgår av de offentliga registeruppgifterna så länge som detta sakförhållande kan konstateras utifrån annat tillförlitligt material. Det ska med andra ord kunna påvisas att ombudet eller säkerhetsagenten är innehavare av den säkerhet som ställts för obligationslånet med rätt att förvara säkerheten och i rättslig mening bestämma över den för obligationsinnehavarnas räkning, medan åter obligationsinnehavarna är obligationslånets egentliga borgenärer. Ett ombud och en säkerhetsa-

gent som är ombud har redovisningsskyldighet för sin verksamhet gentemot obligationsinnehavarna.

Enligt 1 mom. 6 punkten har ombudet rätt att i ärenden som gäller en ändring av en emittents företagsstruktur och företagsform handla på ett sätt som är bindande för de av obligationslånets innehavare som ombudet företräder. Syftet är att ge ombudet exklusiv handlingsbehörighet i stället för obligationsinnehavarna i de situationer när beslut fattas om en emittents samfundsrättsliga företagsstruktur, t.ex. fusion och delning, eller företagsform, t.ex. ändring av ett andelslag till aktiebolag. Ombudet kan därmed för obligationsinnehavarnas del både understödja och motsätta sig dessa ändringar eller avstå från att motsätta sig dem. I praktiken ska ombudet dock inhämta obligationsinnehavarnas ställningstagande i dessa ärenden.

Enligt 1 mom. 7 punkten ingår det i ombudets rättigheter enligt 1—6 punkten också att ta emot meddelanden för obligationsinnehavarnas del. Bestämmelsen gäller alla situationer som avses i 1 mom.

Enligt 2 mom. kan det i fråga om ombudsavtalet bestämmas att ombudet har rätt eller skyldighet att handla självständigt eller endast i enlighet med anvisningar från samtliga obligationsinnehavare eller från sådana obligationsinnehavare som företräder en i ombudsavtalet bestämd andel av obligationerna.

Parternas avtalsfrihet och mångfalden situationer talar i praktiken för att man kan avtala om ombuds rättigheter och skyldigheter samt om deras användningsvillkor. Avsikten med lagen är inte att inskränka parternas avtalsfrihet, utan att ta fram alternativa lösningsmodeller. Momentet är därmed dispositivt.

Detta innebär att ombudets rätt att väcka tala mot emittenten eller utomstående i ärenden som gäller obligationslånet och föra talan vid rättegångar som gäller obligationslånet, ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs eller att saneringsförfaranden ska inledas för emittentens del, företräda obligationsinnehavarna och föra talan för deras del vid utövandet av rättigheter som grundar sig på obligationslånet och ta emot delgivning från utredaren i nämnda emittentens insolvensförfaranden beroende av avtalet kan vara endera exklusiv och uteslutande eller parallell tillsammans med obligationsinnehavarna.

I praktiken torde behovet av att avtala om parallell verksamhetsrätt vara sällsynt och som utgångspunkt kan man med stöd av avtalspraxis anse att ombudet ges exklusiv rätt och rätt att föra talan. Även ombudet kan, beroende av avtalet, vara berättigat att agera i ärenden i anknytning till insolvensförfaranden endera självständigt eller endast enligt instruktioner av obligationsinnehavarna eller av den andel av dem som bestämts i avtalet. I praktiken kommer ombuden antagligen inte att använda sig av särskilt omfattande självständig prövningsrätt i ärenden som gäller emittentens insolvensförfaranden, utan inhämtar först instruktioner från obligationsinnehavarnas möte om hur de ska förfara i saken. När sådana instruktioner ges från obligationsinnehavarnas möte kan ombudet beroende av avtalet också ha skyldighet att använda sig av de rättigheter som grundas för ombudet. Instruktionerna från den andel som bestämts i obligationsinnehavarnas ombudsavtal är också bindande för de obligationsinnehavare som är i minoritet och för dem som har avstått från att rösta.

I stället för att ombudet i ombudsavtalet ges en uttrycklig rätt att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs eller att saneringsförfarande eller något annat insolvensförfarande ska inledas för emittenten har det i ombudsavtal enligt praxis införts en s.k. *no action*-klausul, enligt vilken obligationsinnehavarna uttryckligen avstår från dessa rättigheter som borgenärer. Den gällande avtalspraxisen ska tolkas så att rätten att ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs, att saneringsförfarande eller något annat insolvensförfarande ska inledas för emitten-

ten är exklusiv för ombudet i stället för obligationsinnehavarna (med undantag av de situationer där det uttryckligen har avtalats om parallell verksamhetsrätt). För tydlighetens skull konstateras det att ombudets rätt att bedriva verksamhet enligt denna paragraf gäller endast sådana obligationslån som omfattas av de rättigheter som ett ombud enligt 7 § har eller sådana obligationslån vars villkor innehåller ombudets kompletterande villkor. I det fall att en obligationsinnehavare i samma saneringsförfarande är borgenär för också en annan fordran än den som grundar sig på obligationslånet i fråga, har ombudets verksamhetsrättigheter ingen inverkan på obligationsinnehavarens ställning som borgenär i en sådan annan fordran.

8 §. Ombuds informationskyldighet. I paragrafen föreskrivs det om ett ombuds informationskyldighet i förhållande till obligationsinnehavarna. Enligt *1 mom.* är ett ombud skyldigt att utan dröjsmål informera obligationsinnehavarna om väsentliga ändringar i sin egen ekonomiska situation och om andra omständigheter som inverkar på fullgörandet av skyldigheterna enligt ombudsavtalet. I värdepappersmarknadslagen finns bestämmelser om en informationskyldighet av motsvarande karaktär, men mer omfattande och detaljerad, för emittenter. Där föreskrivs också om skyldighet att se till att ett företags aktieägare och andra marknadsdeltagare har tillräckliga, riktiga och aktuella uppgifter för att fatta motiverade investeringsbeslut.

I enlighet med etablerad marknadspraxis har ombud haft rätt att självständigt fatta små och tekniska beslut för obligationsinnehavarnas del, under förutsättning att man har kommit överens om detta i ombudsavtalet. För att obligationsinnehavarna effektivt ska kunna använda sina rättigheter och utnyttja ombudet till fullo för att driva deras intressen är det synnerligen viktigt att de får information av ombudet om omständigheter i anknytning till ombudsarrangemangets funktion. Som sådana kan betraktas information om plötsliga och väsentliga förändringar i ombudets egna ekonomiska situation. På motsvarande sätt kan med tanke på fullgörandet av ombudsavtalet också andra omständigheter i anknytning till ombudet vara viktiga ur obligationsinnehavarnas synvinkel, såsom vetskap om att ombudet har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten eller om att kravet på oberoende inte uppfylls i fråga om den som ordnar emissionen när ombudet väljs. Den ställning som informationskyldigheten intar betonas i synnerhet när det gäller icke-professionella investerare, som i jämförelse med professionella investerare har betydligt mer begränsade resurser att aktivt följa upp och få information om ombudets verksamhet och situation. I nuläget fullgör ombudet den informationskyldighet som avtalats i ombudsavtalet närmast genom att informera via sina egna webbsidor eller via kontoförvaltarna. Om informationen går via kontoförvaltarna har inte ombudet utan ett separat avtal med varje kontoförvaltare möjlighet att försäkra sig om att informationen går vidare till sådana obligationsinnehavare som avses i denna lag. Ett alternativ till fullgörande av informationskyldigheten kan anses vara skyldigheten att sammankalla obligationsinnehavarna till ett möte. Detta alternativ uppfyller obligationsinnehavarnas rätt att få information, om sammankallandet görs utan dröjsmål efter att de ändringar i ombudets ställning som föreskrivs i denna lag har kommit ombudets verkställande ledning till kännedom. I enlighet med vedertagen avtalspraxis grundar sig ombudets informationskyldighet ofta uttryckligen på sammankallandet av obligationsinnehavarna. Obligationsinnehavarna, dvs. investerarna, informeras och hörs i regel vid obligationsinnehavarnas möten (i tillämpliga delar i enlighet med 8 kap. 4 § i värdepappersmarknadslagen) där man röstar om varje betydande åtgärd som berör obligationsinnehavarna. Åtgärderna i fråga gäller såväl emittenten, det emitterade obligationslånet som ombudet. Ombudet kan fullgöra sin informationskyldighet gentemot obligationsinnehavarna på många olika sätt. Av denna orsak föreskrivs det inte i momentet på vilket sätt obligationsinnehavarna ska informeras om väsentliga ändringar i ombudets ekonomiska situation och om andra omständigheter som inverkar på fullgörandet av skyldigheterna enligt ombudsavtalet. I ombudsavtalet avtalas det om hur ombudets informationskyldighet enligt lagen ska fullgöras.

Dessutom föreskrivs det i värdepappersmarknadslagen om ombuds och säkerhetsagenters verksamhet, rättigheter och skyldigheter och bestämmelserna i 1 kap. i den lagen kan bli till-

lämpliga också på ombud, om ombudet eller säkerhetsagenten administrerar sådana värdepapper som avses i värdepappersmarknadslagen. Detta gäller hela lagens tillämpningsområde. Värdepappersmarknadslagen blir dock inte tillämplig om de värdepapper som ombudet eller säkerhetsagenten administrerar med stöd av endera en lag eller en avtalsbestämmelse är icke-överlåtbara värdepapper eller värdepapper med överlåtelsebegränsningar eller motsvarande finansiella instrument och därmed inte uppfyller kraven på definitionen av värdepapper i värdepappersmarknadslagen.

Enligt 2 mom. ska ombudet hålla ombudsavtalet tillgängligt för obligationsinnehavarna. I praktiken betyder detta att en investerare, som överväger att teckna obligationer eller i ett senare skede en förvärvare som överväger att köpa obligationer, ska få kännedom om ombudsavtalet före beslutsfattandet. Det är ombudets uppgift att säkerställa att ombudsavtalet finns tillgängligt för obligationsinnehavarna. Definitionen av de olika sätten för detta sker bäst inom området för avtalsfriheten.

Bestämmelser om ett ombuds övriga informationsskyldighet ska ingå i ombudsavtalet. Detta betonar lagens ställning som ramlag. Det finns inget behov av att genom lag ålägga ombudet mer tvingande informationsskyldighet än det som behövs för att säkerställa och skydda obligationsinnehavarnas befogade förväntningar. I praktiken kommer man på ett uttömmande sätt i ombudsavtalet överens om ombudets informationsskyldighet i fråga om emittenten och om övrig informationsskyldighet i förhållande till obligationsinnehavarna. Parterna kan i regel bäst själva bedöma hurudana tilläggskrav det behövs i enskilda ombudsavtal i fråga om bl.a. ombudets informationsskyldighet och avtala om dessa. Därmed är det bättre att låta marknadsdeltagarna närmare definiera frågan inom området för avtalsfriheten. Detta gör den flexibilitet möjlig som behövs i enskilda fall och gör det möjligt för marknadsdeltagarna att självständigt utveckla marknadspraxis. För att skydda obligationsinnehavare är det dock väsentligt att det i ombudsavtalet har avtalats om ombudets övriga informationsskyldighet. Innehållet i en sådan informationsskyldighet får dock parterna själva definiera och avtala om från fall till fall.

Enligt 3 mom. är paragrafen tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

9 §. Återkallande och hävning av ombuds representationsrätt samt byte av ombud och ombuds avgång. I paragrafen föreskrivs om återkallande och hävning av ett ombuds representationsrätt samt om byte av ombud och ombudets avgång. Paragrafen är dispositiv. Enligt 1 mom. är utgångspunkten att en enskild obligationsinnehavare inte kan återkalla ett ombuds representationsrätt och befogenheter. Oåterkalleligheten i fråga om ombudsuppdraget på det föreslagna sättet är med tanke på skötseln av ombudets uppgifter i praktiken betydande, då ombudet agerar i alla de obligationsinnehavares intresse som ombudet företräder och för deras räkning. Ingen av ombudsavtalets parter kan ensidigt säga upp eller häva ombudsavtalet under dess giltighetstid. Bestämmelsen behövs, eftersom det enligt rådande rättspraxis och juridiska litteratur utgås från att en fullmakt i princip kan återkallas av fullmaktsgivaren. Också i fråga om andra arrangemang som gäller representationsrätt har frågan om återkallande skapat osäkerhet i fråga om gällande rätt. Diskussioner har förts huruvida ett multilateralt representationsavtal kan jämföras med ett bemyndigande eller ska det anses vara en annan form av representation som därför behöver precisering på lagnivå.

Dessutom föreskrivs det att ingen av ombudsavtalets parter ensidigt kan säga upp eller häva ombudsavtalet under dess giltighetstid. Bestämmelsen är informativ, eftersom avtal i anslutning till obligationslån i regel är avtal på viss tid, som är i kraft under tiden för obligationslånearrangemangen och som därmed inte kan sägas upp av en enskild part så att de upphör under den tid som obligationslånearrangemangen pågår. Den allmänna begränsningen i fråga om uppsägning som ingår i bestämmelsen grundar sig också på rådande avtalspraxis.

En klar grundregel med tanke på representationsrättens funktion och obligationsinnehavarnas intresse är att en enskild obligationsinnehavare inte på ett giltigt sätt kan återkalla ombudets representationsrätt eller säga upp ombudsavtalet under den tid avtalet är i kraft.

Vid obligationsinnehavarnas möte kan dock ombudets representationsrätt och befogenheter återkallas på ett sådant sätt som förutsätts i ombudsavtalet. Till övriga delar förblir ombudsavtalet i kraft. I en sådan situation uppkommer i allmänhet behov av att utse ett nytt ombud för obligationsinnehavarna.

I praktiken är det viktigt för obligationsinnehavarna att ombudet vid behov kan bytas ut, dvs. att ett nytt ombud kan utses i stället för det avgående ombudet. När man har kommit överens om att anlita ett ombud har man i allmänhet också avtalat om proceduren för att utse ett nytt ombud ifall ombudets representationsrätt återkallas eller upphävs på ett sätt som är tillåtet enligt ombudsavtalet, eller om ombudet avgår från sitt uppdrag under den tid som ombudsavtalet är i kraft. Bakgrunden till utseende av ett nytt ombud kan vara att det utsedda ombudet har brutit mot obligationslånets eller ombudsavtalets villkor (t.ex. informationsskyldigheten eller något motsvarande villkor i ombudsavtalet eller har försummat sin handlingskyldighet i anknytning till realisering av säkerheter eller agerat i strid med instruktioner från obligationsinnehavarnas möte) eller att registreringskraven inte längre uppfylls eller att ombudet har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten på grund av någon omständighet som äventyrar oberoendet och som obligationsinnehavarna inte godkänner. I detta sammanhang behöver det inte föreskrivas om oberoende i förhållande till den som ordnar emissionen, eftersom den som ordnar emissionen ytterst sällan har någon roll längre i detta skede av obligationslånets löptid. Det kan också vara fråga om att ombudet i sitt uppdrag har gjort sig skyldig till något brott eller har brutit mot kravet på likabehandling av obligationsinnehavarna. Betydelsen av god värdepappersmarknadssed betonas i ombudets verksamhet på grund av verksamhetens fiduciäriska karaktär, i synnerhet vid förvaltning, förvaring, skötsel och vid behov indrivning och realisering av kundmedel och säkerhetsegendom. Också i det fall att ombudet avgår från sitt uppdrag är det viktigt att ett nytt ombud utses i stället för det ombud som avgår. För att investerarskyddet för obligationsinnehavare (borgenärsskyddet) ska förverkligas är det ändamålsenligt att obligationsinnehavarna fortlöpande har ett behörigt ombud som i obligationsinnehavarnas intresse och för deras räkning sköter deras gemensamma ärenden, i det fallet att det överhuvudtaget har avtalats om att använda ombudet i denna bemärkelse i obligationslånet.

Enligt 2 mom. ska det om en näringsidkare avförs ur det register som avses i 15 § 1 mom., eller ombudet har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten, omedelbart vidtas åtgärder för att utse ett nytt ombud på det sätt som överenskommits i ombudsavtalet, om det i ombudsavtalet inte uttryckligen har överenskommits att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga. Med att ha förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten avses en situation där det har framkommit en omständighet som äventyrar oberoendet och bedömningen av denna omständighet har lett till att ombudet har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten.

Om det har överenskommits i ombudsavtalet, får en näringsidkare som avregistrerats fortsätta som ombud, men endast tills ett nytt ombud i enlighet med ombudsavtalet och utan ogrundat dröjsmål har utsetts för det obligationslån som avses i det ombudsavtal där näringsidkaren i fråga verkar som ombud. Syftet med bestämmelsen är att ålägga en skyldighet att vidta åtgärder för att byta ombud om registreringen återkallas. Bestämmelsen anknyter till lagens karaktär som ramlag och den dispositiva karaktär som betonar avtalsfriheten som den möjliggör, varför det finns endast få tvingande bestämmelser i lagen. Om det i ombudsavtalet inte har överenskommits om förfarandet för hur ett nytt ombud ska utses i de fall som avses ovan är emittenten skyldig att vidta åtgärder för att utse ett nytt ombud. Den dispositiva karaktären, som

föreskrivs i 3 §, stöder den vedertagna marknadspraxisen och säkerställer att inte incitamenten för att bli ombud, och än mindre för att använda ombud, försvagas.

Enligt 3 mom. kan upphörande av ett ombuds uppdrag inte träda i kraft innan ett nytt ombud har utsetts, dvs. inget återkallande eller hävande av ett ombuds representationsrätt, byte av ombud eller ett ombuds avgång kan träda i kraft, om det inte i enlighet med ombudsavtalet har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga. Denna bestämmelse fungerar som incitament för att det i ombudsavtalet ska överenskommas om utseende av ett ombud i stället för ett ombud som avgår. Innehållsmässigt får parterna komma överens om saken på det sätt de anser vara bäst. Om ett nytt ombud av en eller annan orsak inte väljs inom en rimlig tid ska de problem som detta medför beaktas i ombudsavtalet.

I praktiken måste man dels se till att det avgående ombudet, om förutsättningarna för registrering inte längre uppfylls, avförs ur registret i enlighet med 19 §, dels se till att det nya ombudet som träder i det avgående ombudets ställe är registrerat, i det fall att ett registrerat ombud krävs.

3 kap. **Obligationsinnehavares verksamhet**

Kapitelvis motivering. I 3 kap. föreskrivs på allmän nivå om obligationsinnehavarnas verksamhet och beslutsfattande.

10 §. Verksamhetsförbud. I paragrafen föreskrivs det om ombudets exklusiva handlingsbehörighet. I praktiken begränsas genom paragrafen de rättigheter gentemot emittenten som traditionellt hör till obligationsinnehavare under den tid som ombudsavtalet är i kraft för att säkerställa ombudsmodellens funktion och den nytta som eftersträvas genom den (eng. *no-action clause*). I ombudsavtalet avstår obligationsinnehavarna i praktiken kategoriskt från vissa rättigheter som fastställts i ombudsavtalet och rättigheterna överförs uteslutande på ombudet. Detsamma gäller ombudets rättigheter enligt lag. I vissa situationer kan parallell behörighet med ombudet för obligationsinnehavarna vara motiverad, och i paragrafen konstateras att parterna kan avtala om inrättandet av en sådan parallell befogenhet i ombudsavtalet, om de anser att det behövs.

I det finländska rättssystemet gäller en omfattande avtalsfrihet inom vars ramar emittenten, obligationsinnehavarna och ombudet kan forma sitt inbördes rättsförhållande så som de vill. I ombudsavtalet kan därmed som utgångspunkt tas in de villkor som parterna kommit överens om i samförstånd och enligt vilka obligationsinnehavarna avstår från vissa rättigheter som normalt tillkommer dem som investerare när vissa förutsättningar föreligger, t.ex. rätten att föra separat talan eller vidta uppsägningsåtgärder eller andra åtgärder i fråga om emittenten så länge som det ombud som ser efter deras intressen är handlingsbehörig (s.k. negativ talerätt). Det är fråga om en motsatt rätt till att obligationsinnehavarna i ombudsavtalet kan överföra en del av de befogenheter som normalt är deras till ombudet genom uttryckliga villkor som tas in i ombudsavtalet eller teckningsgarantin (ombudets självständiga befogenhet).

I det finländska rättssystemet har det traditionellt ansetts att villkoren i avtal som parterna utarbetat som utgångspunkt är bindande. Om parterna av egen fri vilja har avsett att ett visst förfarande oåterkalleligt ska vara i kraft under obligationslånets löptid eller obligationsinnehavarna har avstått från vissa av sina rättigheter till förmån för ett ombud, och dessa viljeyttringar på ett giltigt sätt har skrivits in i villkoren för obligationslånet, så är utgångspunkten är att de är bindande för parterna. Också i lagen om skuldebrev utgås från att avtalade skuldebrevsklausuler i regel är bindande för parterna, om det inte finns skäl att avvika från dem med stöd av de tvingande bestämmelserna i lagen om skuldebrev, de allmänna bestämmelserna om ogiltighet i 3 kap. i rättshandlingslagen eller skälighetsklausulen i 8 § i lagen om skul-

debrev. Parterna kan därmed i hög grad forma sin rättliga ställning själv på det sätt som de anser vara bäst inom ramarna för avtalsfriheten.

Ett motsvarande resultat kan motiveras också med den etablerade institution inom det finländska rättssystemet som kallas prokuraindossament, som mer förklarande kan karaktäriseras som *överföring för indrivning*, dvs. partens fordringar överförs till någon annan för indrivning. Bestämmelser om detta finns i växellagen, checklagen och lagen om indrivning av fordringar. I alla de nämnda lagarna är utgångspunkten att när borgenären har gett någon annan i uppgift att sköta indrivningen, så är den betalning som gäldenären betalat till en sådan uppdragstagare bindande gentemot den ursprungliga borgenären. Efter att borgenären har överfört sin fordran till uppdragsmottagaren genom prokuraindossament har denna i princip talerätt när det gäller fordran i fråga och rätt att vidta andra motsvarande åtgärder mot gäldenären med stöd av den fordran som överförts i indrivningssyfte. Utan någon särskild grund kan borgenären inte heller självständigt inleda indrivningsåtgärder i fråga om den fordran som överförts för indrivning eller ifrågasätta sin genomförda överföring av fordran. Prokuraindossament ser alltså ut att vara ett möjligt sätt att ordna ombudets ställning på ett sätt som tryggar tillräckliga befogenheter för ombudet, utan att en obligationsinnehavare kan använda parallell befogenhet jämsides med ombudet. Denna konstruktion utnyttjas också i stor utsträckning i inhemsk marknadspraxis. Vid prokuraindossament är det dock inte fråga om överföring av äganderätten till själva fordran, utan endast om en överföring i indrivningssyfte, dvs. en begränsad överföring av en viss del av ägarens rättsliga ställning. Därmed kvarstår äganderätten för fordran hos den ursprungliga borgenären och fordran borde inte höra till ombudets konkursbo. Prokuraindossament anknyter nära till tryggandet av ombudets fordrings- och indrivningsrätt. Under obligationslånets löptid har ombudet dock också många andra uppgifter där beslutanderätt i sak ingår och som inte anknyter till emittentens eventuella insolvenssituationer eller andra problemsituationer, vilket talar för att det föreskrivs om saken i en egen paragraf.

Frågan är av konkret betydelse bl.a. vid indrivning av fordringar, realisering av säkerheter, rättegångar och gäldenärens insolvensförfarande, inklusive emittentens konkurs- eller saneringsförfarande. Parallell befogenhet jämsides med ombudet orsakar många olika problem och i förhindrar praktiken att den nytta nås som eftersträvas med ombudsmodellen. På grund av detta har man i lagen som utgångspunkt valt exklusiv behörighet för ombudet, om inte något annat har avtalats mellan parterna i ombudsavtalet. Paragrafen är dispositiv.

11 §. Beslutsförfarande. I paragrafen föreskrivs om ombudsverksamheten och det beslutsförfarande som gäller ombud. Utgångspunkten är att obligationsinnehavarna fattar sina beslut om ombudsverksamheten och ombudet på ett sätt som närmare bestäms i ombudsavtalet och som kan kräva majoritet, kvalificerad majoritet eller enhällighet. I regel kräver ett bindande beslut majoritet bland de obligationsinnehavare som är närvarande vid ett möte. Paragrafen är dispositiv.

I enlighet med sitt uppdrag som definierats i ombudsavtalet agerar ombudet nästan alltid för samtliga obligationsinnehavares gemensamma räkning och strävar efter att fatta sina beslut om verksamheten med stöd av majoritetsbeslut, vilket ofta görs möjligt genom ombudsavtalets klausul om kollektivt agerande. I t.ex. processer med omorganisering av skulder eller för att göra harmoniserade genomförandeåtgärder möjliga införs i avtal ofta harmoniserade och standardiserade klausuler om kollektivt agerande (eng. *Collective Action Clauses, CACs*). De gör beslut fattade vid obligationsinnehavarnas möte, ofta med majoritet och gäldenärens samtycke, i fråga om betalningsvillkor som är rättsligt bindande för samtliga obligationsinnehavare möjliga (t.ex. skuldmoratorium, förlängning av lånetider, räntesänkningar och skuldens kapitalrabatter) i sådana situationer där gäldenären inte kan sköta sin skuld. Enskilda gäldenärer kan därmed inte förhindra att en skuldsanering inleds. Obligationsinnehavare som är i mi-

noritet eller obligationsinnehavare som har avstått från att rösta får nöja sig med det beslut som majoriteten fattar.

Obligationsinnehavarna hörs vid obligationsinnehavarnas möten, som ombudet i praktiken ofta sammankallar när viktiga och betydelsefulla beslut ska fattas. Sådana beslut kan gälla t.ex. förhandlingar om ändring av obligationslånets villkor, ansökan om att emittenten ska försättas i konkurs eller något annat insolvensförfarande, väckande av talan mot emittenten eller emittentens verkställande ledning eller ersättande av ombudet med ett annat ombud. Med tanke på sådana situationer kan man i ombudsavtalet avtala att minoriteten av obligationsinnehavarna måste godkänna vissa sådana majoritetsbeslut som närmare avtalas i villkoren i det fall att ärendet blir föremål för omröstning vid obligationsinnehavarnas möte. Vid obligationsinnehavarnas möten röstas det i praktiken om varje åtgärd som vidtas, varefter ombudet tar hand om de åtgärder som beslutet förutsätter och genomförandet av dem med stöd av det majoritetsbeslut som fattats i enlighet med ombudsavtalet. Största delen av de beslut som fattas vid obligationslåneinnehavarnas möten fattas med enkel majoritet. I fråga om de mest betydande ärendena har det dock ofta avtalats i ombudsavtalet att besluten ska fattas med kvalificerad majoritet. Dessutom kan det avtalas att vissa beslut kräver enhällighet. Det har också varit möjligt att avtalat om olika mekanismer för beslutsfattande för olika sorts värdepapper. När ett beslut fattat av ombudet inte försvagar obligationsinnehavarnas ställning och obligationsinnehavarna entydigt har nytta av beslutet är det tillåtet med självständiga befogenheter för att undvika onödiga skriftliga förfaranden. Av tradition har det i ombudsavtalet också fastställts rätt för ombudet att självständigt fatta små och tekniska beslut för obligationsinnehavarnas del. Gränserna för ombudets självständiga befogenheter ska dock vara tillräckligt tydliga i ombudsavtalet för att missförstånd i fråga om gränserna för befogenheterna ska kunna undvikas.

Parterna kan bäst själv bedöma vilka frågor som ska ingå i ombudets självständiga befogenheter och vilka anses så betydande att beslut om dem ska fattas vid ett obligationsinnehavarnas möte, endera med enkel majoritet eller i betydande ärenden med kvalificerad majoritet eller på det sätt som det annars har avtalats i fråga om enskilda fall i ombudsavtalet. Parterna kan inom ramarna för avtalsfriheten komma överens om storleken på den majoritet som behövs i ärenden som är ekonomiskt betydande. Gällande vedertagen praxis på marknaden för kravet på kvalificerad majoritet kan anses vara 2/3 eller 3/4 majoritet, men det kan ha avtalats i obligationslånevillkoren att vissa ärenden kan avgöras också med enkel majoritet. Sådana krav på kvalificerad majoritet är allmänna i synnerhet i *high yield*-obligationslån med låg kreditvärdighet, som är av företag emitterade obligationslån som inte når upp till gränsen för hög kreditvärdighet i *investment grade*-klassificeringen och som har en hög ränteintäkt, eftersom emittentens kreditvärdighet är svagare. *High yield*-obligationslån är förknippade med en hög emotsedd avkastning som motsvarar investeringens förhållandevis höga risk. När det gäller stora och kända företag med kreditbetyg, s.k. *investment grade*-företag, är kravet på kvalificerad majoritet i de skraddarsydda och kortfattade avtalshelheterna för emitterade obligationslån typiskt, men inte kategoriskt, på en avsevärt högre nivå, ca 9/10 majoritet.

4 kap. Säkerheter och behandling av tillgångar

Kapitelvis motivering. I 4 kap. föreskrivs det om upprättande av säkerheter för obligationslån för ett ombud eller en säkerhetsagent som verkar som ombud. Ombudet förfogar över säkerheterna för obligationslånet endera i alla obligationsinnehavares namn och för deras räkning eller i eget namn, men för alla de obligationsinnehavares räkning som ombudet företräder. I kapitlet föreskrivs också om skild förvaring av emittentens eller obligationsinnehavarens egendom från ombudets tillgångar.

12 §. Säkerheter för obligationslån. I paragrafen föreskrivs det om säkerheter för obligationslån. I finansieringsarrangemang är det vanligt, t.ex. i företags investeringsfinansiering, finansiering av företagsköp, värdepapperisering av en fordran eller affärsverksamhet eller vid projektfinansiering när man i dessa använder ett emitterat obligationslån med säkerhet, använder sig av ombud eller en säkerhetsagent som verkar som ombud för att förvara säkerheter i anknytning till finansieringsarrangemanget och att i rättsligt hänseende bestämma över dem för borgenärernas gemensamma räkning. I detta sammanhang kan man tala om förfogande över säkerhetsegendom. Det är ofta redan av praktiska skäl nödvändigt att använda ett ombud, så att frågorna i anknytning till säkerheten sköts av en aktör i obligationsinnehavarnas gemensamma intresse och för deras räkning. Ombudets uppgift är att föfoga över säkerheten, förvara och sköta den under säkerhetens löptid (eller det s.k. vänteskedet) och vid behov realisera säkerheten, inklusive redovisning, under clearing- och avvecklingsskedet. Förfogande under säkerhetstiden betyder administration, förvaring, skötsel och vid behov realisering, med redovisning, av säkerhetsegendomen.

Vid ett värdepapperiseringsförfarande emitterar ett specialföretag (eng. *Special Purpose Vehicle, SPV*) ett obligationslån med säkerhet. Vid en värdepapperisering av fordringar utgörs säkerheten för obligationsinnehavarnas fordringar av den tillgångsstock (specificerade fordringar) som specialföretaget har köpt och säkerheterna för dessa. När det gäller fordringarna är det fråga om pantsättning och när det gäller andra säkerheter återpantsättning för obligationsinnehavarnas del med hjälp av ombudet. Ombudet agerar för obligationsinnehavarnas räkning. Vid värdepapperisering av affärsverksamhet utgörs säkerheten för obligationsinnehavarnas fordringar av de ännu inte intjänade fordringarna för det operativa företag som ska värdepapperiseras och av företagets övriga säkerhetsegendom, som är pantsatt till specialföretaget och som med hjälp av ombudet vidarepantsätter dessa för obligationsinnehavarna. I fråga om återpantsättning gäller fortfarande den gamla bestämmelsen från 1734 i 10 kap. 6 § i handelsbalken (3/1734).

Vid projektfinansiering och framför allt vid byggande av infrastruktur genom livscykelfinansiering kan också obligationslån med säkerhet utnyttjas som finansieringsform. I ett sådant fall emitteras obligationslånet med säkerhet av projektbolaget och säkerheten utgörs då i princip av projektbolagets alla tillgångar. Säkerheten kan utgöras av pantsättning av fastigheter, företagsinteckningar och framför allt kommande fordringar som baserar sig på projektbolagets avtal och bankkonton.

Uppgiften för ett ombud vid ett obligationslån med säkerhet som vid ett värdepapperiseringsförfarande emitteras av ett specialföretag och vid projektfinansiering av ett projektföretag är att aktivt följa upp emittentens (specialföretagets/projektföretagets) affärsverksamhet (avtalets bivillkor) och i obligationsinnehavarnas (investerarnas/borgenärernas) intresse och för deras räkning kunna förhandla om förnyad finansiering och andra arrangemang samt om användningen av säkerheterna i enlighet med sina befogenheter. När säkerheten utgörs av fordringar är det ombudets uppgift att öppna ett spärrkonto till vilket de pantsatta och förfallna fordringarna betalas och vilket också i allmänhet är pantsatt för obligationsinnehavarnas räkning. I ett sådant fall ska ett ombud som är säkerhetsagent eller eventuellt en separat betalningsagent utföra uppgifter i anslutning till medlen på spärrkontot i enlighet med uppdraget, t.ex. att fördela medlen på kontot så att de kan användas av de olika aktörerna. Vid normala situationer sköter ombudet inte betalningstrafiken för obligationslånet, utan denna uppgift hör till en separat betalningsagent som företräder emittenten. Betalningar av kapital och räntor som ska göras för ett obligationslån styrs i praktiken till ombudet endast i situationer där obligationslånet i förtid har sagts upp till återbetalning, betalningarna av obligationslånet styrs till ett separat spärrkonto eller en säkerhet som har ställts för obligationslånet har realiserats eller förfaller till betalning i och med att en fordran som utgör säkerhet har förfallit. I en sådan situation styr om-

budet i inledningsskedet betalningarna till spärrkontot och sköter sedan utbetalningarna till obligationsinnehavarna via den nämnda betalningsagenten.

Ombudet har därmed rätt att förfoga över säkerheten i anslutning till obligationslånet för samtliga de obligationsinnehavare som ombudet företräder. Detta gäller också obligationslånets senare mottagare (förvärvare). När säkerhet har ställts för ett obligationslån har ombudet i enlighet med 1 mom. rätt att för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning att utan separat bemyndigande på ett för obligationsinnehavarna bindande sätt utöva alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare, om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal. Ombudets verksamhet som säkerhetsinnehavare är bindande också för tredje man, förutsatt att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt och fullbordats i enlighet med allmänna sakrättsliga regler. Momentet är dispositivt. Genom bestämmelsen ingrips därmed inte t.ex. i giltigheten gentemot utomstående på det sätt som det föreskrivs om den i lagen om värdeandelskonton och lagen om värdepapperskonton. Genom bestämmelsen ingrips inte i de sakrättsliga regler, enligt vilka säkerhetsrättens giltighet gentemot utomstående bestäms, utan det fastställs endast att de sakrättsliga åtgärderna för fullbordande på ett giltigt sätt kan genomföras av det ombud som agerar för borgenärernas del och räkning.

I ombudsavtalet avtalar innehavarna av obligationslånet i praktiken att ombudet har rätt eller skyldighet att utöva sina rättigheter endera självständigt eller enligt instruktioner av innehavarna av obligationslånet eller majoriteten av dem. Detta kan t.ex. betyda att ombudet genom obligationsinnehavarnas majoritetsbeslut har skyldighet att realisera säkerheten eller att driva in en pantsatt fordran av gäldenären. Obligationsinnehavare som är i minoritet eller som har avstått från att rösta får nöja sig med det beslut som majoriteten fattar. Ombudet har däremot redovisningsskyldighet gentemot obligationsinnehavarna, eftersom ombudet agerar i obligationsinnehavarnas intresse och för deras räkning. Bestämmelsen anknyter till 6 § 3 mom., men är lokaliserad uttryckligen till agerandet som säkerhetsinnehavare t.ex. i situationer där ombudet ska anses vara säkerhetsagent som är direkt säkerhetsinnehavare och som förfogar över obligationslånets säkerhet. Ombudet/säkerhetsagenten kan vara säkerhetsinnehavare och utöva de rättigheter som tillkommer säkerhetsinnehavaren. Säkerheterna kan i praktiken vara dynamiska, med andra ord kan säkerhetsegendomen ändra under avtalsregleringens giltighetstid.

När ett ombud eller ett ombud som är säkerhetsagent förfogar över säkerheterna för obligationslånet, kan inte en enskild obligationsinnehavare i enlighet med 2 mom. samtidigt ha parallellt med säkerhetsinnehavaren den rätt som tillkommer denna att utnyttja säkerheterna för ett obligationslån eller att bestämma om dem. Bestämmelsen kan motiveras framför allt med praktiska orsaker, som syftar till att trygga hela obligationslånesystemets funktion och alla obligationsinnehavares likabehandling och fördel. Därför är det också motiverat att bestämmelsen med tanke på sakens karaktär och den gällande marknadspraxisen är en stark presumtionsbestämmelse.

Den rättsliga ställningen för en enskild obligationsinnehavare gestaltar sig i allmänhet som en obligationsinnehavare som kan använda sin rösträtt i obligationsinnehavarnas gemensamma beslutsfattande när de beslutar om ombudets befogenheter som säkerhetsinnehavare, t.ex. om realisering av säkerhetsegendom när en fordran har förfallit till betalning. Man kan då prata om investerardemokrati. Detta alltså i situationer där ombudet inte har getts exklusiv befogenhet att agera för obligationsinnehavarnas del eller beslutanderätten inte genom avtal har förts över på endast namngivna obligationsinnehavare, i praktiken oftast stora institutionella investerare. Frågan gäller huruvida rösträtten och utövandet av den är tillräcklig för att trygga investerarskyddet för en obligationsinnehavare när det gäller en enskild icke-professionell investerare. När det i 6 § förutsätts likabehandling av obligationsinnehavarna kan detta anses trygga också en enskild icke-professionell investerare på ett tillräckligt sätt. En grundläggande rättighet för borgenären kan anses vara borgenärens rätt att själv driva in sina fordringar. Av

denna orsak är det behövt att motivera åsidosättandet av denna rätt med de argument som framförts ovan, som framför allt är ett krav på likabehandling av obligationsinnehavarna och den enskilda obligationsinnehavarens rätt att använda sin rösträtt i obligationsinnehavarnas gemensamma beslutsfattande.

Om ombudet som säkerhetsinnehavare agerat inom ramarna för sin behörighet, men överskridit den befogenhet som ombudet fått av obligationsinnehavarna, är rättshandlingen dock giltig om en part i rättshandlingen inte visste eller borde ha vetat att ombudet som säkerhetsinnehavare har överskridit sin befogenhet när han eller hon företog rättshandlingen. En sådan situation kan i praktiken uppstå i synnerhet när ombudet som säkerhetsinnehavare agerar i sitt eget namn, om också för obligationsinnehavarnas räkning. Då uppstår behov av att skydda den kvalificerade goda tron för den part som ingått en rättshandling med ett ombud som är säkerhetsinnehavare. För att parten ska få godtrosskydd krävs att parten har fullgjort den s.k. utredningsskyldigheten på normalnivå i enlighet med ombudets behörighet. På grund av ombudets avtalsbrott kan det uppstå ersättningsskyldighet för ombudet gentemot obligationsinnehavarna. När ombudet uppträder i eget namn som säkerhetsinnehavare, om också för obligationsinnehavarnas räkning, kan en utomståendes förvärv i god tro lätt göras.

13 §. Förvaring av annans egendom åtskilt från ett ombuds tillgångar. I paragrafen föreskrivs det om förvaring av annan tillhörande egendom åtskilt från ett ombuds tillgångar. Obligationsinnehavarna är borgenärer i fråga om obligationsfordringarna. De fordringar som baserar sig på obligationslån hör därmed inte till ombudets tillgångar. Av detta följer att fordringarna inte kan mätas ut ur ombudets tillgångar och fordringarna hör inte till tillgångarna i ett ombuds konkursbo. Ombud kan inte heller på ett i rättsligt hänseende hållbart sätt som ägare bestämma över dem t.ex. genom att överföra dem till en utomstående.

De säkerheter som ställts för obligationslånet hör inte heller till följd av det avtalade säkerhetsarrangemanget till ombudets tillgångar. Säkerhetsobjektet är endera emittentens eller vid en eventuell tredjemanspant en utomståendes egendom. Med andra ord kan ett ombud inte på ett rättsligt hållbart sätt bestämma över dem som ägare och inte heller som borgenär för egen räkning, och säkerhetsegendomen kan inte mätas ut ur ombudets egna tillgångar och den ingår inte heller i ombudets konkursbo. Däremot är ombudet ofta säkerhetstagare och förfogar då över säkerhetsegendomen dels för sin egen räkning och dels för de övriga borgenärernas (obligationsinnehavarnas) räkning. Ombudet har därmed inte rätt att i rättsligt hänseende ensam bestämma över säkerhetsegendomen för egen räkning. Vid behov ska säkerhetsobjektet kunna avskiljas från ombudets förfogande och förvaring till obligationsinnehavarnas fördel, som är de verkliga förmånstagarna i säkerhetsarrangemanget.

I 1 mom. föreskrivs det att ett ombud har ansvar för att ordna tillförlitlig förvaring och hantering av de penningmedel och säkerheter för obligationslån som obligationsinnehavarna anförtrot ombudet.

Enligt 2 mom. ska ombudet alltid hålla förvaringen och hanteringen av säkerheter för obligationslån separat från ombudets tillgångar och så att förvaringen och hanteringen av säkerheter är gemensam för obligationsinnehavarna. Också i ett sådant fall att ombudet förfogar över säkerheten i sitt eget namn ska ombudet se till att säkerhetsegendomen förvaras och hanteras separat från ombudets egna tillgångar.

I 3 mom. föreskrivs det att ombudet vid förvaring och hantering av penningmedel och andra kundmedel som tillhör obligationsinnehavare och andra personer ska se till att de egna tillgångarna hålls klart åtskilda från kundmedlen. Syftet är att genom bestämmelsen förhindra att medel som tillhör andra blandas med ombudets egna medel och därmed förhindra rättsföljder på grund av blandningen. Det ligger i obligationsinnehavarnas intresse att de penningmedel

och andra kundmedel som är deras vid behov ska kunna lösgöras från ombudets rättsliga bestämmanderätt, dvs. förvaltning. När en inlåningsbank eller ett motsvarande utländskt kreditinstitut verkar som ombud kan de kundmedel som utgörs av penningmedel förvaras i samma inlåningsbank.

I 4 mom. föreskrivs det att ombudet på ett tillförlitligt sätt ska bokföra kundmedlen så att enskilda obligationsinnehavares kundmedel är tillräckligt väl specificerade separat från övriga kunders medel.

Bestämmelserna i paragrafen är framför allt informativa och klargör rättsläget mellan ombudets och obligationsinnehavarnas samt andra aktörers tillgångar under den tid ombudsarrangemanget är i kraft. Med tanke på förtroendet och trovärdigheten för ombudsinstitutionen är det av betydelse att annan tillhörande egendom förvaras skilt från ombudets egendom. Förvaring av kundmedel skilt från ombudets egna medel är i vår rättsordning utifrån de allmänna lärorna i saken ett allmänt omfattat krav för att medlen inte ska blandas samman. Om medlen blandas samman kan kunden förlora sin rätt, som är bindande för utomstående, till medlen. På grund av ombudets avtalsbrott kan det för ombudet uppkomma skadeståndsskyldighet gentemot obligationsinnehavarna.

Inom avtalspraxis, närmast i borgenärens ömsesidiga intercreditor-avtal, kan avtalas om påföljder för ombudets överskridande av befogenheterna. Om ombudet i strid med ombudsavtalet till en obligationsinnehavare har delat ut medel som hör till andra obligationsinnehavare ska medlen returneras. Till exempel om ett ombud har realiserat en säkerhet i anknytning till ett obligationslån och redovisat mer till en obligationsinnehavare än vad som hör till denna, ska den obligationsinnehavare som har fått för mycket returnera den överskridande delen till ombudet.

Enligt 5 mom. är paragrafen tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

5 kap **Anlitande av säkerhetsagenter vid kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet**

Kapitelvis motivering. I 5 kap. föreskrivs om bindande verkan för utomstående i fråga om rättigheterna för avtalsbaserade säkerhetsagenter som säkerhetsinnehavare vid kollektiva säkerhetsarrangemang med säkerhet. I praktiken är det av betydelse att avtalsregleringen som gäller utseende av säkerhetsagent som en del av ett kollektivt finansieringsarrangemang utgör en grund för säkerhetsagenten att för borgenärernas räkning bestämma över säkerhetsegendomen på ett sätt som är bindande för utomstående. Sådana utomstående är framför allt gäldenären i det kollektiva finansieringsarrangemanget med säkerhet och dennes borgenärer, såsom konkurs- och utmätningsborgenärer. I kapitlet föreskrivs också om säkerhetsagentens behörighet att utöva de rättigheter som hör till säkerhetsinnehavare, om inte något annat har avtalats.

14 §. *Bindande verkan och oåterkallelighet av de rättigheter som en säkerhetsagent har i egenskap av säkerhetsinnehavare.* I paragrafen föreskrivs det om bindande verkan för säkerhetsagenten i fråga om säkerhetsinnehavarens rättigheter gentemot gäldenärerna när säkerhetsagenten utövar en säkerhetsinnehavares på en fullbordad säkerhet grundade rättigheter i förhållande till tredje man. Det är vanligt att man genom avtal i kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet utnyttjar säkerhetsagenter för förvaring av säkerheter som anknyter till finansieringsarrangemanget och för att i rättsligt hänseende bestämma dvs. förfoga, över dem för borgenärernas gemensamma räkning. Med förfogande över säkerhetsegendomen avses administration, förvaring, skötsel och vid behov realisering av säkerhetsegendomen. Ett exempel på ett sådant kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet är ett syndikerat kreditarrangemang med säkerhet.

Det är allmänt i stora projekt som kräver finansiering, t.ex. företagsköp eller projektfinansiering, att ett syndikat bildat av banker eller andra kreditinstitut i samband med en syndikerad kredit använder en avtalsbaserad säkerhetsagent för att för syndikatets (kreditgivarnas) räkning förfoga över säkerheterna för den syndikerade krediten. Ett sådant arrangemang är rationell säkerhetsförvaltning som sköts av en aktör, dvs. säkerhetsagenten. En säkerhetsagent utses regelbundet av de kreditgivare som ingår i syndikatet i enlighet med det som avtalas i kredithandlingen eller i något annat avtal i anknytning till den syndikerade krediten. Också lån med säkerhet enbart mellan en bank och en låntagare dokumenteras ofta på samma sätt som syndikerade lån, inklusive ett arrangemang med säkerhetsagent, trots att det åtminstone inledningsvis är bara en kreditgivare. Också ett arrangemang av detta slag utformar sig till ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet.

Avtalspraxis i fråga om säkerhetsagent i samband med syndikerade krediter är mycket etablerad och den har i praktiken fungerat bra. Det finns ingen avsikt att genom lagstiftningen på något sätt ingripa i själva avtalspraxisen. Därför är det inte heller meningen att de säkerhetsagenter som avses i detta kapitel ska omfattas av registreringskyldigheten eller av några andra bestämmelser i denna lag. I praktiken används säkerhetsagenter i kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet och en sådan säkerhetsagent är inte ett sådant ombud som avses i denna lag. I paragrafen föreskrivs också endast kort om den bindande karaktären för säkerhetsagenten i fråga om säkerhetsinnehavarnas rättigheter.

Det är viktigt att den avtalsreglering som gäller utseende av en säkerhetsagent som en del av ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet utgör en grund för säkerhetsagentens rätt att på det sätt som det avtalats i ombudsavtalet utöva samtliga säkerhetsinnehavares rättigheter på ett för alla säkerhetstagare bindande sätt. Säkerhetsagenten har vidare rätt att utöva alla till säkerhetsinnehavare hörande rättigheter som grundar sig på en fullbordad säkerhet så att de är bindande för tredje man under förutsättning att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt för säkerhetsagenten eller de borgenärer som säkerhetsagenten företräder och att den har fullbordats i enlighet med allmänna sakrättsliga regler. Sådana utomstående är framför allt gäldenären i det kollektiva finansieringsarrangemanget med säkerhet och dennes samt varje säkerhetstagares borgenärer, såsom konkurs- och utmätningsborgenärer. Upprättande av en säkerhet på nivån för säkerhetsobjekt görs i enlighet med säkerhetsobjektets karaktär genom åtgärder för upprättande och fullbordande (tradition, notering, denuntiation) genom att utnyttja en säkerhetsagent. Genom bestämmelsen ingrips inte i de sakrättsliga regler enligt vilka säkerhetsrättens giltighet gentemot utomstående bestäms, utan det fastställs endast att de sakrättsliga åtgärderna för fullbordande effektivt kan genomföras för den säkerhetsagent som agerar för borgenärernas del och räkning.

I 1 mom. föreskrivs om säkerhetsagentens behörighet att i ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet utnyttja alla rättigheter som i fråga om fullbordade säkerheter normalt tillkommer en säkerhetsinnehavare i förhållande till tredje man, såsom gentemot gäldenären och dennes konkurs- och utmätningsborgenärer. Normalt har säkerhetsinnehavaren rättigheter och skyldigheter i enlighet med de allmänna lärorna om säkerhetsrätt under det s.k. vänteskedet och under clearing- och avvecklingsskedet. Under vänteskedet ska säkerhetsinnehavaren förvara säkerhetsegendomen omsorgsfullt och säkerhetsinnehavarens uppgift under clearing- och avvecklingsskedet är att vid behov på eget initiativ eller med hjälp av myndigheterna omvandla säkerhetsegendomen till pengar för att täcka fordringarna.

Om säkerhetsagenten som säkerhetsinnehavare agerat inom ramarna för sin behörighet, men dock överskridit sin befogenhet, är rättshandlingen giltig om en part i rättshandlingen inte visste eller borde ha vetat att säkerhetsagenten har överskridit sin befogenhet när han eller hon företog rättshandlingen. I kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet styr normalt utifrån ömsesidiga avtal borgenärerna genom majoritetsbeslut säkerhetsagentens verksamhet.

I 2 mom. föreskrivs dessutom att en enskild borgenär som medverkar i finansieringsarrangemanget (t.ex. en kreditgivare i ett syndikat) inte har parallellt med säkerhetsinnehavaren den rätt som tillkommer denna att utnyttja de säkerheter som hänför sig till det kollektiva finansieringsarrangemanget med säkerhet och att bestämma om dem och inte heller rätt att ensidigt återkalla sådana rättigheter som har getts säkerhetsagenten, om inte något annat har avtalats. Utgångspunkten med ett sådant arrangemang är att säkerställa att säkerhetsagenten som säkerhetsinnehavare kan utföra rättshandlingar som bäst främjar samtliga borgenärens intressen i ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet. Momentet är dispositivt. Genom bestämmelsen ingrips därmed inte t.ex. i giltigheten gentemot utomstående på det sätt som det föreskrivs om den i lagen om värdeandelskonton och lagen om värdepapperskonton. Genom bestämmelsen ingrips inte heller i de sakrättsliga regler som reglerar säkerhetsrättens giltighet gentemot utomstående. Syftet med lagen är dock att för sin del stärka uppfattningen att upprättande av säkerhetsrätten för säkerhetsagenter (så att endera säkerhetsagenten eller säkerhetsborgenärerna är s.k. formella säkerhetsinnehavare) är möjligt att genomföra på ett sätt som är bindande för parterna och utomstående.

En enskild borgenär som medverkar i finansieringsarrangemanget har enligt 2 mom. inte heller rätt att ensidigt återkalla sådana rättigheter som normalt hör till säkerhetsinnehavarna och som har getts säkerhetsagenten, om inte något annat har avtalats. Avsikten med bestämmelsen är att till förmån för hela borgenärskollektivet trygga säkerhetsagentens verksamhet som säkerhetsinnehavare. Bestämmelsen motsvarar den gällande marknadspraxisen. Presumtionsbestämmelsen är därmed utgångspunkten, men man kan avtala på något annat sätt.

6 kap. Rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare

Kapitelvis motivering. I 6 kap. föreskrivs om näringsidkares rätt att verka som ombud. I kapitlet har annan lagstiftning om finansmarknaden utnyttjats, men man har dock strävat efter att utforma bestämmelserna så att de är så flexibla som möjligt, stöder den rådande marknadspraxisen och betonar lagens dispositiva karaktär och avtalsfriheten så mycket som möjligt. Förebilden för bestämmelserna om registreringsskyldighet i kapitlet är till en del den motsvarande danska lagen som trädde i kraft den 1 januari 2014, som till sitt innehåll är mer begränsad men i fråga om krav och administrativ börda dock tyngre. Modell för den danska lagen är Norges rättspraxis, där ombudets befogenheter är mycket omfattande. I Storbritannien har många *trustee*-bolag som verkar som ombud ansökt om att bli auktoriserade företag som tillhandahåller finansieringstjänster (eng. *financial services firm*). På andra håll i Europa, utom i Tyskland, finns det veterligen inte någon lagstiftning om ombud, dock finns det rättspraxis. Den internationella jämförelsen ingår i den bedömningspromemoria som ligger bakom propositionen.

De viktigaste skillnaderna jämfört med lagen i Danmark är de fem följande:

(i) tillämpningsområdet för lagen är mer begränsat än i Danmark och med undantag för säkerhetsagenter som agerar i obligationsinnehavarnas intresse och bestämmelsen om kreditarrangemang med säkerhet täcker lagen inte i samma utsträckning andra kollektiva kreditförhållanden,

(ii) registreringsskyldigheten gäller endast ombud och inte enskilda emissioner av obligationslån som i Danmark,

(iii) till skillnad från Danmark är registreringsskyldigheten inte tvingande förutom när ombud används vid obligationslån för vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller i fråga om obligationslån för vilka det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas

upp till handel på en sådan reglerad marknad i Finland som avses i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen eller på en sådan multilateral handelsplattform som avses i det kapitlet,

(iv) registreringen är inte förknippad med rättsföljder, utan de följer direkt av lagen, till skillnad från i Danmark,

(v) registreringskyldigheten gäller inte av finländska emittenter emitterade obligationslån i andra länder än i Finland, till skillnad från Danmark.

På samma sätt som enligt dansk lag kan ett utländskt ombud vara verksamt i Finland, om ombudet har auktorisation i en OECD-stat. Regleringen begränsar sig därmed inte till EES-stater eller i de fall som ombudsverksamheten i Finland endast är tillfällig.

För sådana obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller i fråga om obligationslån för vilka det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas upp till handel på en sådan reglerad marknad i Finland som avses i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen eller på en sådan multilateral handelsplattform som avses i det kapitlet, för Finansinspektionen ett register som de ombud som används ska registrera sig i. Det finns detaljerade bestämmelser om registreringskyldigheten och undantagen från den, innehållet i registreranmälan, uppgifter som ska föras in i registret och anmälan om ändringar, registreringsvillkor, den verkställande ledningens tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion samt avregistrering. En ny speciallag, baserad på det befintliga ramverket och som betonar den etablerade marknadspraxisen, dispositiva karaktären och avtalsfriheten är motiverad med beaktande av den mångformiga verksamheten på obligationsmarknaden, dess komplexitet, anknytning till flera gällande rättsliga ramverk och ombudens och branschens ringa storlek i förhållande till andra parter som är underkastade reglering och tillsyn på finansmarknaden samt redan etablerade finansieringsformer. Regleringen är synnerligen detaljerad och genom detta strävar man efter att beakta att ombuden är relativt små samt underlätta ett självständigt iakttagande av bestämmelserna, utan behov av t.ex. fortlöpande användning av rådgivningstjänster. En detaljerad reglering minskar dessutom Finansinspektionens resursbehov liksom behovet av den prövning av ändamålsenligheten som Finansinspektionen använder sig av.

Man vill också särskilt begränsa den administrativa börda som regleringen innebär för aktörerna eftersom ökningen av de administrativa kostnaderna kan beräknas leda till mindre avkastning på investeringarna, ökade kostnader för emittenterna och en koncentring av marknaden. Emittenternas kostnader i anknytning till medelsanskaffning kan också sjunka, vilket förbättrar deras ekonomiska ställning, om emission av obligationslån i Finland blir mer lockande. Det är befogat att stärka obligationsmarknaden i de nordiska länderna, eftersom de nordiska länderna globalt sett är ett enhetligt marknadsområde, bl.a. på grund av sina jämförbara rättsliga, ekonomiska och samhällsliga strukturer. Flera kreditinstitut i London har till följd av den åtstramad banklagstiftningen avstått från marknadsgaranter för nordiska obligationslån. Dessutom görs tröskeln för etablering inom branschen för ombud låg, vilket enligt färska erfarenheter av registreringskyldigheten enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder öka småföretagande, innovation och konkurrens.

Strävan i propositionen är att hålla kostnaderna för de krav som ställs i lagen låga både för ombud och för Finansinspektionen och därmed minimera de negativa effekterna av den nya regleringen för marknaden i Finland.

Den indelning som baserar sig på skillnaderna mellan onoterade och noterade obligationslån ställer onoterade och noterade obligationslån i olika ställning och kan utan fog höja tröskeln

för notering och eventuellt uppmuntra till att låta bli att notera obligationslån, vilket finansieringsteoretiskt ökar riskerna för investerarna. Indelningen kan dessutom vara uppenbart onödigt med tanke på syftet med bestämmelserna om ombud, eftersom endast en minoritet av de obligationslån som emitterats av finländska företag är noterade i Finland. Obligationslån kan inte vara föremål för handel på finländska reglerade handelsplatser utan att obligationslånet han anslutits till värdeandelssystemet. Däremot finns det skäl att kräva att ett registrerat ombud används, om det för obligationslånet har gjorts eller görs en ansökan om att det ska tas upp till handel på en reglerad marknad i Finland på en multilateral handelsplattform, eftersom i sådana situationer kan också andra än professionella investerare och godtagbara motparter förvärva andelar i obligationslånet, dvs. obligationer. Av definitionen av reglerad marknad och multilateral handelsplattform i 2 kap. 5 och 9 § i värdepappersmarknadslagen följer att ett registrerat ombud ska användas för sådana obligationslån som noteras i Finland eller på en motsvarande marknadsplats någon annanstans inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (nedan *EES-området*). På grund av detta föreskrivs en begränsning enligt vilken skyldigheten att använda ombud endast gäller obligationslån för vilka det görs ansökan om att det ska tas upp till handel i Finland. Många finländska företag har noterat sina obligationslån på börserna i Irland, Luxemburg eller London och det finns inge orsak att ingripa i denna praxis.

På Helsingforsbörsen noterades under 2015 endast åtta inhemska företags obligationslån. Inte ett enda obligationslån noterades på First North Bond-listan 2015, när antalet 2014 ändå var fyra obligationslån. Genom notering av obligationslån söktes 2015 ca 1 135 miljoner euro nytt kapital på marknaden, 2014 var den motsvarande summan (inklusive Helsingforsbörsen och First North Bond-listan) 1 250 miljoner euro. Storleken av de obligationslån som 2015 noterades på Helsingforsbörsen varierade mellan 20 och 500 miljoner euro, när storleken av de obligationslån som 2014 noterades på First North Bond-listan varierade mellan 10 och 100 miljoner euro. Storleken av de emitterade obligationslånen varierar i enlighet med företagets storlek. De minsta onoterade obligationslånen som emitterats av finländska företag är bara några miljoner stora när de största emitterade obligationslånen däremot kan ha ett nominellt värde på t.o.m. över en miljard euro. Finska staten däremot, som trots sin årliga bruttoupplåning på 17 miljarder euro ändå är en förhållandevis liten emittent på den internationella skuldmarknaden, strävar av likviditetsskäl efter att emittera obligationslån på sammanlagt fem miljarder euro för varje använd löptid, men inte nödvändigtvis i en enda emission.

I praktiken är de flesta professionella investerarna långtidsinvesterare som inte säljer låneandelarna (eng. *buy and hold*) och för vilka företagslånen är så kallade *yield and pick up*-produkter, eftersom lånets likviditet på sekundärmarknaden i fråga om sådana investeringar inte är en kritisk aspekt. Användning av andra kriterier, såsom sådana numeriska gränsvärden som tillämpas i prospektbestämmelserna, skulle dock knyta ombudets verksamhet till värdepappersmarknadslagen, vilket indirekt skulle inverka på ombudet. Informationsskyldighet i enlighet med prospektbestämmelserna gäller i första hand emittenten och den som ordnar emissionen, när ombudens rättigheter och skyldigheter gäller investerarna och är civil- och insolvensrättsliga till sin karaktär. Småinvesterare kan inte uteslutas från obligationsmarknaden genom att skapa nya enbart på gränsvärden baserade trösklar, eftersom det av avtalsfriheten följer att ett obligationslån, i synnerhet om det noteras, också lätt är tillgängligt för småinvesterare. Också ett onoterat obligationslån kan vara tillgängligt för småinvesterare, dock inte lika lätt, eftersom det har en mindre likviditet. Informationsskyldigheten enligt värdepappersmarknadslagen gäller alla emittenter av noterade obligationslån. Därför erbjuder den etablerade gränsdragningen enligt värdepappersmarknadslagen som gäller de lagstadgade undantagen från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt det tydligaste sättet att också reglera skyldigheten att använda sig av ett registrerat ombud i de fall att ombud används.

Genom indelningen i professionella och icke-professionella kunder strävar man efter att vid sidan av skyddet för icke-professionella kunder trygga möjligheten för utländska tillhandahåll-

lare av tjänster att verka som ombud i Finland. Det har ansetts som sannolikt att de utländska ombudens tjänsteutbud i huvudsak begränsar sig till finländska emittenters obligationslån som erbjuds till professionella kunder (kvalificerade investerare). I praktiken erbjuds obligationslånen i huvudsak genom riktade värdepapperserbjudanden, dvs. private placement, varefter sekundärmarknaden är öppen för alla investerare. Om ett ombud används i obligationslånet, beaktas anknytningen för skyldigheten att använda ett registrerat ombud till prospektskyldigheten i bl.a. det s.k. *retail cascade*-undantaget (första meningen i 4 kap. 3 § 2 mom. i värdepappersmarknadslagen), med vilket det avses vidareförsäljning av värdepapper till en icke-professionell investerare och som baserar sig på⁴ första meningen i andra stycket i artikel 3.2 i prospektdirektivet (2003/71/EG).⁵ Enligt motiveringen till bestämmelsen ”kan skyldigheten att offentliggöra prospekt inte kringgås t.ex. genom att som mellanhand anlita professionella investerare i det skede då värdepapperen erbjuds och därefter leverera värdepapper till en större målgrupp eller till andra än professionella investerare, utan att förutsättningarna i denna paragraf uppfylls”.⁶ *Retail cascade*-undantaget förhindrar att ett obligationslån erbjuds till icke-professionella investerare om inte ett av Finansinspektionen godkänt prospekt har utarbetats för obligationslånet. När ett obligationslån noteras ska ett prospekt utarbetas trots att obligationslånet ursprungligen har erbjudits endast till kvalificerade investerare eller till färre än 150 investerare som inte är kvalificerade investerare (4 kap. 3 § 1 mom. 1 och 3 punkten i värdepappersmarknadslagen). Kravet på att i anslutning till en notering använda ett registrerat ombud stärker skyddet för icke-professionella kunder, som kan förvärva andelar i obligationslånet, dvs. obligationer, på en reglerad marknad eller multilateral handelsplattform.

Värdet på finländska finansinstituts och försäkringsanstalters obligationslån var 91 miljarder euro i slutet av 2015, av vilket endast sex miljarder euro hade emitterats i Finland. Värdet på företags obligationslån var för sin del endast 27 miljarder euro, av detta emitterades endast 9 miljarder här i Finland. Av näringslivets medelsanskaffning i eurobelopp sker därmed genom emission av obligationslån endast 16 procent i Finland. Finländska företags emissioner av obligationslån i andra EES-stater eller i tredjeländer omfattas inte av lagens tillämpningsområde till övriga delar än när det för obligationslånet har gjorts eller görs en ansökan om att det ska tas upp till handel på en reglerad marknad i Finland på en multilateral handelsplattform. I dessa fall ska ett registrerat ombud användas i sådana obligationslån som noteras i Finland eller på en motsvarande marknadsplats inom EES-området. Värdet på de obligationslån som emitterats inom offentliga sektorn är ca 120 miljarder euro.

I stället för en tillståndsprocess föreslås i propositionen ett registreringsförfarande, eftersom de aktörer bestämmelserna gäller i genomsnitt är små företag i tillväxtfas. Eftersom riksdagens

⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

⁵ ”Varje därpå följande återförsäljning av värdepapper, som tidigare erbjöds genom en eller flera av de slag av erbjudanden som nämns i denna punkt, skall dock betraktas som ett separat erbjudande, och den definition som anges i artikel 2.1 d skall tillämpas för fastställande av huruvida återförsäljningen är ett erbjudande av värdepapper till allmänheten.”

⁶ ”Syftet med bestämmelsen är dessutom att förhindra att skyldigheten att offentliggöra prospekt kringgås. Om vidareförsäljning eller förmedling anses utgöra ett separat erbjudande ska ett prospekt offentliggöras för vidareförsäljningen enligt samma förutsättningar som i fråga om det ursprungliga erbjudandet. När värdepapper t.ex. erbjuds endast till professionella investerare eller när ett visst antal värdepapper eller värdepapper av ett visst slag erbjuds behöver något prospekt enligt prospektdirektivet inte över huvud taget offentliggöras, men i praktiken upprättas en investeringspromemoria som är mera kortfattad än ett prospekt. Ett prospekt ska emellertid offentliggöras i sådana fall t.ex. om värdepapperen senare erbjuds också till andra än professionella investerare eller om samma eller andra värdepapper erbjuds så att bestämmelsen enligt vilken något prospekt inte behöver upprättas inte längre kan tillämpas.” (RP 32/2012 rd s. 110).

grundlagsutskott med avseende på näringsfriheten har jämställt verksamhetstillstånd med registrering, har registreringsskyldighet också med tanke på grundlagsperspektivet i detta sammanhang ansetts vara ett tillräckligt krav. Auktoriseringskraven måste med tanke på branschens omfattning, storleken på och betydelsen av de ombud som är verksamma på marknaden, komplexiteten hos ombudets affärsverksamhet, omfattningen av verksamhetens risktagning och emittenternas informationsskyldighet gentemot ombudet och betydelsen av andra säkerheter, liksom även med tanke på villkoren för tillträde till marknaden, anses leda till en administrativ börda för branschen och vara ett onödigt betungande krav i relation till fördelarna, som närmast gäller investerarskyddet. Investerarskyddet ökar i synnerhet genom de många förslagen till bestämmelser om ombuds befogenhet att agera som företrädare för obligationsinnehavarna, genom vilka bl.a. ombudets representativitet i insolvenssituationer säkerställs. Vid utarbetandet av regleringen har strävan varit att i enlighet med den centrala proportionalitetsprincipen (eng. *proportionality*) i EU-regleringen om finansmarknaden göra regleringen lättare än den övriga regleringen om finansmarknaden, dels på grund av det som konstaterats ovan och dels eftersom syftet är att göra den inhemska finansmarknaden mångsidigare genom att för nya alternativa finansieringsformer med beaktande av proportionalitetsprincipen tillhandahålla hållbara och förutsägbara verksamhetsförutsättningar. Med tanke på myndighetstillsynen och kravet på ett lätt ramverk jämställs ombuden i praktiken med sådana registreringsskyldiga förvaltare av alternativa investeringsfonder som avses i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder och med sådana registreringsskyldiga förmedlare av gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering.

15 §. Registreringsskyldighet och registeranmälan. I paragrafen föreskrivs det om registreringsskyldighet och registeranmälan. Enligt 1 mom. får en näringsidkare verka som ombud i obligationslån endast om näringsidkaren har blivit registrerad som ombud i det offentliga register som Finansinspektionen för över ombud för obligationsinnehavare. I fråga om obligationslånet krävs att det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas upp till handel på en i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen avsedd reglerad marknad i Finland eller en i det kapitlet avsedd multilateral handelsplattform. Förebilden för bestämmelserna om registreringens struktur och tekniska utformning är lagen om vissa kreditgivare (747/2010)⁷ och lagen om försäkringsförmedling, som också har använts som modell i lagen om gräsrotsfinansiering. Lagarna gäller i hög grad konsumentskydd vilket är motiverat också med tanke på en utveckling av obligationsmarknaden. Det har ansetts behövt att öka förutsättningarna för i synnerhet SMF-företag samt tillväxtföretag att erbjuda obligationslån till privata investerare och andra icke-professionella kunder, vilket dels kräver att investerarskyddet stärks i enlighet med propositionen och dels en sänkning av kostnaderna för emission av obligationslån, t.ex. att genom självreglering utveckla inhemska modellvillkor.

Det av Europakommissionen den 30 november 2015 offentliggjorda förslaget COM(2015) 583 till prospektförordning som ska ersätta prospektdirektivet innehåller bl.a. ett förslag om att valören 100 000 euro ska slopas, vilket om det genomförs för sin del skapar förutsättningar för en utveckling av sekundärmarknaden som är uppmuntrande också när det gäller icke-professionella kunders investeringsverksamhet. Också i dagsläget är värdeandelar med valören 1 000 euro mycket vanliga i fråga om obligationslån, varför sekundärmarknaden redan i dagsläget är förhållandevis öppen också för icke-professionella investerare. För primärmarknadens del är däremot det viktigaste undantaget från skyldigheten att upprätta prospekt det undantag som gäller grossistmarknaden, dvs. en minimiteckning på 100 000 euro (inte valör), vilket inte kommer att ändras till följd av förslaget till prospektförordning. Förhandlingarna om utkastet

⁷ Den av justitieministeriet beredda regeringspropositionen med lagstiftning om förmedlare av person-till-person-lån, RP 77/2016 rd, lämnades till riksdagen den 19 maj 2016. Lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) trädde i kraft den 1 januari 2017.

till en prospektförordning har framskridit och vid trepartsförhandlingarna nåddes enighet i december 2016.

Ombudets rättsliga struktur som juridisk person begränsas inte, utan ombud kan utöver aktiebolag vara t.ex. andelslag, kommanditbolag, öppna bolag, europabolag enligt lagen om europabolag (742/2004), europaandelslag eller föreningar enligt lagen om europaandelslag (906/2006) eller en förening eller utländsk sammanslutning som motsvarar dem.

Registreringen är genomförd när Finansinspektionen har fört in anmälaren i enlighet med 17 § i registret. Finansinspektionen har skyldighet att föra ett register över ombud och över aktörer som planerar att bli ombud i obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller i fråga om obligationslån för vilka det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas upp till handel på en reglerad marknad i Finland eller på en multilateral handelsplattform. För obligationslån, över vilka prospekt har godkänts i en annan EES-stat eller i ett tredjeland i enlighet med 5 kap. 2 och 3 § i värdepappersmarknadslagen, krävs inte att ett registrerat ombud används. Det är fråga om ett administrativt arrangemang som bygger på nationell prövning och inte om en registrerings- eller auktorisationsprocess enligt EU-rättsakter. Kravet överstiger därmed minimikraven enligt EU-lagstiftningen. Skyldigheten att genomgå en synnerligen tung tillståndsprocess är som krav överdrivet, så ett alternativt förfarande som underlättar ombudens administrativa börda behöver skapas. Om auktorisationen grundande sig på EU-lagstiftning, skulle den ge rätt att tillhandahålla de tjänster som den omfattar över gränserna från en EU-stat till en annan. Ett auktorisationskrav som grundar sig på nationell lagstiftning ger dock inte rätt att tillhandahålla tjänster över gränserna från en EU-stat till en annan, och en auktorisation som grundar sig på EU-lagstiftning och som ger rätt till ett europass kan inte kompletteras nationellt. Av dessa orsaker är registreringsskyldigheten ett tillräckligt krav. Tillämpningen av de civil- och insolvensrättsliga bestämmelserna är däremot inte avhängig av registreringsskyldigheten, eftersom syftet är att förstärka ett redan gällande rättsläge.

Däremot har kravet på att det i fråga om alla utanför EES-området noterade obligationslån är tvingande att använda ett registrerat ombud bedömts som överdrivet och med tanke på effekten på obligationsmarknaden eventuellt som skadligt. I fråga om inhemska obligationslån har ombud använts först under de senaste åren, så på marknaden finns det många obligationslån där ombud inte används och sådana emitteras fortfarande, i synnerhet om obligationslånet är utan säkerhet och det inte är förbundet med bivillkor eller andra specialvillkor. Av staterna utanför EES-området kan i synnerhet Storbritannien i fortsättningen (när brexit genomförs) vara lockande som noteringsplats för obligationslån. Eftersom finländska företags obligationslån har emitterats också i andra centrala OECD-stater, såsom Förenta staterna och Japan, utsträcks undantaget från registreringskyldigheten för ombud till OECD-stater.

Enligt 2 mom. ska registeranmälan för det första innehålla de uppgifter som avses i 17 § 1 mom. 1 och 2 punkten, dvs. näringsidkarens fullständiga namn. Dessutom ska firma, bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning och besöksadress till samtliga verksamhetsställen där näringsidkaren verkar som ombud meddelas. För det andra ska anmälan innehålla uppgift om de personer som avses i 18 § 1 och 2 mom. och vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion ska bedömas. Av anmälan ska alltså framgå t.ex. näringsidkarens verkställande direktör och hans eller hennes ställföreträdare samt ledningsgruppens medlemmar och styrelsemedlemmarna och deras ersättare. För det tredje ska i fråga om anmälaren lämnas en sådan redogörelse för de i 18 § avsedda personernas utbildning och arbetslivserfarenhet. Behövliga handlingar kan då vara t.ex. meritförteckningar, examensbetyg och arbetsintyg samt intyg över deltagande i viktiga utbildningsprogram eller i yrkeskurser. Dessutom ska anmälaren lämna in en sådan affärsplan som avses i 18 § 5

mom. till Finansinspektionen. I 26 § föreskrivs om övergångsperioden i fråga om registeranmälan.

Enligt 3 mom. ska den som gör anmälan på begäran av Finansinspektionen lämna också andra uppgifter som behövs för att bedöma om förutsättningarna för registrering uppfylls. En begäran om ytterligare uppgifter kan behövas t.ex. om Finansinspektionen inte får tillräckliga uppgifter direkt ur straffregistret för att kontrollera om anmälaren har brottslig bakgrund, eller om något annat som anmälaren uppger enligt Finansinspektionens bedömning till väsentliga delar förblir mångtydigt eller oklart.

16 §. Undantag från registreringsskyldigheten. I paragrafen föreskrivs det om undantag från registreringsskyldigheten. Paragrafen anknyter till lagens dispositiva karaktär, och därför finns det endast få tvingande bestämmelser i lagen. I den dispositiva karaktären, som bekräftas i paragrafen och som föreskrivs i 3 §, är det uttryckligen fråga om att betona den avtalsfrihet som ramlagen gör möjlig. Den dispositiva karaktären stöder den vedertagna marknadspraxisen och säkerställer att inte incitamenten för att bli ombud, och än mindre för att använda ombud, försvagas.

Registreringsskyldigheten enligt 1 mom. gäller inte kreditinstitut, betalningsinstitut, försäkringsbolag, fondbolag, värdepappersföretag, förmedlare av gräsrotsfinansiering eller förvaltare av alternativa investeringsfonder eller andra företag för finansiella tjänster som beviljats auktorisation av Finansinspektionen eller av en motsvarande tillsynsmyndighet, som t.ex. FCA (*Financial Conduct Authority*) i Storbritannien, i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES-stat) eller i en stat inom Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (OECD-stat) och inte heller andra parter som tillhandahåller finansiella tjänster och som är föremål för en sådan tillsynsmyndighets motsvarande tillsyn de verkar som ombud för obligationsinnehavarna. Dessa marknadsdeltagare som har beviljats auktorisation eller är föremål för motsvarande tillsyn behöver om de verkar som ombud inte göra någon anmälan för införande i det register som förs av Finansinspektionen, utan de kan i tillämpliga delar agera utifrån den auktorisation som de har beviljats och som kan vara notifierad i Finland. Däremot kan sådana aktörer, såsom advokatbyråer och revisionssammanslutningar som inte har beviljats auktorisation av Finansinspektionen eller en motsvarande tillsynsmyndighet i en EES- eller OECD-stat, inte verka som ombud utan att vara registrerad. På motsvarande sätt berättigar inte vilken som helst auktorisation beviljad av tillsynsmyndigheten i en EES- eller OECD-stat till att verka som ombud i Finland, eftersom tillsynens intensitet och de krav som ställs på branschen också i betydande omfattning kan avvika, i synnerhet om auktorisationen inte grundar sig på EU-lagstiftning. Dessutom kan den nationella lagstiftningen i EES-staterna ändra så pass ofta att det inte är ändamålsenligt att kräva att Finansinspektionen ska följa med utvecklingen i detalj. Om ett ombud däremot bedriver någon annan affärsverksamhet i anslutning till finansmarknaden, så ska kraven på denna verksamhet bedömas utifrån den lagstiftning som gäller verksamheten i fråga och utgör därmed inte något hinder för ombudets registrering.

Enligt 2 mom. gäller inte registreringsskyldigheten näringsidkare som är etablerade i någon annan EES-stat eller OECD-stat och som endast tillfälligt är verksamma som ombud i Finland, eller näringsidkare som utsetts till ombud i ett obligationslån som emitteras av ett finländskt företag i någon annan EES-stat eller ett tredjeland. Syftet med avgränsningen är att inte inverka på finländska företags möjligheter att skaffa finansiering på den internationella kapitalmarknaden. Med tillfällig verksamhet avses att tjänster tillhandahålls utan att etableringskriterierna uppfylls. Enligt EU-domstolens rättspraxis förutsätter begreppet etablering ett faktiskt utövande av en ekonomisk verksamhet genom fast etablering för en obegränsad period. När frågan om verksamhetens tillfälliga art bedöms ska det enligt rättspraxis vid EU-domstolen utöver tjänstens varaktighet dessutom också bedömas hur ofta den tillhandahållits och dess regelbundenhet och kontinuitet. Det ska avgöras från fall till fall om kriterierna upp-

fills eller inte. Det har inte satts någon övre gräns för hur länge tjänsterna tillhandahålls, utan variationerna kan vara stora beroende på situationen. Att verksamheten är tillfällig utesluter inte att den som tillhandahåller tjänster kan förse sig med en viss infrastruktur i värdmedlemsstaten, däri inbegripet ett kontor eller en byrå, i den mån detta är nödvändigt för att kunna fullgöra tjänsten i fråga (bl.a. mål C-215/01, Bruno Schnitzer, REG 2003, s. I-14847). Enligt fast rättspraxis vid EU-domstolen (bl.a. mål 33/74, Van Binsbergen, ECR 1974, s.1299) behåller en EU-stat rätten att vidta åtgärder mot en tjänsteleverantör som är etablerad i någon annan medlemsstat men som helt eller till största delen riktar sin verksamhet mot den första EU-statens territorium, om etableringsorten har valts i syfte att kringgå den lagstiftning som skulle ha varit tillämplig på leverantören om denne hade varit etablerad på den första EU-statens territorium. Enligt denna rättspraxis kan lagen således i dylika fall tillämpas också på en näringsidkare som är etablerad i någon annan EES-stat, om näringsidkaren endast tillfälligt är verksam i Finland och någon finländsk juridisk person inte används i verksamheten. På grund av de EU-rättsliga omständigheterna i anknytning till regleringen av verksamheten för ett utländskt ombud som tillfälligt är verksam i Finland kan dock inte behovet av bedömning från fall till fall helt slopas genom lag.

Enligt 3 mom. gäller registreringskyldigheten inte lånebaserad gräsrotsfinansiering där det samlas in mindre än 5 000 000 euro i kapital. Gränsvärdet är samma som gränsvärdet för skyldigheten att utarbeta ett prospekt i lagen om gräsrotsfinansiering.

17 §. Uppgifter som ska föras in i registret och anmälan om ändringar. I paragrafen föreskrivs det om de uppgifter som ska föras in i det register som förs av Finansinspektionen och om anmälan om ändringar av uppgifterna. I 1 mom. föreskrivs det om de uppgifter som ska föras in i registret över ombud för obligationsinnehavare. I registret ska föras in i) näringsidkarens fullständiga namn eller, om sådant saknas, firma, bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning och besöksadress till samtliga verksamhetsställen där näringsidkaren har ombudsverksamhet, ii) fullständigt namn på de personer vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion kontrollerats i samband med handläggningen av registeranmälan, iii) registerbeteckning som tilldelats av Finansinspektionen och datum för registreringen, iv) skäلتill och tidpunkt för avregistrering, v) offentliga varningar som meddelats anmälnaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälnaren samt förbud som förenats med vite. Med verksamhetsställe avses en byggnad, ett rum eller ett annat utrymme som ombudet använder för sin verksamhet.

Enskilda obligationslån förs inte in i det register som avses i 15 § 1 mom., endast ombud förs in i registret. I motsats till situationen i Danmark är det inte behövt att registrera enskilda obligationslån hos Finansinspektionen. I Finland gällde tidigare i 24 år lagen om obligations- och debenturelån samt övriga masskuldebrevslån (553/1969). Lagen upphävdes den 1 januari 1994 som en del av ikraftträdandet av de bindande bilagorna till avtalet om EES-området och då föreskrevs skyldighet för Finansinspektionens föregångare Finansinspektionen att på förhand godkänna alla uppgifter som offentliggjordes i prospekt i samband med emitteringen av obligationslån. Också efter detta förde den tidigare Finansinspektionen i enlighet med det numera upphävda 34 § 4 mom. i lagen om skuldebrev en förteckning över obligationslån erbjudna till allmänheten och deras emittenter.⁸ Skyldigheten att föra förteckningen upphävdes den 1 juli 2005 när prospektdirektivet genomfördes nationellt i Finland. Ett nytt motsvarande obligationslånespecifikt register, och den onödiga administrativa arbetsbörda som det medför

⁸ Vid hänvisning till äldre lagstiftning har man på finska hållit sig till termen *joukkovelkakirjalaina*, även om det i lagförslag 1 används den kortare termen *joukkolaina*. I denna proposition används på svenska termen obligationslån när begreppet betraktas ur emittentens synvinkel och termen obligation när begreppet betraktas ut obligationsinnehavarnas synvinkel.

har också kritiserats i Danmark, behöver för att undvika administrativ börda därmed inte inrättas.

Rätten för ett i Finland registrerat ombud att vara verksamt i Finland eller i andra stater som ombud för obligationslån som ska emitteras är inte begränsad, inte heller i fråga om i vilken valuta ett finländskt företags obligationslån emitteras. Det är däremot möjligt att det i en annan EES-stat i ställs sådana villkor i fråga om gränsöverskridande tillhandahållande av tjänster, att inte ens ett registrerat ombud kan tillhandahålla tjänster i EES-staten i fråga.

Enligt 2 mom. ska ombudet utan dröjsmål göra anmälan till Finansinspektionen om ändringar i de i 15 § 2 mom. avsedda uppgifter som införts i registret samt om upphörande av affärsverksamheten

18 §. Förutsättningar för registrering. I paragrafen anges det vilka villkor som ska uppfyllas för att Finansinspektionen ska föra in någon som gör en registeranmälan i registret över ombud för obligationsinnehavare. Registreringsförfarandet omfattas således inte av någon ändamålsenlighetsprövning. Enligt 1 mom. ska Finansinspektionen registrera den som gör en registeranmälan som ombud, om i) anmälaren har rätt att utöva näring i Finland, ii) anmälaren inte har försatts i konkurs, iii) anmälaren inte genomgår ett saneringsförfarande för företag och inte har fått sin handlingsbehörighet begränsad, iv) anmälaren och de som hör till dess verkställande ledning är tillförlitliga, v) anmälaren eller den som handlar på uppdrag av anmälaren som helhet betraktat har en sådan kännedom om obligationsmarknadens funktion som kan anses vara behövlig med tanke på arten och omfattningen av verksamheten som ombud. Den som handlar på uppdrag av anmälaren kan vara t.ex. en sammanslutning som hör till samma koncern eller en utomstående tjänsteleverantör. I bokföringslagen (1336/1997), som det också hänvisas till i aktiebolagslagen, avses med en koncern ett finländskt moderbolag och dess finländska och utländska dotterbolag. Detta ska med beaktande av vedertagen marknadspraxis betraktas som en alltför snäv tolkning och därför kan anmälarens moderbolag vara inhemskt eller utländskt, som med beaktande av verksamhetens internationella karaktär har kommit att utgöra marknadspraxis i Finland. Kännedom om obligationsmarknaden hos ett systerbolag till anmälaren kan också beaktas vid helhetsbedömningen av anmälarens kännedom om obligationsmarknaden. Möjligheten att en sammanslutning i samma koncern som anmälaren också kan beaktas i fråga om bedömningen av kännedom om obligationsmarknaden anknyter dels till strävan att göra tröskeln låg för etablering i branschen, dels till målet att minska hindren för att starta företag. På motsvarande sätt har anmälaren möjlighet att i sin affärsplan påvisa att den sakkunskap som behövs kan upphandlas genom avtal om utläggning mellan anmälaren, eller en sammanslutning inom samma koncern, och utomstående aktörer som tillhandahåller sakkunnig- eller konsulttjänster. Trots att man kan skaffa sakkunskapen av den som handlar på uppdrag eller en utomstående som tillhandahåller köpta tjänster samt också av en sammanslutning inom samma koncern, minskar detta inte ansvaret för anmälarens styrelsemedlemmar.

Bestämmelser om rätten att idka näring finns i lagen angående rättighet att idka näring (122/1919). Enligt 1 § i den lagen får näring idkas i Finland av fysiska personer som är bosatta inom EES-området, finska sammanslutningar och stiftelser samt utländska sammanslutningar och stiftelser som registrerat en filial i Finland och som har bildats enligt lagstiftningen i en EES-stat och som har sin stadgeenliga hemort, sin centralförvaltning eller sin huvudsakliga verksamhetsort i en EES-stat. Dessutom har den rätt att idka näring i Finland som Patent- och registerstyrelsen särskilt har beviljat tillstånd för detta.

Med kännedom om obligationsmarknadens funktion avses t.ex. kännedom om de lagstiftningsområden som kommer i fråga när obligationsinnehavare företräds. Därtill innefattar kännedomen om funktionen de tekniska kunskaper, färdigheter och annan motsvarande beredskap som verksamheten kräver. Kännedomen om obligationsmarknadens funktion kan grunda sig

på mångårig praktisk erfarenhet, t.ex. tjänstgöring i olika uppgifter hos en annan aktör på finansmarknaden eller på utbildning, som kan utgöras antingen av en avlagd examen eller av yrkeskompetens som baserar sig på annan utbildning. Eftersom verksamheten som ombud kräver stor yrkeskunskap och kännedom om lagstiftningen ska en anmälare, eller den som handlar på uppdrag av anmälaren, som saknar tillräcklig praktisk erfarenhet av obligationsmarknadens funktion ha lämplig utbildning, t.ex. vara juris, politices eller ekonomie kandidat eller magister, kandidat eller magister i samhällsvetenskaper, diplomingenjör eller vice- eller rättsnotarie. Ju mer omfattande verksamheten är, desto större kännedom om obligationsmarknadens funktion kan det förutsättas att ombudet har.

När anmälares, och inte den som handlar på uppdrag av anmälaren, kännedom om obligationsmarknadens funktion utreds avses med detta styrelsen och den övriga verkställande ledningen som kollektiv och inte enskilda styrelsemedlemmar eller andra separata personer som ingår i den verkställande ledningen. Styrelsen och den övriga verkställande ledningen ska som helhet betraktat och som kollektiv ha kännedom om obligationsmarknaden och om de betydande riskerna i anslutning till den. I styrelsen och den övriga verkställande ledningen ska det med beaktande av arten och omfattningen av dess verksamhet finnas en eller flera medlemmar som har de kunskaper och färdigheter och den kompetens som behövs för att förstå obligationsmarknaden. Med den verkställande ledningen avses näringsidkarens hela högsta ledning, dvs. verkställande direktören och dennes ställföreträdare, medlemmar och ersättare i styrelsen, ansvariga bolagsmän och andra som hör till den högsta ledningen, såsom ledningsgruppen. Alla som hör till den verkställande ledningen förutsätts emellertid inte personligen ha behövlig utbildning och erfarenhet utan kravet gäller styrelsen som helhet betraktad, dock med beaktande av verksamhetens art och omfattning. Förslaget anknyter dels till strävan att minska hindren för att starta företag och dels till strävan att möjliggöra ombudsverksamhet i olika rättsliga strukturer. Däremot ska alla personer som räknas upp i bestämmelsen vara tillförlitliga för att tillförlitlighetskravet ska uppfyllas.

I 2 mom. föreskrivs det om kraven på tillförlitlighet. En person som hör till den verkställande ledningen hos den som gör en registeranmälan anses inte tillförlitlig i den mening som avses i 1 mom. 4 punkten om han eller hon genom en lagakraftvunnen dom har dömts till fängelsestraff under de fem senaste åren före bedömnings tidpunkten eller till bötesstraff under de tre senaste åren före bedömnings tidpunkten för ett brott som kan anses visa att personen i fråga är uppenbart olämplig att för ombudsverksamhet eller att arbeta i ett ombuds verkställande ledning, eller om han eller hon annars genom sin tidigare verksamhet har visat sig uppenbart olämplig för sådana uppgifter. Till den verkställande ledningen räknas styrelsemedlemmarna och ersättare samt den verkställande direktören, den verkställande direktörens ställföreträdare och ledningsgruppens medlemmar. Den lagakraftvunna dom som avses i momentet kan ha sin grund t.ex. i ombudsbrott som enligt 22 § är straffbart, penningtväts- eller bokföringsbrott, skattebedrägeri eller något annat brott med anknytning till ekonomisk verksamhet.

Även om en person inte har dömts till något sådant fängelse- eller bötesstraff som avses ovan, kan personen inte heller anses vara tillförlitlig om han eller hon annars genom sin tidigare verksamhet har visat sig vara uppenbart olämplig för en sådan uppgift som avses ovan. En motsvarande bestämmelse finns t.ex. i 3 kap. 4 § 2 mom. i lagen om investeringstjänster och 13 a § i lagen om betalningsinstitut (297/2010). Andra tecken på olämplighet är t.ex. en icke-lagakraftvunnen dom för ett brott som avses i 1 mom. I praktiken kan det gå flera år innan en dom t.ex. för ett sådant ekonomiskt brott som utgör hinder för registrering vinner laga kraft. Vid den bedömning av tillförlitligheten som gäller tidigare verksamhet kan det också beaktas att en person genom en lagakraftvunnen dom har dömts till fängelsestraff för ett brott för mer än fem år sedan, om brottet visar att personen är uppenbart olämplig för ombudsverksamhet eller att arbeta i ett ombuds verkställande ledning. Genom tidigare verksamhet annars visad uppenbar olämplighet förutsätter inte att personen har dömts till straff för brott. Personen kan

t.ex. ha meddelats näringsförbud enligt lagen om näringsförbud (1059/1985), vilket inte nödvändigtvis förutsätter att ett straff har dömts ut för försummelsen. Förbudet kan bl.a. bero på försummelser av skatt- eller bokföringsskyldigheten. Om näringsförbudet fortfarande är i kraft kommer inte verksamhet som ombud på fråga, men också ett näringsförbud som har upphört kan beaktas vid bedömningen av en persons tillförlitlighet.

Enligt 3 mom. förutsätter en registrering att anmälaren har minst 50 000 euro i eget kapital eller en yrkesansvarsförsäkring, en bankgaranti eller annan motsvarande säkerhet som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig. Kravet ska uppfyllas också efter registreringstidpunkten och gälla hela den tid som ombudet är verksamt. Bestämmelsen grundar sig på nationell prövning och tillåter en begränsad ändamålsenlighetsprövning för Finansinspektionen som den kan använda också i fråga om 18 § 2—6 mom., 19 § och 20 § 3 mom. Kapitalkravet, som är tjugofaldigt i förhållande till det startkapital som krävs för aktiebolag, behövs för att hålla branschen fri från otillförlitliga aktörer och andra äventyrare. Bestämmelsen överskrider minimikraven i EU-lagstiftningen. Eftersom marknaden för ombud för obligationsinnehavare i dagsläget är koncentrerad till några aktörer i aktiebolagsform, håller stränga bestämmelser marknaden koncentrerad också framöver. Också på grund av detta finns det orsak att ställa ett rimligt kapitalkrav, trots att tröskeln för etablering i branschen annars har gjorts låg. I stället för att iaktta kapitalkravet kan ombud också på marknaden ta en yrkesansvarsförsäkring, bankgaranti eller motsvarande säkerhet som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig och som med beaktande av aktörens storlek, riskprofil och rättsliga form säkerställer ett skydd för obligationsinnehavare som är likvärdigt med kapitalkravet enligt lagen. Därmed är en ansvarsförsäkring, bankgaranti eller motsvarande säkerhet valfri för ombud, men om den har tagits är den och dess giltighet ett tillsynsobjekt för Finansinspektionen. En befintlig ansvarsförsäkring, bankgaranti eller motsvarande säkerhet kräver dock inte att den ska ges som förbindelse i ett ombudsavtal, utan ombudet avgör själv detta, om inte något annat har avtalats. Förslaget anknyter dels till strävan att minska hindren för att starta företag och dels till strävan att möjliggöra ombudsverksamhet i olika rättsliga strukturer.

En yrkesansvarsförsäkring som avses i 3 mom. och som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig ska enligt 4 mom. dessutom uppfylla åtminstone följande villkor: i) om försäkringen inbegriper självrisk ska försäkringsgivaren betala försäkringsersättningen till den skadelidande utan avdrag för självrisken och ii) försäkringen ska ge ersättning för skada som uppstår till följd av en gärning eller försummelse under försäkringsperioden och beträffande vilken ersättningsanspråk anförs skriftligen hos anmälaren eller försäkringsgivaren under försäkringens giltighetstid eller inom tre år från försäkringens upphörande.

Enligt 5 mom. ska anmälaren ha en affärsplan. Eftersom det i allmänhet avtalas om de frågor som avses i momentet i ombudsavtalet, där det framgår hur ombudsuppdraget ska skötas samt vilka rättigheter och skyldigheter såväl ombud som obligationsinnehavare har, kommer avtalsvillkoren också till Finansinspektionens kännedom vid inspektionsbesök och annan operativ tillsyn. Bestämmelsen stöder på ett väsentligt sätt den tillsyn över förfaringsätt och annan tillsyn som Finansinspektionen utövar. Vid bedömning av affärsplanen ska flera frågor omsorgsfullt beaktas, bl.a. förfogandet över kundmedel och säkerheter, hållandet av kundmedel åtskils från ombudets egna tillgångar, ombudets verksamhet i förhållande till obligationsinnehavarna och ordnandet av eventuella ombudsmannatjänster samt sådan upphandling av sakkunnigtjänster som grundar sig på avtal om utläggning och dokumentationen av upphandlingen. Ombuden har olika sätt att verkställa avtal och andra handlingar som de har ingått med obligationsinnehavare, varför bestämmelsen har utformats flexibelt. Bestämmelsen anknyter till lagens ställning som ramlag och till att för parterna möjliggöra den dispositiva karaktär som betonar avtalsfriheten, och därför finns det endast få tvingande bestämmelser i lagen. Den dispositiva karaktären, som föreskrivs i 3 §, stöder den vedertagna marknadspraxisen och säkerställer att inte incitamenten för att bli ombud, och än mindre för att använda ombud, försvagas.

Trots att alla de nämnda villkoren för registrering uppfylls, kan Finansinspektionen enligt 5 mom. vägra registrering, om det med beaktande av omständigheterna är uppenbart att anmälaren har för avsikt att vara mellanhand för någon annan eller om anmälaren inte förmår visa hur oberoendet i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen har säkrats. Avsikten med bestämmelsen är att hindra sådana personer från att bli ombud som t.ex. till följd av sin suspekta bakgrund troligen inte skulle uppfylla förutsättningarna för registrering men som försöker ta sig in i branschen via en mellanhand. Att tillåta ett sådant tillvägagångssätt skulle minska ombudens tillförlitlighet och godtagbarhet som en seriös deltagare på finansmarknaden. Däremot när t.ex. ett kreditinstituts dotter- eller koncernföretag är registreringskyldigt ombud kan oberoendet genomföras genom administrativa arrangemang inom en koncern.

19 §. Avregistrering. I paragrafen föreskrivs det om förutsättningarna för avregistrering. Enligt 1 mom. ska Finansinspektionen avregistrera ett ombud, om (i) ombudet har avslutat sin verksamhet, (ii) förutsättningarna för registreringen enligt 18 § 1 mom. 1—4 punkten eller 18 § 2—4 mom. inte längre uppfylls, (iii) det är uppenbart att ombudet är mellanhand för någon annan eller ombudet har försummat att säkra sitt oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen, (iv) förutsättningen för registrering enligt 18 § 1 mom. 5 punkten inte längre uppfylls och ombudet inte inom den tidsfrist som Finansinspektionen har angett i sin uppmaning har anmält nya personer som uppfyller kraven i den punkten i fråga om kännedom om obligationsmarknadens funktion, eller (v) det i ombudets eller dess verkställande lednings verksamhet förekommer allvarliga eller upprepade försummelser. Bestämmelser om förfaranden för avregistrering finns i 26 och 27 § i lagen om Finansinspektionen.

7 kap. Tillsyn och påföljder

Kapitelvis motivering. Lagens 7 kap. gäller tillsyn, tillhandahållande av registeruppgifter som webbtjänst och påföljder, som är straffbestämmelser och skadeståndsskyldighet. Regleringen om påföljder och innehåll i den motsvarar i huvudsak övrig finansmarknadslagstiftning, såsom lagen om investeringstjänster, lagen om placeringsfonder (48/1999) och lagen om förvaltning av alternativa investeringsfonder. Exempelvis regleringen om skadeståndsansvar omfattar dock i enlighet med bestämmelserna i 22 kap. i aktiebolagslagen både ombud för obligationsinnehavare och deras verkställande ledning när ombudets juridiska form är aktiebolag.

20 §. Tillsyn. I paragrafen föreskrivs det om myndighetstillsyn. Enligt 1 mom. utövar Finansinspektionen tillsyn över efterlevnaden av bestämmelserna i lagen, med undantag av bestämmelserna i 5 kap. Finansinspektionen utövar tillsyn t.ex. över bestämmelserna om förfogande och förvaring av kundmedel och säkerheter, betalning av medel, registrerade ombuds tillförlitlighet och ombudens skyldighet att behandla obligationsinnehavare likvärdigt och andra förfaranden som det har föreskrivits att registrerade ombud ska iaktta. Tillsynen över ombudens tillförlitlighet gäller god praxis som ombudet ska iaktta, ändamålsenliga förfaringssätt och noggrann intern revision. Den affärsplan som i enlighet med 18 § 4 mom. ska lämnas in till Finansinspektionen säkerställer Finansinspektionens förutsättningar att utöva tillsyn över förfaringssätt och annan tillsyn. Finansinspektionens uppgift är att utöva tillsyn över att ombuden på ett ändamålsenligt sätt har ordnat förvaringen av kundmedel och den interna bokföringen av kundmedelskonton. Omsorgsfulla förfaringssätt vid hantering och förvaring av kundmedel och säkerheter kräver t.ex. ett brandsäkert skåp eller avtal med ett kreditinstitut och vid utbetalning av medel krävs bindande säkerhetsarrangemang för utomstående. När Finansinspektionen granskar ombudets affärsverksamhet under registreringen ska den kontrollera att de ombudsavtal som ombudet använder inte står i strid med de tvingande bestämmelser som avses i 6 § 1 och 2 mom., 8 och 13 §. Av ombudsavtalet framgår också hur ombudsverksamheten går till och vilka krav, rättigheter och skyldigheter som gäller för obligationsinnehavarna. Skyldigheten enligt bestämmelsen att behandla obligationsinnehavarna lika motsvarar för sin del 8 kap. 6 b § i värdepappersmarknadslagen.

Tillsyn över att kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet i 5 kap., som närmast innehåller civil- och insolvensrättsliga bestämmelser, iakttas behövs inte, eftersom bestämmelserna i huvudsak är dispositiva och stöder sig på avtalsfriheten. Också bestämmelsen om myndighetstillsyn anknyter till att lagens ställning som ramlag möjliggör en dispositiv karaktär som betonar avtalsfrihet, varför det finns endast få tvingande bestämmelser i lagen. Den dispositiva karaktären, som föreskrivs i 3 §, stöder den vedertagna marknadspraxisen och säkerställer att inte incitamenten för att bli ombud, och än mindre för att använda ombud, försvagas. Till denna del motsvarar bestämmelsen i många avseenden aktiebolagslagen, vars iakttagande Finansinspektionen inte heller utövar tillsyn över, och påminner om lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder där endast 5 av de 23 kapitlen tillämpas på registreringsskyldiga förvaltare av alternativa investeringsfonder. Finansinspektionen utövar inte heller tillsyn över oregistrerade ombuds verksamhet, vilket framgår av 5 § i lagen om Finansinspektionen och 5 § i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift. En exakt definition av tillsynsskyldigheten behövs så att det inte uppstår en felaktig bild av omfattningen av Finansinspektionens tillsyn och så att inte ansvaret för oregistrerade ombuds verksamhet de facto överförs till tillsynsmyndigheten.

Enligt 2 mom. har Finansinspektionen rätt att ur det bötesregister som avses i 46 § i lagen om verkställighet av böter (672/2002) få de uppgifter som behövs för att utreda tillförlitligheten hos en fysisk person som registrerats som ombud eller som hör till ombudets verkställande ledning. Bestämmelsen motsvarar 46 § i lagen om försäkringsförmedling. I fråga om rätten att få uppgifter ur straffregistret gäller separata bestämmelser. Straffregisteruppgifter i anknytning till bedömningen av tillförlitligheten kan lämnas ut till Finansinspektionen med stöd av 4 a § 1 mom. 2 punkten i straffregisterlagen (770/1991).

Enligt 3 mom. kan i syfte att trygga obligationsinnehavarnas ställning eller av andra vägande skäl Finansinspektionen bestämma att emittenten eller ombudet ska sammankalla obligationsinnehavarna till möte. Orsak för att bestämma att ett möte ska sammankallas kan vara t.ex. misstankar om att investerarskyddet har försvagats eller säkerheterna har förlorat sitt värde.

Enligt 4 mom. kan Finansinspektionen meddela närmare föreskrifter om avslutande av ett ombuds affärsverksamhet till följd av avregistrering. Föreskrifter kan behöva utfärdas t.ex. när ett ombud har försatts i konkurs eller har avregistrerats på grund av lagstridigt förfarande. Syftet med bestämmelsen är närmast att trygga investerarnas ställning samt att beakta obligationsinnehavarnas ställning vid de rättsverkningar som följer på situationer där förutsättningarna upphör och på avregistrering. Eftersom det antas att endast några ombud kommer att finnas på marknaden, kräver en avregistrering antagligen fallspecifik prövning, varför det inte närmare behöver föreskrivas om detta i lagen. Det betraktas dock inte som avslutande av affärsverksamhet att ett ombud under en viss tidpunkt inte har ett enda uppdrag i anknytning till ombudsverksamhet anhängigt.

21 §. Tillhandahållande av information. I paragrafen föreskrivs det om tillhandahållande av information i form av en webbtjänst. Enligt 1 mom. får, trots bestämmelserna i 16 § 3 mom. i lagen om offentlighet i myndigheternas verksamhet (621/1999), personuppgifter lämnas ut i registret som utskrifter, göras allmänt tillgängliga i ett elektroniskt datanät eller lämnas ut på något annat sätt i elektronisk form. Uppgifter om personbeteckningar får dock lämnas ut med stöd av denna lag endast om uppgiften lämnas som en utskrift eller teknisk upptagning och mottagaren med stöd av 13 § i personuppgiftslagen (523/1999) eller med stöd av någon annan lag har rätt att behandla personbeteckningar. Avsikten är att systemet ska vara sådant att omfattande sökningar inte är möjliga. Den registeransvarige omfattas av skyldigheten att skydda uppgifterna i personregistret på ett behörigt sätt i enlighet med dataskyddslagstiftningen, oberoende av hur utlämnandet i elektronisk form tekniskt genomförs.

Följande uppgifter ur registret ska Finansinspektionen dock enligt 2 mom. hålla allmänt tillgängliga med hjälp av ett elektroniskt datanät: (i) näringsidkarens namn och firma, eventuell bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning, huvudkontor och besöksadress till de verksamhetsställen där det bedrivs ombudsverksamhet, (ii) namnet på verkställande direktören och dennes ställföreträdare, på medlemmar och ersättare i styrelsen och jämförbara organ och på ansvariga bolagsmän, (iii) registreringsdatum och (iv) offentliga varningar som meddelats anmälaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren samt förbud som förenats med vite.

22 §. Straffbestämmelser. I paragrafen finns straffbestämmelser. Enligt paragrafen ska den som uppsåtligen i strid med 15 § 1 mom. eller 16 § 1 mom. är verksam som ombud för obligationsinnehavare utan att vara registrerad, om inte gärningen är ringa eller strängare straff för den föreskrivs någon annanstans i lag, dömas för *ombudsbrott*. Bestämmelsen avviker från normala straffbestämmelser i den gällande finansmarknadslagstiftningen på så vis att grovt uppsåt inte krävs enligt brottsbeskrivningen. Detta är befogat eftersom ombud även annars i enlighet med de tvingande bestämmelserna i 6 § 1 och 2 mom., 8 och 13 § omfattas av en betonad omsorgsplikt. Den betonade omsorgsplikten utgör dessutom, tillsammans med den omvända bevisbörda som avses i bestämmelsen om skadeståndsskyldighet i 23 § 2 mom. och god värdepappersmarknadssed som avses i 6 § 2 mom., en behövlig motvikt och allmänt förebyggande skrämseleffekt med tanke på den mycket lätta regleringen i fråga om ombud och ökar förutsättningarna för att upprätthålla trovärdigheten för den nya branschen. Ombudets verksamhet orsakar inte heller sådan omfattande ekonomisk skada för flera personer som avsevärt försvagar tilltron till finansmarknaden som helhet och som därför skulle kräva att straffansvaret utsträcks till gärningar som begåtts av grov oaktsamhet. Bestämmelsen tillämpas på fysiska och juridiska personer som är verksamma på marknaden och deltar i verksamheten. I praktiken ska de straffanspråk som förändleds av ombudsverksamhet i enlighet med den straffrättsliga kanaliseringsbestämmelsen i första hand gälla ombudets verkställande ledning och inte ombudet självt, som är en juridisk person. Det föreskrivna straffet är böter eller fängelse i högst ett år.

I avsikt att utveckla de straffrättsliga bestämmelserna görs i förslaget till vissa delar avsteg från den i samband med totalrevideringen av straffrätten tillämpade centraliseringsprincipen som innebär att straff som är förenade med hot om fängelse ska regleras i strafflagen (39/1889). Trots att man strävat efter att konsekvent iaktta centraliseringsprincipen finns det fortfarande relativt många straffbestämmelser som är förenade med fängelsehot som inte har överförts till strafflagen. Centraliseringsprincipen har inte kunnat iakttas fullt ut. Möjligheterna att över huvud taget iaktta principen är beroende av regleringens exakthet. I vissa situationer kan det vara ändamålsenligt att ta in straffbestämmelser om ett visst område i en speciallag, om regleringen är så pass detaljerad att strafflagen skulle bli onödigt överbelastad om straffbestämmelserna överförs till den. Potentiella överträdare av bestämmelsen begränsar sig i praktiken i huvudsak till aktörer inom finansbranschen som förutsätts känna till lagarna i fråga, varför det på grund av bestämmelsernas karaktär och målgrupp har ansetts att avsteg från centraliseringsprincipen kan göras.

23 §. Skadeståndsskyldighet. I paragrafen föreskrivs det om skadeståndsskyldighet. Paragrafen är dispositiv, dvs. man kan avtala på annat sätt till övriga delar, men i fråga om det avtalsenliga skadeståndsansvaret kan inte avtalas om någon ansvarsbegränsning som utesluter ansvar för verksamhet som orsakas med uppsåt eller av grov oaktsamhet. Eftersom ombud kan vara flera av Finansinspektionen övervakade aktörer som med stöd av en auktorisation tillhandahåller finansiella tjänster på finansmarknaden, är det ändamålsenligt att utfärda enhetliga bestämmelser om skadeståndsskyldighet. Flera orsaker talar dock för ett underlättande av ombudens administrativa börda.

Sedan tidigare har det gällt att skadeståndsansvaret enligt lagen också omfattar skador som orsakats i avtalsförhållanden, så att s.k. ren förmögenhetsskada som inte har något samband med en person- eller sakskada ska ersättas utan sådana synnerligen vägande skäl som avses i skadeståndslagen (412/1974) och så att det i lagen, med avvikelse från aktiebolagslagen, också ska föreskrivas om ersättning för skador som orsakats av bolag. Den allmänna principen i fråga om avtalsansvar i finansmarknadslagstiftningen är att den som orsakat en skada för att befrias från ansvar måste kunna visa att han eller hon har handlat omsorgsfullt (omvänd bevisbörda). Det är inte möjligt att skraddarsy villkoren för enskilda obligationsinnehavare, eftersom ombudet ska behandla alla obligationsinnehavare lika.

I 1 mom. föreskrivs om ombuds skyldighet att ersätta skador som de har orsakat. Genom att ta in dessa bestämmelser i 1 mom. vill man understryka att skadeståndskrav som beror på ombudsverksamhet i första hand ska riktas mot ombudet själv och inte t.ex. mot dess högsta ledning.

Skyldigheten att ersätta skada förutsätter att en skada som ombudet uppsåtligt eller av oaktsamhet har orsakat aktörer som de företräder eller andra personer genom ett förfarande som strider mot denna lag eller bestämmelser som utfärdats och föreskrifter som meddelats med stöd av den. Momentet gäller bl.a. ersättande för en skada som ombudet har orsakat en obligationsinnehavare som ombudet företräder. Skadeståndsskyldighet uppkommer oberoende av om det är möjligt att i den organisation som ombudet företräder peka ut en person som handlat klandervärt eller inte.

Kravet på vållande är nära kopplat till frågan om hur bevisbördan för vållande ska fördelas. Det är inte nödvändigt att försöka lösa frågan om fördelning av bevisbördan för vållande enligt 1 mom. genom en uttrycklig bestämmelse, utan den frågan kan man också i framtiden låta avgöras utifrån de allmänna principerna enligt rättspraxis och utifrån omständigheterna kring själva skadesituationen. Överträdelse av detaljerade bestämmelser om skyldigheter som uttryckligen gäller ombud medför dock i praktiken ofta att en omvänd bevisbörda för vållande tillämpas. Enligt den andra meningen i 1 mom. anses därmed en skada ha orsakats av oaktsamhet om inte den som är ansvarig för förfarandet visar att han eller hon har handlat omsorgsfullt (omvänd bevisbörda) och om inte skadan har orsakats enbart genom brott mot bestämmelserna i 6 § 1 och 2 mom. En situation med omvänd bevisbörda uppkommer t.ex. mycket typiskt i en situation där ombudet har agerat i enlighet med anvisningar från obligationsinnehavarnas möte, eftersom det då kan anses att ett antagande om omsorgsfull verksamhet har uppstått och då räcker det att ombudet hänvisar till de anvisningar som ombudet fått. Bestämmelserna om oaktsamhetspresumtionen kan jämföras med den gällande finansmarknadslagstiftningen. Bestämmelser om en liknande presumtion finns bl.a. i 16 kap. 1 § i lagen om investeringstjänster.

I 22 kap. 1 § i aktiebolagslagen föreskrivs det om ledningens skadeståndsskyldighet, dvs. skadeståndsskyldighet för styrelseledamöter, förvaltningsrådsledamöter och verkställande direktören i aktiebolag. Dessa bestämmelser tillämpas också på ombud som är aktiebolag eller europabolag. Ombuden är oftast aktiebolag och ersättningsskyldigheten för skada som orsakats genom åtgärder som strider mot bolagsordningen bestäms enligt aktiebolagslagen. På samma sätt som i fråga om styrelsemedlemmar gäller ersättningsskyldigheten medlemmar i andra organ, eftersom det är möjligt att verka som ombud i olika rättsliga strukturer. Den begränsande hänvisningen till bestämmelserna i 6 § 1 och 2 mom. om lika behandling och god värdepappersmarknadssed motsvarar bestämmelserna i 22 kap. 1 § 3 mom. i aktiebolagslagen.

Enligt 2 mom. har en investerare rätt att kräva ersättning för skada som orsakats honom eller henne också av verkställande direktören, medlemmar i styrelsen eller jämförbara organ samt ansvariga bolagsmän hos ombudet, om skadan har berott på att dessa uppsåtligt eller av

oaktsamhet har underlåtit att se till att de skyldigheter som avses i 13 § fullgörs i verksamheten.

I 3 mom. hänvisas det till skadeståndslagen. På samma sätt som enligt aktiebolagslagen ska vid jämkning av skadestånd 2 kap. i skadeståndslagen (412/1974) och vid fördelning av skadeståndsansvaret vad som i 6 kap. i den lagen föreskrivs om fördelning av skadeståndsansvaret mellan två eller flera skadeståndsskyldiga tillämpas.

8 kap. Särskilda bestämmelser

Kapitelvis motivering. I 8 kap. finns bestämmelser om överklagande och övergångsbestämmelser. Regleringen motsvarar den övriga finansmarknadslagstiftningen.

24 §. Överklagande. I paragrafen föreskrivs det om överklagande. Enligt hänvisningen i 1 mom. får beslut av Finansinspektionen överklagas på det sätt som anges i 73 § i lagen om Finansinspektionen. Eftersom aktörerna på finansmarknaden är koncentrerade till huvudstadsregionen, behöver man inte avvika från förutsättningarna enligt lagen om Finansinspektionen att koncentrera överklagande till Helsingfors förvaltningsdomstol, trots att man inom förvaltningsrätten strävar efter en områdesvis decentralisering av förvaltningsdomstolarnas behörighet.

Enligt 2 mom. ska ett beslut av Finansinspektionen om avförande ur det register som avses i 19 § iaktas även om det överklagas, om inte den myndighet där ändring söks bestämmer något annat. En avregistrering grundar sig i regel på att ombudet inte längre uppfyller förutsättningarna för en registrering eller på att ombudet fortgående och allvarligt har handlat i strid med lagen. Därför är det inte lämpligt att ett sådant ombud kan fortsätta som ombud under en besvärprocess som ofta kan vara lång. Investerarnas rättsskydd kan anses förutsätta att ett beslut om avregistrering verkställs utan dröjsmål.

25 §. Ikraftträdande. I paragrafen föreskrivs det om lagens ikraftträdande. Lagen föreslås träda i kraft den 20 , preliminärt bedöms att detta sker tidigast hösten 2107.

26 §. Övergångsbestämmelser. Paragrafen innehåller övergångsbestämmelser. Enligt 1 mom. tillämpas lagen på sådana emissioner av obligationslån som genomförs efter det att lagen har trätt i kraft. Avtalsarrangemang som gäller ombud och som ingåtts innan lagens ikraftträdande betraktas dock som giltiga i enlighet med sina villkor.

Enligt 2 mom. ska den som verkar som ombud i sådana obligationslån som emitteras efter lagens ikraftträdande och över vilka det offentliggörs av Finansinspektionen godkända prospekt enligt värdepappersmarknadslagen lämna en ansökan om registrering senast tre månader från lagens ikraftträdande. Avsikten med bestämmelsen är att ge ombud tillräckligt med tid att sköta registreringen, så att verksamheten inte behöver avbrytas. Emissioner av obligationslån som genomförts innan lagens ikraftträdande medför som sådana inte någon registreringsskyldighet och i bestämmelsen är det inte fråga om retroaktiv lagstiftning för emissioner.

Enligt 3 mom. kan en registeranmälan tas till behandling innan lagen trätt i kraft, och den som har gjort anmälan kan föras in i det register som avses i 15 § 1 mom. när lagen träder i kraft. Genom denna bestämmelse försöker man undvika köbildning inom registeranmälningen när lagen träder i kraft.

Enligt 4 mom. börjar bestämmelserna i 22 § tillämpas tre månader från lagens ikraftträdande. Avsikten är att bestämmelserna om administrativa påföljder och straffbestämmelserna ska börja tillämpas först när övergångstiden har löpt ut.

1.2 Lagen om Finansinspektionen

5 §. *Andra finansmarknadsaktörer.* Enligt den nya 31 punkten ska registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/) införas i förteckningen över andra finansmarknadsaktörer.

26 §. *Återkallande av verksamhetstillstånd och av registrering samt därmed jämförbara förordnanden om avslutande av verksamhet.* I 8 mom. föreskrivs om tillämpning av bestämmelserna om återkallelse av verksamhetstillstånd på vissa jämförbara situationer. I momentet inför ett omnämnande att återkallelse av verksamhetstillstånd också ska tillämpas på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare. Paragrafens rubrik ändras också.

27 §. *Begränsning av verksamhet som baserar sig på verksamhetstillstånd eller registrering.* Till 5 mom. fogas, på motsvarande sätt som till 26 § 8 mom., ett tillägg om att bestämmelserna om begränsning av verksamhet också ska tillämpas på begränsning av verksamhet i fråga om registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare. Paragrafens rubrik ändras också.

1.3 Lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift

1 §. *Avgiftsskyldiga.* Paragrafens 1 mom. kompletteras med en ny avgiftsskyldig i fråga om tillsynsavgift, dvs. registrerade ombud för obligationsinnehavare.

6 §. *Grundavgift för övriga avgiftsskyldiga.* Paragrafens 1 mom. kompletteras med en ny annan avgiftsskyldig i fråga om grundavgift, dvs. registrerade ombud för obligationsinnehavare. Grundavgiftens belopp grundar sig delvis på beloppet för registreringsskyldiga förvaltare av alternativa investeringsfonder i den gällande paragrafen och även på motsvarande reglering som föreslås i lagen om gräsrotsfinansiering, enligt vilken grundavgiften för ombud för obligationsinnehavare till Finansinspektionen är 3 210 euro. Vid bedömningen av grundavgiftens storlek ska dock beaktas den arbetsvolym som de föreslagna tillsynsuppgifterna medför, eftersom t.ex. kontrollen av kraven på hantering av säkerheter (12 §) och skild förvaring av kundtillgångar (13 §) i lagförslag 1 kan medföra en anmärkningsvärd resurssatsning av Finansinspektionen. På grund av detta föreslås en högre grundavgift än den i de två tidigare nämnda lagarna.

1.4 Försäkringsbolagslagen

2 kap. Bildande av försäkringsbolag och koncession

16 §. *Bedrivande av anknyttande verksamhet.* Det föreslås att paragrafens 1 mom. till följd av ändringen av lagen om gräsrotsfinansiering kompletteras med en ny 2 a-punkt om att ett försäkringsbolag får bedriva sådan anknyttande verksamhet som avses i paragrafen också då det företag som avses i punkten är en förmedlare av gräsrotsfinansiering. Ett försäkringsbolag ska utöver sin huvudsakliga verksamhet få vara representant också för andra företag än sådana som bedriver försäkringsverksamhet samt för dessa företags räkning marknadsföra och sälja deras tjänster och produkter till kunder. Enligt momentet krävs det inte att de nämnda företagen och försäkringsbolaget ska höra till samma koncern. Marknadsföringen och försäljningen av produkter och tjänster sker inte för försäkringsbolagets egen räkning, utan försäkringsbolaget verkar endast som förmedlare mellan kunden och företaget. Försäkringsbolaget är inte part i avtal som eventuellt ingås om produkter eller tjänster. Försäkringsbolaget ska fortsättningsvis inrikta sig på att bedriva försäkringsverksamhet och den tillåtna anknutna verksamheten får inte utgöra ett väsentligt element jämfört med bolagets egentliga verksamhet.

Med beaktande av de många verksamhetsformerna för förmedlare av gräsrotsfinansiering är det emellertid skäl att försäkringsbolaget noga överväger om de förutsättningar som avses i momentet är uppfyllda, dvs. i synnerhet om representationen av de tjänster och produkter som förmedlare av gräsrotsfinansiering tillhandahåller till sin karaktär är förenlig med försäkringsverksamheten. Den anknytande verksamheten får inte heller äventyra de försäkrade förmånerna eller bolagets solvens. Försäkringsbolaget bör uttryckligen kunna motivera att verksamheten i fråga kan anses uppfylla förutsättningarna för tillåten anknytande verksamhet. Det är skäl att särskilt beakta att den personal som sköter verksamheten är tillräckligt sakkunnig. Det är också nödvändigt att beakta kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/35 av den 10 oktober 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG om upptagande och utövande av försäkringsverksamhet (Solvens II). Enligt artikel 1.53 i förordningen avses med företag som tillhandahåller anknutna tjänster ett icke-reglerat företag vars huvudsakliga verksamhet består i att äga eller förvalta fast egendom, tillhandahålla datatjänster eller hälsovård eller bedriva annan liknande verksamhet som har samband med ett eller flera försäkrings- eller återförsäkringsföretags huvudsakliga verksamhet.

1.5 Lagen om investeringstjänster

1 kap. Allmänna bestämmelser

2 §. Undantag från tillämpningsområdet. Det föreslås en precisering av den paragraf som gäller rätten att tillfälligt tillhandahålla investerings- och sidotjänster i samband med annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras särskilt i lag genom att till paragrafen som exempel på sådan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet foga den verksamhet som avses i lagen om advokater (496/1958). En komplettering av lagen är nödvändig för att bredda investerarbaser på obligationsmarknaden och bättre beakta ställningen för små stiftelser som investerare i den situation som uppstår till följd av presumptionsbestämmelserna i den nya stiftelselagen (487/2015). Syftet med ändringen är att göra investerarbaser mångsidigare, skapa bättre möjligheter för små institutionella investerare att agera på obligationsmarknaden samt att uttryckligen tillåta att advokater tillhandahåller vissa tillfälliga tjänster, t.ex. att i egenskap av ombud teckna obligationer utan verksamhetstillstånd för ett värdepappersföretag. Förslaget innebär inte rätt att ordna en emission, utan enbart att verka som ombud för tecknarna. Ändringen behövs, eftersom den som ordnar emissionen i praktiken kan ha svårt att till följd av brist på kontakter, korta teckningstider och en låg teckningsallokering marknadsföra teckningsmöjligheterna till sådana icke-professionella kunder som inte har förutsättningar att på eget initiativ följa med snabba emissioner av obligationslån, t.ex. stiftelser och andra små och medelstora institutionella investerare. En verksamhet som bedrivs tillfälligt kan också bygga på fortlöpande avtal om att verka som ombud för tecknarna. Syftet med ändringen är att diversifiera investerarbaser på obligationsmarknaden och det finns inget hinder för det i lagen om advokater, i allmänna advokatföreningens stadgar eller i anvisningarna om god advokatsed. Vid tillämpning av ändringen ska kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/565 av den 25 april 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning. I artikel 4 i den förordningen ställs närmare krav på tillhandahållandet av investeringstjänst på tillfällig (eng. *incidental*) grund. Dessa krav hänför sig till kundrelationens natur och de ska uppfyllas kumulativt. Kraven förutsätter att följande villkor är uppfyllda: a) en nära och verklig anknytning finns mellan yrkesverksamheten och tillhandahållandet av investeringstjänsten till samma kund, så att investeringstjänsten kan betraktas som komplement till den huvudsakliga yrkesverksamheten, b) tillhandahållandet av investeringstjänster till kunderna till den huvudsakliga yrkesverksamheten syftar inte till att utgöra en systematisk inkomstkälla för den person som tillhandahåller yrkesverksamheten, c) personen som tillhandahåller yrkesverksamheten marknadsför inte eller främjar inte på annat sätt sin förmåga att tillhandahålla investeringstjänster, utom när dessa anges för kunder som

ett komplement till den huvudsakliga yrkesverksamheten. Med beaktande av att agerandet som ombud för tecknare inte i hög grad påverkar inkomstbildningen vid en advokatbyrå och av att emissionerna på den finländska obligationsmarknaden är få, är det inte svårt att uppfylla villkoren enligt kommissionens delegerade förordning. Det är inte enbart fråga om att agera ombud vid en teckning (alltså inte att fungera som teckningsplats) utan också om en tjänst för den emittent som advokaten har bistått vid emissionen av obligationslånet.

Sakförhållandet har länge (sedan 1996) varit aktuellt i motiveringen till tre lagar om investeringstjänster. För tydlighetens skull är det nu ändamålsenligt att lyfta sakförhållandet till lagnivå, eftersom motiveringarna delvis är synnerligen gamla och därför lätt förblir okända. Bestämmelsen har redan i oförändrad form ingått i två tidigare direktivet om investeringstjänster (rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet och MiFID I) och ingår nu med samma innehåll i artikel 2.1c i MiFID II.

Ändringen hänför sig till det förslag till precisering i 1 kap. 18 § som gäller professionella och icke-professionella kunder. Att i egenskap av ombud teckna obligationer utan att vara auktoriserad av ett värdepappersföretag förutsätter inte för att kundskyddet ska vara säkerställt en sådan kontakt till kontoförvaltaren och värdeandelssystemet som den som tar emot teckningarna ska ha.

Frågan har inte lyfts fram i fråga om andra yrkesutövare än advokater, t.ex. inte i fråga om revisorer.

18 §. Professionella och icke-professionella kunder. Stiftelsernas ställning som investerare har förändrats i och med att utgångspunkten är att investeringsverksamhet till följd av presumtionsbestämmelsen i 1 kap. 6 § 1 mom. i den nya stiftelselagen som trädde i kraft den 1 december 2015 är tillåten verksamhet för alla stiftelser, om inte något annat bestäms i stiftelsens stadgar. Presumtionsbestämmelsen har motiverats med att det i praktiken är problematiskt att i detalj definiera vad som ingår i investeringsverksamheten. Detta beror på att stiftelserna är olika och på förändringar i omvärlden, t.ex. förändringar i regleringen av kapitalmarknaden och av annan investeringsverksamhet. Det har dessutom konstaterats att utvecklingen av investeringsverksamheten och förändringarna i finanssystemet påverkar stiftelsernas möjligheter att fylla sitt syfte. Presumtionsbestämmelsen leder i praktiken till att när en stiftelses stadgar ska fogas till stiftelseurkunden, upprättas stadgarna så att de uppfyller minimikraven. Därmed får i princip nästan alla stiftelser direkt med stöd av lagen rätt att bedriva investeringsverksamhet, om de inte i sina stadgar begränsar möjligheten att utöva investeringsverksamhet. Om stiftelserna bestämmer sig för att i stor utsträckning ändra sina stadgar är det viktigt att den administrativa processen för Patent- och registerstyrelsens stiftelseregister fortsätter att vara flexibel och effektiv.

Den planmässighet som i 1 kap. 5 § 1 mom. i stiftslagen krävs av en stiftelses medelsförvaltning förutsätter inte en skriftlig investeringsplan ens av stiftelser som har en betydande förmögenhet. De omfattande reformer av den reglering som gäller ansvarsfull finansförvaltning, särskilt finansmarknadsparter, som under de senaste åren genomförts och en omvärld som ständigt förändras förutsätter dock att investerarskyddet för framför allt små stiftelser stärks. Stiftelsernas placeringstillgångar uppgår till cirka 20 miljarder euro och har en ytterst liten spridning. I stiftelseregistret finns 2 836 stiftelser registrerade, av dem ingick 889 i den undersökning som utredde stiftelsernas ägarroll. Den totala slutsumman av balansräkningarna för de tio största stiftelserna utgjorde t.o.m. 40 procent av den totala slutsumman av balansräkningarna för alla stiftelser. Andelen för de 50 största stiftelserna var 72 procent.

Det problematiska är att den lagstadgade presumtionsbestämmelsen i stiftelselagens 1 kap. 6 § 1 mom. också kan leda till ett antagande om att investeringsverksamheten är stiftelsernas hu-

vudsakliga verksamhet. Utgångspunkten är att den huvudsakliga verksamheten ska vara yrkesmässig. Med yrkesmässighet avses inte i detta sammanhang samma sak som en professionell kund enligt MiFID I, vilket kan vara vilseledande. Den ändrade lagstadgade ställningen för stiftelserna innebär dock att en del av stiftelserna kan antas förändras till sådana professionella kunder som avses i MiFID, om de inte påvisar att de i sina stadgar har avvikit från presumtionsbestämmelsen i stiftelselagen. På detta sätt kan stiftelserna förlora en betydande del av sitt investerarskydd om de inte längre har icke-professionella kundens automatiska rätt att få information av tjänsteleverantören. Med en professionell kund avses en kund som har tillräckligt med erfarenhet, kunskaper och kunskaper för att kunna fatta självständiga investeringsbeslut och korrekt bedöma riskerna i samband med dem. Den lagstadgade presumtionsbestämmelsen om investeringsverksamheten förutsätter inte bara yrkesmässighet utan också betydande noggrannhet av stiftelserna när det gäller investeringsverksamheten. Detta torde höja stiftelsernas aktivitet på finansmarknaden, men kan också minska intresset att höra till stiftelsernas förvaltningsorgan. Detta hänför sig åter till bestämmelserna i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (nedan *marknadsmissbruksförordningen*) om bolag med bestämmande inflytande, då det av de bindningar som stiftelsens styrelsemedlemmar har följer en anmälningsskyldighet för stiftelser som idkar värdepappershandel. Framför allt för små stiftelser är det dock ändamålsenligt att separat fatta beslut om investeringsverksamheten i samband med att stiftelsen bildas, varvid rätten och skyldigheten att idka investeringsverksamhet inte följer direkt av lagen och omsorgsplikten inte mäts utifrån en presumption om yrkesmässighet. Till små stiftelser räknas i alla fall stiftelser som kan ha ett startkapital på 50 000 euro men som på det sätt som avses i bestämmelsen har begränsat investeringsverksamheten i sina stadgar genom bestämmelser om investeringsverksamheten och vars investeringsverksamhet inte är betydande. Stiftelsernas medianstorlek är beräknat utifrån balansslutningen cirka 1,3 miljoner euro. Merparten av stiftelserna är därmed relativt små. Om inte en stiftelses balansslutning överstiger tio miljoner euro ska inte dess investeringsverksamhet anses betydande. Ändringen hänför sig till det förslag till precisering i 1 kap. 2 § som gäller undantag från tillämpningsområdet.

4 kap. **Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland**

2 §. *Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering.* Till den internationella kapitalanskaffning som sker genom finländska företags emittering av obligationslån hänför sig ett behov av att klarlägga rätten att tillhandahålla investeringstjänster utan att grunda en filial. I paragrafen föreskrivs om på vilka villkor ett utländskt EES-värdepappersföretag har rätt att tillhandahålla gränsöverskridande investerings- och sidotjänster i Finland, dvs. vara verksamt i Finland utan att etablera en filial här. En förutsättning för att verksamheten ska kunna inledas är att en anmälan enligt MiFID I till tillsynsmyndigheten i EES-värdepappersföretagets hemstat lämnas in. Verksamheten i Finland kan enligt paragrafens huvudregel inledas när Finansinspektionen av tillsynsmyndigheten i det utländska EES-värdepappersföretagets hemstat har fått en notifiering om de investerings- och sidotjänster enligt bilaga I till MiFID I som värdepappersföretaget tillhandahåller. På motsvarande sätt kan ett finländskt värdepappersföretag tillhandahålla investeringstjänster i en annan EES-stat.

Den verksamhet som ett ombud för obligationsinnehavare utövar är på basis av bilaga I till MiFID I varken en investeringstjänst eller en sidotjänst. Verksamheten som ombud kan högst uppfattas som en sidotjänst till investeringstjänsten. Värdepappersföretaget eller kreditinstitutet ska notifiera en sådan sidotjänst i Finland, men för tillfället förutsätts inte tillstånd för att enbart vara verksam som ombud, och en notifiering om enbart sidotjänster är inte möjlig. Därför kan ett ombud för enbart obligationsinnehavare som tillhandahåller gränsöverskridande

tjänster vara verksamt i enlighet med de allmänna principerna för den inre marknaden och tillhandahålla tjänster över gränsen utan att besvära myndigheterna. Faktumet att man i Finland börjar kräva registrering av ombud för obligationsinnehavare påverkar inte rätten för finländska emittenter att använda sig av ett utländskt ombud, framför allt vid emissioner i utlandet. Bland annat utländska EES-värdepappersföretag och andra företag som tillhandahåller finansiella tjänster och som avses i 16 § 1 mom. i lagförslag 1 kan därmed i Finland erbjuda tjänster som hänför sig till verksamheten för ombud för obligationsinnehavare utan registreringsskyldighet, även om det i Finland finns bestämmelser om att verksamheten som ombud är registreringspliktig verksamhet. Varken i MiFID I eller i lagen om investeringstjänster definieras när det är fråga om sådan gränsöverskridande verksamhet som kräver ett anmälningsförfarande i form av en notifiering. Frågan bör lösas från fall till fall bl.a. genom att beakta bestämmelserna i EU-fördraget och tolkningen av dem. Inom EES-området är det fortfarande i viss mån oklart när tjänster tillhandahålls över gränserna och varken Esma eller Finansinspektionen har tills vidare inte tagit uttrycklig ställning till frågan.

Enligt 1 kap. 11 § i lagen om investeringstjänster är placering av finansiella instrument och garantiverksamhet för finansiella instrument egentliga investeringstjänster, medan tillhandahållande av tjänster som anknyter till garantigivning och emission av finansiella instrument hör till sådana sidotjänster som avses i 2 kap. 3 § i den lagen. Ett utländskt EES-värdepappersföretag får tillhandahålla dessa gränsöverskridande tjänster i Finland, om det ingår i dess verksamhetstillstånd och om det i enlighet med 4 kap. 2 § via myndigheten i hemstaten har gjorts en notifiering om tillhandahållandet till Finansinspektionen.

Avsikten med gränsöverskridande tillhandahållande av tjänster i Finland är i praktiken att få till stånd ett avtal med en finländsk person eller ett finländskt företag, eventuella åtgärder kan då vara exempelvis marknadsföringskampanjer per e-post. Paragrafens huvudregel har i vissa fall dock lett till tolkningen att enbart det faktum att det är fråga om en finländsk emittent leder till att lagen ska tillämpas, framför allt om tjänsterna i anknytning till en emission har marknadsförts till finländska företag med avsikten att få ett uppdrag. När bestämmelserna för tolkning skrevs beaktades dock i första hand privata investerare som söker tjänster via internet (eng. *reverse solicitation*) vilket inte nödvändigtvis fungerade optimalt t.ex. vid bedömningen av ett avtalsförhållande mellan ett finländskt börsbolag och en internationell investeringsbank när investeringsbanken ordnar emissionen av företagets obligationslån. Investeringsbankerna marknadsför naturligtvis sina tjänster till finländska börsbolag, och i den verksamheten beaktas nödvändigtvis inte situationer med notifiering. MiFID II möjliggör tillhandahållande av investeringstjänster från ett tredjeland till professionella investerare i en EES-stat, om tjänsteleverantören är registrerad hos Esma och lagstiftningen i tredjelandet motsvarar EU-lagstiftningen (ekvivalens).

När en internationell investeringsbank deltar i ordnandet av en emission i Finland kräver investeringsbanken ett sakkunnigutlåtande av sin lokala juridiska rådgivare (eng. *legal opinion*) om att emissionen har genomförts på ett kompetent och korrekt sätt. Det samma gäller utländska kapitalmarknadsarrangemang överlag. Detta förutsätts av kreditinstitutens interna kontroll (eng. *compliance*) som motiveras av både sameuropeisk lagstiftning och lagstiftningen i Förenta staterna. I det juridiska sakkunnigutlåtandet behandlas bl.a. att ett kreditinstitut som i Finland ordnar en emission inte behöver ytterligare myndighetstillstånd för att genomföra emissionen. Det har blivit ett problem att det inte kan vara fråga om ett utlåtande utan reservation om en notifiering inte har gjorts. Om emissionen enligt Finansinspektionens register ordnas av flera aktörer och någon av dem är finländsk, kan situationen också bedömas utifrån om koncessionen för detta enda kreditinstitut omfattar den andel investeringstjänster som tillhandahålls i Finland och om och om den verksamhet som en internationell bank utövar kan anses utövas helt utanför Finland.

När åter finländska bolag genom riktade värdepapperserbjudanden (eng. *private placement*) emitterar obligationslån också i Förenta staterna, där de som ordnar emissionerna är lokala, skulle det vara ytterst svårt att se den amerikanska verksamheten som verksamhet som kräver verksamhetstillstånd i Finland, eftersom en notifiering utanför EES-området inte är möjligt enligt MiFID I. I notifieringsskyldigheten inkluderas därför inte sådana utländska värdepappersföretag inom EES vars deltagande i ordnande av emissioner för finländska emittenter inte kan ses som en investeringstjänst eller sidotjänst enbart på grund av att emittenten är finländsk.

I MiFID definieras inte när det är fråga om gränsöverskridande verksamhet (som kräver ett anmälningsförvarande). Ordnande av emission jämförs i sak med den tidigare nämnda situationen (RP 32/2012 rd) då en person som är bosatt i Finland på eget initiativ reser till ett utländskt EES-värdepappersföretags hemstat för att där köpa investeringstjänster eller sidotjänster.

Det är därför nödvändigt att genom att föreskriva särskilda tolkningsregler om emissionstjänster komplettera paragrafen, både för att undanröja tolkningsoklarheter i samband med utländska obligationslånarrangemang för inhemska emittenter och för att underlätta utländsk finansiering av finländska företag. Då leder inte enbart det faktum att emittenten är finländsk till en notifieringsskyldighet på samma sätt som vid investeringstjänster i allmänhet.

10 kap. Förfaranden i kundförhållanden

2 §. *Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster.* Bestämmelser om god sed har av hävd alltid ingått i lagstiftningen om finansmarknaden. Exempelvis ska kreditinstitut i enlighet med 15 kap. 1 § i kreditinstitutslagen, som gäller förfaranden vid kundtransaktioner, iaktta god banksed. Ännu längre, med början redan från 1930-talet, har det i försäkringsbolagslagen föreskrivits om god försäkrings sed. Enligt 3 § 1 mom. i lagen om Finansinspektionen främjar Finansinspektionen dessutom goda förfaranden på finansmarknaden. Enligt 4 § 1 mom. i lagen om indrivning av fordringar får det vid indrivning inte användas ett förfarande som strider mot god indrivnings sed eller som annars är otillbörligt mot gäldenären.

En uttrycklig bestämmelse om god värdepappersmarknadssed stärker de syften som till vidare nämnts i motiveringarna till lagen och har därför också fogats till vissa andra bestämmelser som ingår i lagstiftningen om värdepappersmarknaden. Det är nödvändigt att till paragrafens 1 mom. foga en mening som motsvarar förbudet enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen att handla i strid med god värdepappersmarknadssed och som förtydligar att skyldigheten att iaktta god värdepappersmarknadssed också omfattar tillhandahållande och marknadsföring av investerings- och sidotjänster. I likhet med 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen gäller tillägget också andra finansiella instrument än värdepapper. Med avvikelse från värdepappersmarknadslagen utsträcker sig den skyldighet som avses i lagen om investeringstjänster också till situationer som inte är förlagda till värdepappersmarknaden men där investerings- och sidotjänster marknadsförs. Trots att den allmänna bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen i enlighet med sin motivering tillämpas på alla fysiska och juridiska personer som är verksamma på marknaden och som deltar i verksamheten, kan inte tillämpningsområdet för bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed vara mer omfattande än det allmänna tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen enligt lagens 1 kap. 1 §, och tillämpningsområdet för lagens 1 kap. 1 § kan inte utvidgas genom motiveringen till lagens 1 kap. 2 § (*lagstiftning genom motiv*). Värdepappersmarknadslagen tillämpas inte heller på all verksamhet på värdepappersmarknaden, utan utöver den lagen har flera speciallagar stiftats. Dessutom har alla de bestämmelser om tillhandahållande av investeringstjänster som ingick i den ursprungliga värdepappersmarknadslagen strukits genom totalreformen av värdepappersmarknadslagstiftningen (RP 32/2012 rd) och flyttats till lagen om investeringstjänster. I motiveringen till

den ursprungliga värdepappersmarknadslagen (RP 157/1988 rd) hade god praxis dock koplats uttryckligen till värdepappersförmedling.⁹ För att syftet med den allmänna bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed som en styrande princip på hela värdepappersmarknaden ska kunna nås måste paragrafen kompletteras. För att syftet med den allmänna bestämmelsen ska kunna nås, förhållandet mellan de olika lagarna och tillämpningsområdena ska kunna förtydligas, effektiva skyldigheter ska gälla alla parter och självregleringen stärkas är det nödvändigt att till paragrafens 1 mom. föga en hänvisning till den allmänna bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen. Genom lagtekniska hänvisningar betonas det att alla aktörer på värdepappersmarknaden måste iakttä förfaranden som är förenliga med god värdepappersmarknadssed och stämmer överens med värdepappersmarknadslagstiftningens detaljerade bestämmelser samt med lagstiftningens syfte. Av denna orsak gäller ändringen de förfaranden som används vid tillhandahållandet av investerings- och sidotjänster. Lagtekniskt motsvarar bestämmelsen hänvisningen i 12 kap. 2 § i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder. I lagförslaget som gäller ombud för obligationsinnehavare finns en motsvarande bestämmelse i 6 § 2 mom. Tillägget i 1 mom. till bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed behövs för att stärka investerarskyddet i synnerhet på obligationsmarknaden, eftersom den huvudsakliga synvinkeln för värdepappersmarknadslagstiftningen är reglering av aktiemarknaden. På obligationsmarknaden är dessutom likviditeten och öppenheten i handeln sämre än på aktiemarknaden.

Med god värdepappersmarknadssed avses principer och regler som enligt en upplyst opinion bland aktörerna på värdepappersmarknaden anses vara liktydiga med en god och från samtliga investerares, kunders och aktörers synpunkt en rimlig handelssed. Skyldigheten att iakttä god värdepappersmarknadssed styr förfarandena och avgörandena då det inte finns någon bestämmelse som är tillämplig i ett enskilt fall. Handeln med värdepapper, de finansiella instrumenten och marknadsförfarandena utvecklas ständigt. Det är sålunda inte möjligt att genom lagstiftning om värdepappersmarknaden skapa detaljerade bestämmelser för alla situationer.

Innebörden av god värdepappersmarknadssed bestäms, i avsaknad av en detaljerad bestämmelse, i första hand på marknaden och genom den praxis som iakttas i enskilda avtalsförhållanden och rättshandlingar. Också självregleringen hos aktörer inom olika branscher styr innebörden av god värdepappersmarknadssed. Exempel på självreglering som ger uttryck för god värdepappersmarknadssed är NASDAQ Helsinki Oy:s (Helsingforsbörsen) regler och anvisningar, Värdepappersmarknadsföreningen rf:s koder för bolagsstyrning och rekommendationer om förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden samt Finansbranschens centralförbund rf:s rekommendationer och anvisningar. Det är möjligt för intresseorganisationer för tillhandahållare av investeringstjänster eller för Försäkrings- och finansrådgivningen att skapa motsvarande regler och anvisningar. Dessa får inte strida mot lag eller andra bindande normer. De kan emellertid av grundad anledning och efter tillbörlig information avvika från Esmas och Finansinspektionens anvisningar som inte är rättsligt bindande utifrån artikel 16.3 i Esmaförordningen (Europaparlamentets och rådet förordning (EU) nr 1095/2010 av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), om ändring av beslut nr 716/2009/EG och om upphävande av kom-

⁹ Jämför den första EU-rättsakten om värdepappersmarknaden, som också betonar skyldigheten för tillhandahållare av investeringstjänster (eng. *financial intermediaries*) att följa god sed (eng. *good conduct*) *Commission recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities (77/534/EEC)*. Rekommendationen har aldrig upphävts och den kan därför fortfarande anses utgöra en EU-rättslig grund för god värdepappersmarknadssed som stärks genom skyldigheterna enligt MiFID I, t.ex. noggrannhet och hederlighet. På motsvarande sätt har de nationella bestämmelserna om god värdepappersmarknadssed har delvis flyttats från de etiska reglerna för börsen till lagstiftningen, något som mer allmänt hänförs till en höjd författningsnivå inom den nationella lagstiftningen om värdepappersmarknaden.

missionens beslut 2009/77/EG) eller utifrån finländsk förvaltningsrättslig doktrin. I och med att den europeiska icke-bindande regleringen kontinuerligt ökar behöver man precisera den uppgift som tillhandahållare av investeringstjänster har inte bara genom att iaktta god värdepappersmarknadssed utan också genom att skapa den.

I paragrafens 1 mom. nämns inte förbud mot otillbörligt förfarande. Om ett förfarande dock är otillbörligt strider det i allmänhet också mot god sed. I 1 § i lagen om otillbörligt förfarande i näringsverksamhet (1061/1978) förbjuds dessutom användningen av förfaranden som strider mot god affärssed eller annars är otillbörliga mot andra näringsidkare.

Finansinspektionen kan förbjuda en aktör som handlar i strid med bestämmelsen att fortsätta eller upprepa förfarandet samt ålägga aktören att ändra eller korrigera förfarandet med stöd av värdepappersmarknadslagens 17 kap. 2 §. Finansinspektionen kan också förena förbuds- och rättelsebeslut med vite enligt 17 kap. 3 §.

1.6 Lagen om handel med finansiella instrument

1 kap. Tillämpningsområde och definitioner

3 §. *Annan lagstiftning som är tillämplig på börser.* Bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed behöver också fogas till lagen om handel med finansiella instrument, på samma sätt som till 10 kap. 2 § 1 mom. i lagen om investeringstjänster. Det är nödvändigt att komplettera 1 kap. så att den uttryckliga bestämmelsen om god värdepappersmarknadssed stärker de syften som tills vidare nämnts i motiveringarna till lagen också när det gäller börserna och multilaterala handelsplattformar. Alla de bestämmelser om handel med värdepapper på marknadsplatser som ingick i den ursprungliga värdepappersmarknadslagen har genom totalreformen av värdepappersmarknadslagstiftningen strukits och flyttats till lagen om handel med finansiella instrument. Det nya 2 mom. som det förslås att ska fogas till paragrafen ska inte bara gälla börsernas egen verksamhet utan också verksamhet på börserna samt på motsvarande sätt multilaterala handelsplattformars verksamhet och verksamhet på multilaterala handelsplattformar (4 kap. 1 § 3 mom. i den nya lagen). Dessutom kan den sporrande bestämmelsen i MiFID II om handelsplatser för SMF-företag (eng. *SME Growth Market*) förväntas öka de alternativa marknadsplatsernas popularitet.

2 kap. Börsverksamhet

26 §. *Avslutande av handel.* I paragrafen föreskrivs om rättsskyddet vid sådana beslut som börserna fattar om avslutande av handel med värdepapper. Rättsskyddet blir effektivare genom att inte bara emittenten utan också registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigade värdepapper som är föremål för beslutet om avslutande av handel har rätt att kräva att börsernas beslut hänskjuts till Finansinspektionen. Det finns behov av att i paragrafens nya 4 mom. ge en motsvarande rätt till sådana ombud för obligationsinnehavare som äger obligationer som är föremål för beslutet, om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte. Bestämmelserna om ombud för obligationsinnehavare är nationell reglering. Investerarnas ekonomiska intressen äventyras oundvikligen genom börsbeslutet, eftersom värdepapperen inte kan säljas på en reglerad marknad eller på någon annan offentlig värdepappersmarknad. Med investerare avses aktörer som vid granskningstidpunkten äger sådana börsnoterade värdepapper eller finansiella instrument som hänför sig till dem.

29 §. *Avnotering av värdepapper.* I paragrafen föreskrivs om rättsskyddet vid sådana beslut som börserna fattar om avnotering av värdepapper. Rättsskyddet blir effektivare genom att inte bara emittenten utan också registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intres-

sen och investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper som ska avnoteras har rätt att kräva att börsens beslut hänskjuts till Finansinspektionen. Bestämmelsen är en följd av artiklarna 18 och 19 i Europaparlamentets och Rådets direktiv 2001/34/EG av den 28 maj 2001 om upptagande av värdepapper till officiell notering och om uppgifter som skall offentliggöras beträffande sådana värdepapper (nedan *direktivet om börs-listor*). På börslistan noteras värdepapper som har tagits upp på en reglerad marknad och på vilka man tillämpar de särskilda bestämmelser om upptagande till notering och avförande från notering som avses i direktivet om börslistor. Enligt direktivet om börslistor ska det föreligga rätt till domstolsprövning av ett beslut om notering av värdepapper på börslistan. Kravet uppfylls, eftersom det är möjligt att överklaga Finansinspektionens beslut hos Helsingfors förvaltningsdomstol och i enlighet med förvaltningsprocesslagen (586/1996) vidare hos högsta förvaltningsdomstolen (nedan *HFD*).

Tillämpningen av bestämmelsen på börslistan har prövats i rättspraxis i frågan om den ursprungliga värdepappersmarknadslagens 3 kap. 11 § 3 mom. som motsvarade den nuvarande paragrafen. Styrelsen för Helsingfors Fondbörs beslutade i augusti 1995 att avnotera Sparbankernas Central-Aktie-Bank (nedan *SCAB*), eftersom det enligt styrelsen inte längre var möjligt att upprätta normal och regelbunden handel med SCAB:s A-aktie. Det var inte möjligt för SCAB att uppnå vinstutdelningsförmåga, eftersom det egna kapitalet var kraftigt negativt. Det var därmed inte möjligt att på sedvanligt sätt få avkastning på SCAB:s A-aktie genom värdeökning eller vinstutdelning. Dessutom hade affärsverksamheten förändrats radikalt. Tre av SCAB:s aktieägare överklagade börsens beslut hos Finansinspektionen. I slutet av december 1995 upphävde Finansinspektionen börsstyrelsens beslut med motiveringen att sedvanlig och regelbunden handel med bankens aktier fortsättningsvis var möjlig, eftersom SCAB:s A-aktier fortfarande omsattes på börsen. I januari 1996 överklagade börsen Finansinspektionens beslut hos HFD. I juni 1996 beslutade HFD med rösterna 3-2 att det inte fanns skäl att ändra Finansinspektionens beslut, eftersom inte alla de förutsättningar för en avnotering av aktien som avsågs i den ursprungliga värdepappersmarknadslagen funnits. En minoritet inom HFD skulle ha upphävt Finansinspektionens beslut (HFD 13.6.1996, liggare nr 1998).

Det finns behov av att stärka rättigheterna för ombud i situationer när handeln avslutas och värdepapperet avnoteras från börslistan eller från en multilateral handelsplattform. Motsvarande rätt att föra ärendet till behandling hos Finansinspektionen behöver ges också till ombud för obligationsinnehavare som äger sådana obligationer som är föremål för beslutet, om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte. Förslaget utvidgar rätten att söka ändring enligt direktivet om börslistor, eftersom det i direktivet inte finns bestämmelser om ombud för obligationsinnehavare. Ombud för obligationsinnehavare kan dock jämföras med registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen, som i Finland med stöd av lag har haft denna rätt att söka ändring från ingången av 1994, dvs. i över 20 år. Investerarnas ekonomiska intressen äventyras oundvikligen genom börsbeslutet, eftersom värdepapperen inte kan säljas på en reglerad marknad eller på någon annan offentlig värdepappersmarknad. Med investerare avses aktörer som vid granskningstidpunkten äger sådana börsnoterade värdepapper eller finansiella instrument som hänför sig till dem. Dessutom behövs en språklig justering av bestämmelsen, orden ”av samma slag” ersätts med ordet ”sådana”.

Förslagen innebär inte att börsens beslut ska underställas Finansinspektionen för godkännande varje gång som börsen fattar ett beslut. Ett beslut förs till behandling hos Finansinspektionen endast när en emittent, en registrerad förening som bevakar investerarnas intressen eller ett ombud för obligationsinnehavare så kräver. Det är i emittenternas och investerarnas intresse att Finansinspektionen kan ändra börsens beslut. Finansinspektionen kan bestämma att börsens beslut ska förbli i kraft, återsända för ny behandling eller fatta ett nytt beslut. Finansinspektionen kan dessutom av börsen begära en utredning över de orsaker som ledde till beslutet.

4 kap. **Multilaterala handelsplattformar**

1 §. *Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel.* I 4 kap. 1 § om multilaterala handelsplattformar behöver göras en motsvarande ändring som i 2 kap. 26 §.

7 §. *Avbrytande och avslutande av handel.* I 4 kap. 7 § om multilaterala handelsplattformar behöver göras en motsvarande ändring som i 2 kap. 29 §.

1.7 Lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet

7 kap. **Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet**

4 §. *Emissionskonto.* Det föreslås att det till de uppgifter som enligt paragrafen ska antecknas på emissionskontot i fråga om de aktuella värdeandelarna fogas uppgifter om på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga, om de inte är tillgängliga hos ett ombud för obligationsinnehavare. På basis av presumptionsbestämmelsen är villkoren för obligationslån som överförs till värdeandelssystemet i första hand tillgängliga hos ett ombud för obligationsinnehavare. Ändringsförslaget gäller därmed endast obligationslån som överförs till värdeandelssystemet.

8 kap. **Särskilda bestämmelser**

1 §. *Förvaltarregistrering.* Det föreslås att informationsskyldigheten för den som sköter förvaltarregistreringen ska utvidgas i paragrafen så att denne åläggs att till ombud för obligationsinnehavare lämna alla tillgängliga uppgifter om obligationsinnehavarna per obligationslån, t.ex. uppgifter om respektive investerare. Förslaget behövs för att informationsskyldigheten för ombud för obligationsinnehavare ska uppfyllas. Det krävs dock fortfarande inte att obligationslån överförs till värdeandelssystemet, och informationsskyldigheten gäller inte heller obligationslån som inte har överförs till värdeandelssystemet.

2 §. *Tystnadsplikt.* Enligt 6 kap. 3 § 2 mom. för värdepapperscentralen förteckningar över ägarna till värdeandelar, om det är fråga om en andel av ett obligationslån som hör till värdeandelssystemet. Enligt 6 kap. 3 § 3 mom. ska värdepapperscentralen också föra en förteckning över antalet sådana värdeandelar. Det är dessutom nödvändigt att i bestämmelsen göra smärre språkliga justeringar. I praktiken framskrider processen att skaffa uppgifter för ombudet för obligationsinnehavarna så att ombudet beställer en borgenärsförteckning enligt 6 kap. 3 § 2 mom. från värdepapperscentralen och om det i förteckningen ingår förvaltarregistrerade värdeandelar ska ombudet kontakta dem som sköter förvaltarregistreringen och med stöd av 8 kap. 1 § 3 mom. begära uppgifterna. För närvarande är marknadspraxis att det i lånevillkoren reserveras en rätt för ombud för obligationsinnehavare att få en borgenärsförteckning enligt 6 kap. 3 § 2 mom.

1.8 Lagen om värdeandelskonton

29 §. Paragrafen gäller betalningsskydd, och enligt paragrafen anses emittenten ha gjort en giltig betalning, om betalningen har lämnats till den betalningsmottagare som anges för värdeandelskontot. I praktiken har emittenterna inte själva haft hand om betalningarna, utan dessa sköts via kontoförvaltaren eller värdepapperscentralen. Emittenterna gör betalningarna till kontoförvaltaren eller värdepapperscentralen som vidarebefordrar dem till de rättsinnehavare som registrerats för värdeandelskontona. Enligt 3 mom. kan inte mot emittenten framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen eller kontoförvaltaren i tid. Momentet behöver ändras så att betalningarna kan göras också via ombud för obligations-

innehavare. Vid normala situationer sköter ombudet inte betalningstrafiken för obligationslånet, utan denna uppgift hör till en separat betalningsagent som är en sådan företrädare för emittenten som avses i värdepapperscentralens regler och som av värdepapperscentralen har beviljats rätt att verka som kontoförvaltare och att göra registreringar i värdeandelsregistret. Betalningar av kapital och räntor i samband med obligationslån styrs i praktiken till ombudet endast i situationer där obligationslånet i förtid har sagts upp till återbetalning, betalningarna av obligationslånet styrs till ett separat spärrkonto eller den säkerhet som har ställts för obligationslånet har realiserats. I denna situation tar ombudet i inledningsskedet ut betalningarna och betalar sedan dem till obligationsinnehavarna via betalningsagenten. Ombudet behöver godtrosskydd när det (beroende på hur täckande befogenheter ombudet har fått) självständigt erlägger betalningar för en innehavare av ett värdeandelskonto (betalningsskydd). På motsvarande sätt ska en emittent ge betalningsskydd också i den (exceptionella) situationen där betalningar i samband med ett obligationslån primärt styrs till ombudet. Förslaget stärker de rättigheter som ombud för obligationsinnehavare har i samband med betalningsskydd.

1.9 Lagen om gräsrotsfinansiering

1 kap. Allmänna bestämmelser

1 §. Tillämpningsområde. Genom en lagteknisk precisering föreslås det att det felaktiga omnämmandet av fondbolag stryks ur förteckningen i 2 mom.

2 Närmare bestämmelser och föreskrifter

2.1 Närmare bestämmelser

Propositionen innehåller inga förslag om bemyndigande för finansministeriet att utfärda förordningar. Sådana bemyndiganden behövs inte eftersom propositionen inte grundar sig på EU-reglering, som på grund av sin detaljriktighet i allmänhet medför att bemyndiganden att utfärda förordning behövs.

2.2 Närmare föreskrifter

I propositionen ingår ett förslag om bemyndigande för Finansinspektionen att utfärda föreskrifter, som i allmänhet ingår i den lagstiftning som gäller finansmarknaden. Finansinspektionen kan med stöd av 20 § 4 mom. i lagförslag 1 meddela närmare föreskrifter om hur ett ombuds affärsverksamhet ska avslutas till följd av avregistrering. Föreskrifter kan behöva utfärdas t.ex. när ett ombud har försatts i konkurs eller har avregistrerats på grund av lagstridigt förfarande. Syftet med bemyndigandet att utfärda föreskrifter är närmast att trygga investerarnas ställning samt att beakta obligationsinnehavarnas ställning vid de rättsverkningar som följer på situationer där förutsättningarna upphör och vid avregistrering.

I övrigt behövs inte något bemyndigande att utfärda föreskrifter, eftersom propositionen inte grundar sig på EU-reglering som på grund av sin detaljriktighet i allmänhet medför att bemyndiganden att utfärda föreskrifter behövs. Om ombudsverksamhet bedrivs med stöd av auktorisation för kreditinstitut, betalningsinstitut, fondbolag, värdepappersföretag eller AIF-förvaltare, ska Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar i anslutning till den auktorisationen iaktas i tillämpliga delar.

3 Ikraftträdande

Det föreslås att lagarna ska träda i kraft så snart som möjligt efter att de antagits och fastställts, preliminärt bedöms att detta sker tidigast hösten 2017.

4 Förhållande till grundlagen och lagstiftningsordning

Näringsfrihet

Enligt 18 § 1 mom. i grundlagen har var och en i enlighet med lag rätt att skaffa sig sin försörjning genom arbete, yrke eller näring som han eller hon valt fritt.

Enligt 15 och 26 § i lagförslag 1 ska rätten för näringsidkare att verka som ombud i obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt föreskrivas som en näring som kräver registrering. Registrering som en förutsättning för att få idka näring innebär ett ingrepp i den näringsfrihet som föreskrivs i 18 § 1 mom. i grundlagen. Registrering är dock inte obligatorisk, om det inte har gjorts eller görs en ansökan om att obligationslånet ska tas upp till handel på en reglerad marknad i Finland eller en multilateral handelsplattform. I sådana situationer får en oregistrerad näringsidkare verka som ombud. På ombudet tillämpas då bestämmelserna i lagförslag 1 i den omfattning som innehavarna av obligationslånet har avtalat i ombudsavtalet för obligationslånet i fråga.

Grundlagsutskottet har behandlat förhållandet mellan auktorisation och näringsfrihet bl.a. i utlåtandena GrUU 15/2016 rd, GrUU 33/2005 rd, GrUU 16/2003 rd och GrUU 67/2002 rd. Utskottet har ansett näringsfriheten vara en grundlagsfäst huvudregel. Att kräva tillstånd för näringsverksamhet har i undantagsfall ansetts befogat då viktiga och starka samhälleliga intressen talar för det (GrUU 15/2008 rd, GrUU 9/2005 rd, GrUU 56/2002 rd och GrUU 45/2001 rd). En registreringsplikt har konstitutionellt jämförts med tillståndsplikt (GrUU 15/2008 rd, GrUU 45/2001 rd och GrUU 24/2000 rd). En registrering ska alltid ske genom reglering som måste uppfylla allmänna krav på en lag som begränsar de grundläggande fri- och rättigheterna. Vad gäller innehållet har det ansetts som viktigt att bestämmelserna om villkoren för registrering och registreringsbeständighet är så utformade att myndigheternas verksamhet är tillräckligt förutsägbar. I vilken utsträckning myndigheternas befogenheter bestäms utifrån bunden prövning respektive behovsprövning spelar också en viss roll (GrUU 13/2014 rd, GrUU 15/2008 rd och GrUU 33/2005 rd).

Ombuden behöver registreras för att man ska kunna trygga deras yrkeskompetens och tillförlitlighet samt ett tillräckligt investerarskydd, underlätta tillsynsmyndigheternas tillsynsarbete och förhindra att verksamheten utnyttjas för brottsliga ändamål såsom penningtvätt och finansiering av terrorism. Den registrering som är en förutsättning för att verka som ombud är för förbättringen av investerarskyddet dikterad av ett tungt vägande samhälleligt skäl. Förutsättningarna för registrering är detaljerade, exakta och klart avgränsade, och såväl kvalitetskriterier som tillförlitlighetskriterier beaktas. Registreringen inbegriper ingen behovsprövning, utan var och en som gör en registeranmälan ska föras in i registret, om villkoren enligt lagen uppfylls. Det går också att överklaga Finansinspektionens beslut att vägra registrering.

I 19 § i lagförslag 1 föreskrivs om förutsättningarna för avregistrering, som till sina rättsverkningar motsvarar återkallande av näringstillstånd. När det gäller bestämmelser om näringsverksamhet har grundlagsutskottet brukat anse att återkallande av tillstånd, vilket är en myndighetsåtgärd som ingriper i den enskildes rättsliga ställning och rättsskydd, får mer kännbara följder än avslag på tillståndsansökan. Därför har utskottet ansett att det för att lagstiftningen ska vara proportionerlig är nödvändigt att möjligheten att återkalla tillstånd kopplas till allvarliga eller väsentliga förseelser eller försummelse och till att eventuella anmärkningar och varningar till tillståndshavaren inte har lett till att bristerna i verksamheten har korrigerats (GrUU 13/2014 rd, GrUU 43/2013 rd och GrUU 17/2012 rd). Efter att en näringsidkare har avregistrerats kan näringsidkaren verka som ombud endast fram till att ett nytt ombud i enlighet med ombudsavtalet för obligationslånet i fråga utan ogrundat dröjsmål har utsetts för alla de obligationslån som näringsidkaren har varit ombud för. Möjligheten att korrigera sitt förfarande

har i fråga om kravet på väsentlighet inte varit ett alternativt krav i utskottets praxis (GrUU 43/2013 rd). Dessa krav har beaktats i bestämmelserna om registrering.

Finansmarknadslagstiftningen innehåller betydande lagfästa inskränkningar av näringsfriheten. Syftet med dem är att skydda de kunders intressen som anlitar företag inom finansbranschen och att trygga den finansiella stabiliteten och det allmänna förtroendet för finansmarknadens funktion. Företag som tillhandahåller finansiella tjänster och aktörer som upprätthåller de grundläggande systemen för finansiella tjänster måste på förhand ansöka om auktorisation för verksamheten. I finansmarknadslagstiftningen är det dessutom typiskt att det av företagsledningen i bolag som bedriver tillståndspliktig verksamhet förutsätts kännedom om verksamhetsområdet. På så sätt kan det säkerställas att företagen från första början har tillräckliga förutsättningar att utöva verksamhet i enlighet med lagens krav. Kravet på kännedom om verksamhetsområdet anknyter till kund- och investerarskyddet och den riskkontroll som behövs och genom vilka förtroendet för och stabiliteten på finansmarknaden främjas. Det är dessutom viktigt att den lagstiftning som reglerar företagets verksamhet och den offentliga myndighetstillsynen tryggar möjligheterna att nå dessa allmänna mål. Av dessa orsaker föreslås det inte någon rättighet för fysiska personer att verka som ombud.

Lagförslag 1 i propositionen har betydelse inte bara med tanke på näringsfriheten utan också med tanke på egendomsskyddet, som också det tryggas i grundlagen, framför allt av den orsaken att mycket varierande, befintliga system kan komma att omfattas av lagförslagets räckvidd. I samband med dessa arrangemang har det kunnat uppstå berättigade förväntningar hos investerare och verksamhetsutövare i fråga om rättsläget när det gäller organiseringen av ekonomiska frågor. Arrangemangen kan t.ex. gälla formen för verksamhetens organisation, ansvarsstrukturer och kostnaderna för ett visst arrangemang. Skyddet för berättigade förväntningar hänger samman med skyddet för förmögenhetsrättsliga rättshandlingars varaktighet (t.ex. GrUU 1/2003 rd).

Eftersom de olika parterna har rätt att lita på att lagstiftning som är av väsentlig betydelse för avtalsförhållandet står fast, kan avtalsförhållanden inte regleras på ett sätt som innebär en oskälig försämring av avtalsparternas rättsliga ställning. En sådan avsevärd försämring av investerarskyddet och näringsfriheten är t.ex. om det inte finns något förfarande för att utreda hur tillämpliga skyldigheterna i ny lagstiftning, som i sig är godtagbar och proportionerlig, är på verksamhet som någon utövar eller redan har investerat i.

Viktiga och starka samhälleliga skäl talar således för en reglering som bygger på den gällande lagstiftningen. De föreslagna bestämmelserna uppfyller också de allmänna villkoren för en lag som inskränker en grundläggande rättighet. De föreslagna begränsningarna av näringsfriheten är bl.a. exakta och klart avgränsade.

Ändringssökande och rättsskydd

Enligt 21 § 1 mom. i grundlagen har var och en rätt att på behörigt sätt och utan ogrundat dröjsmål få sin sak behandlad av en domstol eller någon annan myndighet som är behörig enligt lag samt att få ett beslut som gäller hans eller hennes rättigheter och skyldigheter behandlat vid domstol eller något annat oavhängigt rättskipningsorgan. Avsikten med bestämmelsen är att trygga rätten till en rättegång enligt artikel 6.1 i Europeiska människorättskonventionen och artikel 14 i konventionen om medborgerliga och politiska rättigheter i varje sådan situation som avses i konventionsbestämmelserna.

Enligt propositionen ska bestämmelserna om överklagande av Finansinspektionens beslut i 73 § i lagen om Finansinspektionen iakttas. Huvudregeln är således att Finansinspektionens beslut överklagas hos Helsingfors förvaltningsdomstol. Motsvarande bestämmelser om överkla-

gande ingår i 24 § i lagförslag 1. Beslut av Helsingfors förvaltningsdomstol kan i enlighet med förvaltningsprocesslagen överklagas genom besvär hos högsta förvaltningsdomstolen, om den myndighet där ändring söks beviljar besvärstillstånd.

I 2 kap. i lagförslag 1 föreskrivs om ombudets rättigheter och skyldigheter. I ombudsavtalet kan avtalas bl.a. om att obligationsinnehavarna avstår från sin rätt att driva in sina fordringar genom talan och att föra talan vid rättegång (6 §). Dessutom kan inte denna rättsförlust återkallas (9 §). På motsvarande sätt leder bestämmelsen om verksamhetsförbud i 10 § och om beslutsförfarande i 11 § till att innehavarna av obligationslånet på ett visst sätt avstår från sin egen rättsliga ställning. För ombudet föreskrivs på motsvarande sätt flera skyldigheter (6 §) som balanserar dessa rättsförluster. Som en grundläggande rätt för borgenären kan anses vara borgenärens rätt att själv driva in sina fordringar. Det har dock ansetts vara möjligt att förbigå denna rättighet, eftersom obligationsinnehavarna ska behandlas lika och en enskild obligationsinnehavare har rätt att använda sin rösträtt vid obligationsinnehavarnas gemensamma beslutsfattande. Till följd av den föreslagna regleringen stärks också investerarnas ställning eftersom det ur emittentens synpunkt är administrativt lättare att kontakta investerarna, vilket också sänker kostnaderna för emittenten och investerarna behöver inte längre uppträda enskilt, utan i synnerhet när det gäller småinvesteringar är det möjligt att bilda investerarkollektiv som stärker rättsskyddet. Bestämmelserna i 21 § i grundlagen hindrar inte att man genom lag föreskriver om mindre undantag från de rättigheter som tryggas i paragrafen, förutsatt att undantagen inte ändrar den aktuella rättsskyddsgarantins ställning som huvudregel och inte i enskilda fall äventyrar individens rättssäkerhet. Rättsförlusterna med tanke på rättsskyddet är ringa i lagförslag 1 och de balanseras upp av ombudets många skyldigheter, varför den föreslagna regleringen är oproblematiserad med tanke på grundlagen.

Lagförslagets bestämmelser om överklagande och rättsskydd är behövliga och ändamålsenliga och harmoniserar samtidigt med de krav som ställs i statsförfattningen.

Finansinspektionens befogenheter

I lagförslagen ingår vissa befogenheter för Finansinspektionen som till sitt innehåll eller sin karaktär i huvudsak inte nya, trots att de gäller nya aktörer (t.ex. 14 § 3 mom., 18 § 5 mom. och 20 § 2 mom. i lagförslag 1). Bestämmelser om Finansinspektionens allmänna befogenheter finns i 3 kap. i lagen om Finansinspektionen och det föreslås inte några ändringar i dem. Ombud har därmed inte t.ex. någon aktiv rapporteringsskyldighet till Finansinspektionen, efter som det inte finns några bestämmelser om registreringspliktigas rapporteringsskyldighet i lagen om Finansinspektionen. Eventuella rapporteringsskyldigheter kan däremot indirekt bero på krav som Finansinspektionen har beslutat om med stöd av tillsynsbefogenheterna i 3 kap. i lagen om Finansinspektionen. Om ett auktoriserat tillsynsobjekt som Finansinspektionen ska utöva tillsyn över vid sidan av sin övriga affärsverksamhet verkar som ombud uppstår däremot rapporteringsskyldighet om den ekonomiska ställningen utifrån objektets övriga verksamhet och bestämmelserna om denna.

De föreslagna befogenheterna är relevanta för den näringsfrihet och rätt att fritt utöva ett yrke som anges i 18 § 1 mom. i grundlagen. Sådana befogenheter har inte ansetts vara problematiska från statsförfattningsrättslig synpunkt (t.ex. GrUU 28/2008 rd och GrUU 67/2002 rd).

Rätt att få uppgifter ur Finansinspektionens register

Genom 21 § i lagförslag 1 i propositionen får alla rätt till uppgifter ur det register som Finansinspektionen för. Lagförslaget har direkt anknytning till det skydd för privatlivet och för personuppgifter som anges i grundlagen. Enligt 10 § 1 mom. i grundlagen är vars och ens privatliv, heder och hemfrid tryggade. Enligt det momentet utfärdas närmare bestämmelser om

RP 48/2017 rd

skydd för personuppgifter genom lag. Laghänvisningen om skydd för personuppgifter innebär att det ska lagstiftas om denna rättighet men att detaljerna lämnas åt lagstiftarens prövning. En sådan bestämmelse om de grundläggande fri- och rättigheterna binder lagstiftarens prövningsrätt visavi innehållet i mindre grad än en bestämmelse med ett sådant regleringsförbehåll där den grundläggande fri- och rättigheten konstateras föreligga i enlighet med vad som bestäms i lag. Lagstiftarens spelrum begränsas dock av att skyddet för personuppgifter utgör en del av skyddet för privatlivet i 10 § 1 mom. i grundlagen.

I vilken mån det är tillåtet att ingripa i de grundläggande fri- och rättigheterna måste bedömas utifrån de allmänna förutsättningarna för att begränsa de grundläggande fri- och rättigheterna. I grundlagsutskottets avgörandepraxis har särskild uppmärksamhet fästs vid kravet på bestämmelser i lag, kravet på exakthet och tydlig avgränsning, begränsningsgrundernas godtagbarhet, proportionalitetskravet och rättsskyddskravet. På grund av de aspekter som har framförts i anslutning till skyddet för privatlivet har man i propositionen gått in för den föreslagna lösningen, som är oproblematisk med tanke på kravet på godtagbara grunder för en begränsning av de grundläggande fri- och rättigheterna och proportionalitetskravet. I 20 § i lagförslag 1 föreskrivs också, med den exakthet som grundlagsutskottet kräver i sin avgörandepraxis, om innehållet i de uppgifter som lämnas ut, om utlämnandet och om andra behövliga frågor. Lagförslaget medför inga problem i förhållande till skyddet för personuppgifter och för privatlivet i 10 § 1 mom. i grundlagen.

Av de orsaker som anges ovan uppfyller lagförslagen kraven i grundlagen. Regeringen anser att de föreslagna lagarna kan behandlas i vanlig lagstiftningsordning.

Med stöd av vad som anförts ovan föreläggs riksdagen följande lagförslag:

1.

Lag

om ombud för obligationsinnehavare

I enlighet med riksdagens beslut föreskrivs:

1 kap.

Allmänna bestämmelser

1 §

Tillämpningsområde

Denna lag tillämpas på ombud för obligationsinnehavare.

Bestämmelserna i 5 kap. tillämpas på säkerhetsagenter vid andra kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet än obligationslån, om inte något annat har avtalats.

Vad som i denna lag föreskrivs om obligationslån och obligationer tillämpas också på sådan lånebaserad gräsrotsfinansiering som avses i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) och på andra sådana värdepapper som i huvudsak kan betraktas som skuldinstrument, om inte något annat har överenskommit i ett ombudsavtal.

2 §

Definitioner

I denna lag avses med

1) *ombud* en juridisk person som är verksam som näringsidkare och som förbundit sig att handla för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning på det sätt som överenskommit i ett ombudsavtal,

2) *ombudsavtal* sådana villkor i ett obligationslån och sådana med obligationslån förknippade avtal där det bestäms om ett ombuds verksamhet och om ombudets rättigheter och skyldigheter i förhållande till obligationsinnehavarna,

3) *kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet* en samling avtal där fler än en finansör ger en gäldenär penninglån och där en säkerhetsagent för borgenärernas gemensamma räkning sörjer för förvaringen och realiseringen av säkerheter och för annat förfogande över säkerheterna i rättsligt hänseende.

3 §

Bestämmelsernas dispositiva och tvingande karaktär

Avvikelser från bestämmelserna i denna lag får göras genom ett avtal, om inte något annat föreskrivs i denna lag eller om det inte annars ska betraktas som förbjudet.

2 kap.

Utseende av ombud för obligationsinnehavare samt ombudets oberoende, ombudets verksamhet och ombudsavtalets bindande verkan

4 §

Utseende av ombud och ombudets oberoende

Om inte något annat har avtalats ska det i ett ombudsavtal bestämmas att det för obligationsinnehavarna ska utses ett eller flera ombud som bedömts vara oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen med uppdrag att i enlighet med avtalet bevaka obligationsinnehavarnas intressen.

Den som utses till ombud ska innan han eller hon tar emot uppdraget uppge alla de omständigheter som kan äventyra hans eller hennes oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen eller som kan ge anledning till befogade misstankar i detta avseende.

5 §

Ombudsavtalets bindande verkan

Ett ombudsavtal är bindande både för nuvarande och framtida obligationsinnehavare samt för obligationsinnehavarnas borgenärer.

6 §

Rättigheter och skyldigheter till följd av ombudsavtal

Ett ombud ska vid skötseln av sitt uppdrag behandla obligationsinnehavarna lika.

Ombudet får inte tillämpa förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen (746/2012).

De åtgärder som ombudet vidtar med stöd av ombudsavtalet har direkt rättsverkan på obligationsinnehavarna. En rättshandling där ett ombud har överskridit sina befogenheter är dock inte bindande för obligationsinnehavarna om den andra parten i rättshandlingen kände till eller borde ha känt till att befogenheterna överskreds.

Paragrafen är tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

7 §

Ombuds rätt att bedriva verksamhet

Om inte något annat har överenskommits i ett ombudsavtal har ett ombud rätt att för obligationsinnehavarnas del eller i deras namn samt för samtliga obligationsinnehavares gemensamma räkning

1) väcka talan mot emittenten eller tredje man i ärenden som gäller obligationslånet och föra talan i rättegångar om obligationslånet utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna,

2) ansöka om att emittenten ska försättas i konkurs i enlighet med konkurslagen (120/2004) samt företräda obligationsinnehavarna och föra deras talan och använda alla obligationsinnehavares röstetal vid en emittents konkurs utan särskilt bemyndigande av obligationsinnehavarna,

3) ansöka om att emittenten ska inleda ett saneringsförfarande i enlighet med lagen om företagsanering (47/1993), något annat lämpligt inhemskt eller utländskt insolvensförfarande eller ett myndighetsförfarande med motsvarande verkningar,

4) förorda emittentens ansökan om inledande av saneringsförfarande, företräda obligationsinnehavarna och föra talan samt använda alla obligationsinnehavares röstetal vid de förfaranden som nämns i 3 punkten,

5) förvara säkerheter som har ställts för obligationslånet, realisera dem och annars i rättsligt hänseende förfoga över dem,

6) i ärenden som gäller en ändring av en emittents företagsstruktur och företagsform handla på ett sätt som är bindande för de obligationsinnehavare som ombudet företräder,

7) ta emot meddelanden för obligationsinnehavarnas del i de fall som avses i 1—6 punkten.

I ombudsavtalet kan det bestämmas att ombudet har rätt eller skyldighet att handla självständigt eller endast i enlighet med anvisningar från samtliga obligationsinnehavare eller från sådana obligationsinnehavare som företräder en viss i ombudsavtalet bestämd andel av obligationerna.

8 §

Ombuds informationsskyldighet

Ett ombud är skyldigt att utan dröjsmål informera obligationsinnehavarna om väsentliga ändringar i sin egen ekonomiska situation och om andra omständigheter som inverkar på fullgörandet av skyldigheterna enligt ombudsavtalet.

Ombudet ska hålla ombudsavtalet tillgängligt för obligationsinnehavarna.

Paragrafen är tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

9 §

Återkallande och hävning av ombuds representationsrätt samt byte av ombud och ombuds avgång

En enskild obligationsinnehavare kan inte återkalla ett ombuds representationsrätt och befogenheter eller säga upp ett ombudsavtal. Ingen av ombudsavtalets parter kan ensidigt säga upp eller häva ombudsavtalet under dess giltighetstid.

Om en näringsidkare avförs ur det register som avses i 15 § 1 mom. eller har förlorat sitt oberoende i förhållande till emittenten, ska det omedelbart vidtas åtgärder för att utse ett nytt ombud på det sätt som överenskommit i ombudsavtalet, om det inte har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga. Om det i ombudsavtalet inte har överenskommit om förfarandet för hur ett nytt ombud ska utses i de fall som avses ovan är emittenten skyldig att vidta åtgärder för att utse ett nytt ombud.

Upphörandet av ett ombuds uppdrag kan inte träda i kraft innan ett nytt ombud har utsetts, om inte det i enlighet med ombudsavtalet har överenskommit att ett ombud inte längre ska anlitas för obligationslånet i fråga.

3 kap.

Obligationsinnehavares verksamhet

10 §

Verksamhetsförbud

Obligationsinnehavarna kan inte självständigt utöva de befogenheter som ombudet fått med stöd av ombudsavtalet eller de rättigheter som ombudet har enligt denna lag eller andra rättigheter som genom ombudsavtalet överförts till ombudet och som annars tillkommer obligationsinnehavare.

11 §

Beslutsförfarande

Obligationsinnehavarna fattar beslut om ombuden och deras verksamhet på det sätt som överenskommit i ombudsavtalet.

4 kap.

Säkerheter och behandling av tillgångar

12 §

Säkerheter för obligationslån

När säkerhet har ställts för ett obligationslån har ombudet rätt att för obligationsinnehavarnas gemensamma räkning utöva alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare, om inte något annat har överenskommit i ombudsavtalet. Ombudets verksamhet som säkerhetsinnehavare är bindande för tredje man, förutsatt att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt och fullbordats på ett i sakrättslig mening effektivt sätt.

En enskild obligationsinnehavare har inte parallellt med säkerhetsinnehavaren den rätt som tillkommer denna att utnyttja säkerheterna för ett obligationslån eller bestämma om dem.

13 §

Förvaring av annans egendom åtskilt från ett ombuds tillgångar

Ett ombud ska ordna tillförlitlig förvaring och hantering av de penningmedel (*kundmedel*) och säkerheter för obligationslån som obligationsinnehavarna anförtrot ombudet.

Förvaringen och hanteringen av säkerheter för obligationslån ska ske gemensamt för samtliga obligationsinnehavares räkning och separat från förvaringen och hanteringen av ombudets egna tillgångar.

Ombudet ska vid förvaring och hantering av kundmedel särskilt se till att de egna tillgångarna hålls klart åtskilda från kundmedlen.

Ombudet ska bokföra kundmedlen på ett tillförlitligt sätt så att enskilda obligationsinnehavares kundmedel är tillräckligt väl specificerade separat från övriga obligationsinnehavares kundmedel.

Paragrafen är tvingande och avvikelser från den kan inte avtalas.

5 kap.

Anlitande av säkerhetsagenter vid kollektiva finansieringsarrangemang med säkerhet

14 §

Bindande verkan och oåterkallelighet av de rättigheter som en säkerhetsagent har i egenskap av säkerhetsinnehavare

Vid ett kollektivt finansieringsarrangemang med säkerhet har säkerhetsagenten rätt att för borgenärernas gemensamma räkning utöva alla rättigheter som tillkommer en säkerhetsinnehavare, om inte något annat har avtalats. Säkerhetsagentens verksamhet som säkerhetsinnehavare binder tredje man under förutsättning att säkerheten har upprättats på ett giltigt sätt och fullbordats på ett i sakrättslig mening effektivt sätt.

En enskild borgenär som medverkar i finansieringsarrangemanget har inte parallellt med säkerhetsinnehavaren den rätt som tillkommer denna att utnyttja de säkerheter som hänför sig till finansieringsarrangemanget och att bestämma om dem och inte heller rätt att ensidigt återkalla sådana rättigheter som har getts säkerhetsagenten, om inte något annat har avtalats.

6 kap.

Rätt att verka som ombud för obligationsinnehavare

15 §

Registreringsskyldighet och registeranmälan

En näringsidkare får verka som ombud i obligationslån över vilka det har offentliggjorts eller ska offentliggöras sådana av Finansinspektionen godkända prospekt som avses i 3—5 kap. i värdepappersmarknadslagen eller i obligationslån för vilka det har gjorts eller görs en ansökan om att de ska tas upp till handel på en i 2 kap. i värdepappersmarknadslagen avsedd reglerad marknad i Finland eller en i det kapitlet avsedd multilateral handelsplattform, endast om näringsidkaren i enlighet med detta kapitel har blivit registrerad som ombud i det offentliga register som Finansinspektionen för över ombud för obligationsinnehavare.

Den som har för avsikt att verka som ombud ska i sin registeranmälan lämna

- 1) de uppgifter som avses i 17 § 1 mom. 1 och 2 punkten,
- 2) uppgift om de personer som avses i 18 § 1 och 2 mom. och vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion ska bedömas,
- 3) en redogörelse för de i 18 § avsedda personernas utbildning och arbetslivserfarenhet,
- 4) en affärsplan som avses i 18 § 5 mom.

Den som gör anmälan ska på begäran av Finansinspektionen lämna också andra uppgifter som behövs för att bedöma om förutsättningarna för registrering uppfylls.

16 §

Undantag från registreringsskyldigheten

Registreringsskyldigheten gäller inte kreditinstitut, betalningsinstitut, försäkringsbolag, fondbolag, värdepappersföretag, förmedlare av gräsrotsfinansiering, förvaltare av alternativa investeringsfonder eller andra företag för finansiella tjänster som beviljats auktorisation av Finansinspektionen eller av en motsvarande tillsynsmyndighet i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (*EES-stat*) eller i en stat inom Organisationen för ekonomiskt samarbete och utveckling (*OECD-stat*) och inte heller andra parter som tillhandahåller finansiella tjänster och som är föremål för en sådan tillsynsmyndighets motsvarande tillsyn när de verkar som ombud i Finland.

Registreringsskyldigheten gäller inte näringsidkare som är etablerade i någon annan EES-stat eller OECD-stat och som endast tillfälligt fungerar som ombud i Finland, eller näringsidkare som utsetts till ombud i obligationslån som emitteras av ett finländskt företag i någon annan EES-stat eller ett tredjeland.

Registreringsskyldigheten gäller inte lånebaserad gräsrotsfinansiering där det samlas in mindre än 5 000 000 euro i kapital.

17 §

Uppgifter som ska föras in i registret och anmälan om ändringar

Följande uppgifter ska föras in i registret:

138

1) näringsidkarens fullständiga namn eller, om sådant saknas, firma, bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning och besöksadress till samtliga verksamhetsställen där näringsidkaren har ombudsverksamhet,

2) fullständigt namn på de personer vars tillförlitlighet och kännedom om obligationsmarknadens funktion kontrollerats i samband med handläggningen av registeranmälan,

3) registerbeteckning som tilldelats av Finansinspektionen och datum för registreringen,

4) skäl till och tidpunkt för avregistrering,

5) offentliga varningar som meddelats anmälaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren samt förbud som förenats med vite.

Ombudet ska utan dröjsmål göra anmälan till Finansinspektionen om ändringar i de i 15 § 2 mom. avsedda uppgifter som införts i registret samt om upphörande av affärsverksamheten.

18 §

Förutsättningar för registrering

Finansinspektionen ska registrera den som gör en registeranmälan som ombud, om

1) anmälaren har rätt att utöva näring i Finland,

2) anmälaren inte har försatts i konkurs,

3) anmälaren inte genomgår ett saneringsförfarande för företag och inte har fått sin handlingsbehörighet begränsad,

4) anmälaren och de som hör till dess verkställande ledning är tillförlitliga,

5) anmälaren eller den som handlar på uppdrag av anmälaren som helhet betraktat har en sådan kännedom om obligationsmarknadens funktion som kan anses vara behövlig med tanke på arten och omfattningen av verksamheten som ombud,

6) övriga krav enligt denna paragraf uppfylls.

En person som hör till den verkställande ledningen hos den som gör en registeranmälan anses inte tillförlitlig i den mening som avses i 1 mom. 4 punkten om han eller hon genom en lagkraftvunnen dom har dömts till fängelsestraff under de fem senaste åren före bedömnings-tidpunkten eller till bötesstraff under de tre senaste åren före bedömnings-tidpunkten för ett brott som kan anses visa att personen i fråga är uppenbart olämplig för ombudsverksamhet eller att arbeta i ett ombuds verkställande ledning, eller om han eller hon annars genom sin tidigare verksamhet har visat sig uppenbart olämplig för sådana uppgifter.

En registrering förutsätter dessutom att anmälaren har minst 50 000 euro i eget kapital eller en yrkesansvarsförsäkring, bankgaranti eller annan motsvarande säkerhet som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig,

En yrkesansvarsförsäkring som avses i 3 mom. och som enligt Finansinspektionens bedömning är tillräcklig ska uppfylla åtminstone följande villkor:

1) om försäkringen inbegriper självrisk, ska försäkringsgivaren betala försäkringsersättningen till den skadelidande utan avdrag för självrisken,

2) försäkringen ska ge ersättning för skada som uppstår till följd av en gärning eller försummelse under försäkringsperioden och beträffande vilken ersättningsanspråk anförs skriftligen hos anmälaren eller försäkringsgivaren under försäkringens giltighetstid eller inom tre år från försäkringens upphörande.

Anmälaren ska ha en affärsplan och den ska ges in till Finansinspektionen för kännedom. Vid bedömning av affärsplanen ska särskild vikt fästas vid förvaltningen av kundmedel och säkerheter, hållandet av kundmedel åtskils från ombudets egna tillgångar, ombudets verksamhet i förhållande till obligationsinnehavarna och ordnandet av eventuella ombudstjänster samt sådan upphandling av sakkunnigtjänster som grundar sig på avtal om utläggning och dokumentationen av upphandlingen.

Finansinspektionen kan vägra registrering, om det med beaktande av omständigheterna är uppenbart att anmälaren har för avsikt att vara mellanhand för någon annan eller om anmäla-

RP 48/2017 rd

ren inte förmår visa hur oberoendet i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen har säkrats.

19 §

Avregistrering

Finansinspektionen ska avregistrera ett ombud, om

- 1) ombudet har avslutat sin affärsverksamhet,
- 2) förutsättningarna för registrering enligt 18 § 1 mom. 1—4 punkten eller 18 § 2—4 mom. inte längre uppfylls,
- 3) det är uppenbart att ombudet är mellanhand för någon annan eller ombudet har försummat att säkra sitt oberoende i förhållande till emittenten och den som ordnar emissionen.
- 4) förutsättningen för registrering enligt 18 § 1 mom. 5 punkten inte längre uppfylls och ombudet inte inom den tidsfrist som Finansinspektionen har angett i sin uppmaning har anmält nya personer som uppfyller kraven, eller
- 5) det i ombudets eller dess verkställande lednings verksamhet förekommer allvarliga eller upprepade försummelser.

7 kap.

Tillsyn och påföljder

20 §

Tillsyn

Finansinspektionen utövar tillsyn över efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag, med undantag av bestämmelserna i 5 kap.

Finansinspektionen har rätt att ur det bötesregister som avses i 46 § i lagen om verkställighet av böter (672/2002) få de uppgifter som behövs för att utreda tillförlitligheten hos en fysisk person som registrerats som ombud eller som hör till ombudets verkställande ledning. I fråga om rätten att få uppgifter ur straffregistret gäller separata bestämmelser.

I syfte att trygga obligationsinnehavarnas ställning eller av andra vägande skäl kan Finansinspektionen bestämma att emittenten eller ombudet ska sammankalla obligationsinnehavarna till möte.

Finansinspektionen kan meddela närmare föreskrifter om avslutande av ett ombuds affärsverksamhet till följd av avregistrering.

21 §

Tillhandahållande av information

Trots bestämmelserna i 16 § 3 mom. i lagen om offentlighet i myndigheternas verksamhet (621/1999) får personuppgifter lämnas ur registret som utskrifter, göras allmänt tillgängliga i ett elektroniskt datanät eller lämnas ut på något annat sätt i elektronisk form. Uppgifter om personbeteckningar får dock lämnas ut med stöd av denna lag endast om uppgiften lämnas som en utskrift eller teknisk upptagning och mottagaren med stöd av 13 § i personuppgiftslagen (523/1999) eller med stöd av någon annan lag har rätt att behandla personbeteckningar.

Följande uppgifter i registret ska Finansinspektionen dock hålla allmänt tillgängliga med hjälp av ett elektroniskt datanät:

RP 48/2017 rd

1) näringsidkarens namn och firma, eventuell bifirma, företags- och organisationsnummer eller annan motsvarande beteckning, huvudkontor och besöksadress till de verksamhetsställen där det bedrivs ombudsverksamhet,

2) namnet på verkställande direktören och dennes ställföreträdare, på medlemmar och ersättare i styrelsen och jämförbara organ och på ansvariga bolagsmän,

3) registreringsdatum,

4) offentliga varningar som meddelats anmälaren och ordningsavgifter och påföljdsavgifter som påförts anmälaren samt förbud som förenats med vite.

22 §

Straffbestämmelser

Den som uppsåtligen i strid med 15 § 1 mom. eller 16 § 1 mom. är verksam som ombud utan att vara registrerad ska, om inte gärningen är ringa eller strängare straff för den föreskrivs någon annanstans i lag, för *ombudsbrott* dömas till böter eller fängelse i högst ett år.

23 §

Skadeståndsskyldighet

Ombud är skyldiga att ersätta skada som de uppsåtligen eller av oaktsamhet har orsakat aktörer som de företräder eller andra personer genom ett förfarande som strider mot denna lag eller bestämmelser som utfärdats eller föreskrifter som meddelats med stöd av den. En skada anses ha orsakats av oaktsamhet, om inte ombudet visar att han eller hon har handlat omsorgsfullt och om inte skadan har orsakats enbart genom brott mot bestämmelserna i 6 § 1 eller 2 mom.

En investerare har rätt att kräva ersättning för skada som orsakats honom eller henne också av verkställande direktören, medlemmar i styrelsen eller jämförbara organ samt ansvariga bolagsmän hos ombudet, om skadan har berott på att dessa uppsåtligen eller av oaktsamhet har underlåtit att se till att de skyldigheter som avses i 13 § fullgörs i verksamheten.

Vid jämkning av skadestånd tillämpas 2 kap. i skadeståndslagen (412/1974) och vid fördelning av skadeståndsansvaret vad som i 6 kap. i den lagen föreskrivs om fördelning av skadeståndsansvaret mellan två eller flera skadeståndsskyldiga.

8 kap.

Särskilda bestämmelser

24 §

Överklagande

Bestämmelser om överklagande av beslut som Finansinspektionen meddelat med stöd av denna lag finns i 73 § i lagen om Finansinspektionen (878/2008).

Ett beslut enligt denna lag om avförande ur det register som avses i 19 § ska iakttas även om det överklagas, om inte besvärmyndigheten bestämmer något annat.

25 §

Ikraftträdande

Denna lag träder i kraft den 20 .

26 §

Övergångsbestämmelser

Denna lag tillämpas på sådana emissioner av obligationslån som genomförs efter det att lagen har trätt i kraft.

Den som verkar som ombud i sådana obligationslån som emitteras efter denna lags ikraftträdande och över vilka det offentliggörs prospekt enligt värdepappersmarknadslagen ska lämna en ansökan om registrering senast tre månader från denna lags ikraftträdande.

En registeranmälan kan tas till behandling innan denna lag träder i kraft, och den som har gjort anmälan kan föras in i det register som avses i 15 § 1 mom. när lagen träder i kraft.

Bestämmelserna i 22 § i denna lag börjar tillämpas tre månader från denna lags ikraftträdande.

2.

Lag

om ändring av lagen om Finansinspektionen

I enlighet med riksdagens beslut

ändras i lagen om Finansinspektionen (878/2008) 5 § 30 punkten, rubriken för 26 § och 26 § 8 mom. samt rubriken för 27 § och 27 § 5 mom., sådana de lyder, 5 § 30 punkten i lag 855/2016, rubriken för 26 § och 26 § 8 mom. i lag 170/2014 samt 27 § 5 mom. i lag 752/2012, och

fogas till 5 §, sådan den lyder i lagarna 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014, 198/2015, 520/2016, 737/2016, 855/2016 och 1442/2016, en ny 31 punkt som följer:

5 §

Andra finansmarknadsaktörer

Med *andra finansmarknadsaktörer* avses i denna lag

30) i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) avsedda finländska kreditförmedlare och filialer som utländska kreditförmedlare har i Finland,

31) registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/).

26 §

Återkallande av verksamhetstillstånd och av registrering samt därmed jämförbara förordnanden om avslutande av verksamhet

Vad som i denna paragraf föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att försäkringsföreningar ska upphöra med sin verksamhet, på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare och på återkallelse av tillstånd som beviljats sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Vad som i 1 mom. 3 punkten och 2 mom. 1 punkten föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att pensionsstiftelser och försäkringskassor ska upphöra med sin verksamhet.

27 §

Begränsning av verksamhet som baserar sig på verksamhetstillstånd eller registrering

Vad som i denna paragraf föreskrivs om begränsning av verksamheten ska tillämpas också på begränsning av försäkringsföreningars stadgeenliga verksamhet, på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare och på begränsning av tillståndsenlig verksamhet som bedrivs av sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Bestämmelser om förbud mot försäkringsför-

RP 48/2017 rd

medling finns i lagen om försäkringsförmedling. Denna paragraf tillämpas inte på centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

3.

Lag

om ändring av 1 och 6 § i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift (879/2008) 1 § 1 mom. 21 punkten och 6 § 1 mom., sådana de lyder, 1 § 1 mom. 21 punkten i lag 856/2016 och 6 § 1 mom. i lag 1443/2016, samt
fogas till 1 § 1 mom., sådant det lyder i lagarna 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016, 856/2016 och 1443/2016, en ny 22 punkt som följer:

1 §

Avgiftsskyldiga

Skyldiga att betala tillsynsavgift till Finansinspektionen är

-
- 21) den som är registrerad enligt 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) och en sådan förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom som är registrerad i en annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland och har filial i Finland,
 22) registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/).
-

6 §

Grundavgift för övriga avgiftsskyldiga

Grundavgiften i euro för andra avgiftsskyldiga än de som avses i 4 § och de avgiftsskyldiga bestäms som följer:

Avgiftsskyldiga	Grundavgift i euro
värdepapperscentraler enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	278 200
den gamla insättningsgarantifond som avses i lagen om ändring av kreditinstitutslagen (1199/2014)	12 840
säkerhetsfonden enligt kreditinstitutslagen	2 140
juridiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	1 070
fysiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	214
ersättningsfonden för investerarskydd enligt lagen om investeringstjänster	3 210
enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder regi-	1 070

RP 48/2017 rd

streringsskyldiga AIF-förvaltare som inte är auktoriserade som fondbolag	
den som bedriver verksamhet med stöd av ett undantag enligt 10 kap. 2 § 3 mom. i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 140
förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder	3 210
förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	3 210
företag som är förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder och lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	5 350
särskilda förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 140
centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker enligt lagen om en sammanslutning av inlåningsbanker (599/2010)	6 420
kreditinstituts och försäkringsbolags holdingföretag samt konglomerats holdingsammanslutning enligt lagen om tillsyn över finans- och försäkringskonglomerat (699/2004)	10 700
börsers, värdepapperscentralers och clearingorganisationers holdingföretag	10 700
värdepappersföretags och försäkringsföreningars holdingföretag	1 070
försäkringsmäklare enligt lagen om försäkringsförmedling	1 070 och en höjning med 193 euro för varje registrerad försäkringsmäklare som är anställd hos ett försäkringsmäklarföretag eller hos en enskild näringsidkare vid utgången av året före det då tillsynsavgiften bestäms
kontoförvaltare enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	6 420
centrala motparter enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	160 500
clearingmedlemmar enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	12 840
clearingfonder enligt 3 kap. 3 § 4 mom. i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet samt registreringsfonder enligt 6 kap. 9 § i den lagen	2 140
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument	16 585 och en höjning med 17 120 euro om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument
finländska bolag vars emitterade aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med	13 375

RP 48/2017 rd

finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument, när det är fråga om en avgiftsskyldig enligt 4 § i denna lag eller när emittenten inte har hemort i Finland	11 235 och en höjning med 11 770 euro om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument
emittenter av andra värdepapper än aktier, när värdepapperen i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument	3 210
finländska bolag vars emitterade värdepapper av annat slag än aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	3 210
emittenter av aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	4 280
emittenter av värdepapper av annat slag än aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	1 070
finländska kreditförmedlare som är registrerade i enlighet med 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna inte är ombud för någon kreditgivare	1 200
Pensionskyddscentralen	10 700
trafikskadenämnden och patientskadenämnden	1 070
verksamhetsenheter som avses i 5 § 26 punkten i lagen om Finansinspektionen	19 260
filialer till utländska EES-försäkringsbolag enligt lagen om utländska försäkringsbolag (398/1995)	1 070
sådana utländska EES-tilläggs pensionsanstalter enligt lagen om pensionsstiftelser och lagen om försäkringskassor som har filial i Finland	1 070
tredjeländers kreditinstituts representationer	1 070
sådana försäkringsförmedlare enligt lagen om försäkringsförmedling som är registrerade i någon annan EES-stat än Finland och har filial i Finland	321
finansiella motparter enligt artikel 2.8 i EMIR-förordningen, icke-finansiella motparter enligt artikel 2.9 och pensionssystem enligt artikel 2.10 i den förordningen, vilkas hemstat är Finland	10 700
utländska kreditförmedlare enligt 2 § 1 mom. 6 punkten i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna har filial i Finland	400
förmedlare av gräsrotsfinansiering enligt lagen om gräsrotsfinansiering	2 140

RP 48/2017 rd

registrerade ombud enligt lagen om ombud för innehavare av obligationslån	3 210
---	-------

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

4.

Lag

om ändring av 2 kap. 16 § i försäkringsbolagslagen

I enlighet med riksdagens beslut
fogas till 2 kap. 16 § 1 mom. i försäkringsbolagslagen (521/2008) en ny 2 a-punkt som föl-
jer:

2 kap.

Bildande av försäkringsbolag och koncession

16 §

Bedrivande av anknyttande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvudsakliga verksamhet vara representant för ett annat företag än ett sådant som bedriver försäkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

2 a) ett företag som förmedlar gräsrotsfinansiering,

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

5.

Lag

om ändring av lagen om investeringstjänster

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om investeringstjänster (747/2012) 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten, 18 § 1 mom. 5 punkten och 10 kap. 2 § 1 mom. samt
fogas till 4 kap. 2 § ett nytt 6 mom. som följer:

1 kap.

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med verksamhet som avses i lagen om advokater (496/1958) eller annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras särskilt i lag,

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) stiftelser som inte har begränsat sin investeringsverksamhet i sina stadgar och vars investeringsverksamhet är betydande och andra institutionella investerare vars huvudverksamhet är att investera i finansiella instrument,

4 kap.

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

Tjänster som i samband med ett utländskt EES-värdepappersföretags emission tillhandahålls från utlandet i Finland för finländska emittenter ska inte betraktas som sådana investerings- eller sidotjänster som avses i denna paragraf enbart på grund av att emittenten är finländsk.

10 kap.

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen. Vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

6.

Lag

om ändring av lagen om handel med finansiella instrument

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om handel med finansiella instrument (748/2012) 2 kap. 26 § 4 mom., 29 § 2 mom. och 4 kap. 7 § 6 mom. samt
fogas till 1 kap. 3 § ett nytt 2 mom. och till 4 kap. 1 § ett nytt 3 mom. som följer:

1 kap.

Tillämpningsområde och definitioner

3 §

Annan lagstiftning som är tillämplig på börser

I börsens egen verksamhet och vid verksamhet på börsen får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknads-lagen.

2 kap.

Börsverksamhet

26 §

Avslutande av handel

Emittenten av värdepapper som är föremål för börshandel har rätt att hänskjuta beslut som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och sådana för obligationslånet i fråga utsedda ombud för obligationsinnehavare som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/), om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har samma rätt i fråga om beslut som börsen fattat med stöd av 2 mom. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till Finansinspektionen. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller den myndighet där ändring söks beslutar något annat.

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att be-

RP 48/2017 rd

vaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för obligationsinnehavare, om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till Finansinspektionen.

4 kap.

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

I multilaterala handelsplattformars egen verksamhet och vid verksamhet på multilaterala handelsplattformar får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för obligationsinnehavare, om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits till Finansinspektionen. Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte Finansinspektionen eller den myndighet där ändring söks beslutar något annat.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

7.

Lag

om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet (749/2012) 7 kap. 4 §
2 mom. och 8 kap. 1 § 3 mom. samt
fogas till 8 kap. 2 § ett nytt 3 mom. som följer:

7 kap.

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

4 §

Emissionskonto

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga, om de inte är tillgängliga hos ett sådant ombud för obligationsinnehavare som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/).

8 kap.

Särskilda bestämmelser

1 §

Förvaltarregistrering

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeandelar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. ska på begäran lämnas till ombudet för obligationsinnehavarna. Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

RP 48/2017 rd

2 §

Tystnadsplikt

En värdepapperscentral ska på begäran lämna emittenten uppgifter om ägarna till värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. och lämna ombudet för obligationsinnehavarna uppgifter om ägarna till värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

8.

Lag

om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelskonton (827/1991) 29 § 3 mom., sådant det lyder i lag 751/2012, som följer:

29 §

Om värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ett sådant ombud för obligationsinnehavare som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/) har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på dem tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ombudet för obligationsinnehavare i tid. Detsamma gäller vid emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

9.

Lag

om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) 1 § 2 mom. som följer:

1 §

Tillämpningsområde

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, betalningsinstitut, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Denna lag träder i kraft den 20 . _____

Helsingfors den 11 maj 2017

Statsminister

Juha Sipilä

Finansminister Petteri Orpo

2.

Lag

om ändring av lagen om Finansinspektionen

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om Finansinspektionen (878/2008) 5 § 30 punkten, rubriken för 26 § och 26 § 8 mom. samt rubriken för 27 § och 27 § 5 mom., sådana de lyder, 5 § 30 punkten i lag 855/2016, rubriken för 26 § och 26 § 8 mom. i lag 170/2014 samt 27 § 5 mom. i lag 752/2012, och

fogas till 5 §, sådan den lyder i lagarna 752/2012, 902/2012, 254/2013, 170/2014, 198/2015, 520/2016, 737/2016, 855/2016 och 1442/2016, en ny 31 punkt som följer:

Gällande lydelse

5 §

Andra finansmarknadsaktörer

Med *andra finansmarknadsaktörer* avses i denna lag

30) i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegen- dom (852/2016) avsedda finländska kredit- förmedlare och filialer som utländska kredit- förmedlare har i Finland.

26 §

Återkallande av verksamhetstillstånd samt därmed jämförbara förordnanden om avslu- tande av verksamhet

Vad som i denna paragraf föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska till- lämpas också på förordnanden om att försäk- ringsföreningar ska upphöra med sin verk- samhet och på återkallelse av tillstånd som beviljats sådana värdepappersföretag i tredje- länder som avses i 5 kap. 5 § i lagen om in- vesterings tjänster. Vad som i 1 mom. 3 punk-

Föreslagen lydelse

5 §

Andra finansmarknadsaktörer

Med *andra finansmarknadsaktörer* avses i denna lag

30) i lagen om förmedlare av konsument- krediter som har samband med bostadsegen- dom (852/2016) avsedda finländska kredit- förmedlare och filialer som utländska kredit- förmedlare har i Finland,

31) *registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare*(/).

26 §

*Återkallande av verksamhetstillstånd och av **registrering** samt därmed jämförbara för- ordnanden om avslutande av verksamhet*

Vad som i denna paragraf föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska till- lämpas också på förordnanden om att försäk- ringsföreningar ska upphöra med sin verk- samhet, *på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för obli- gationsinnehavare* och på återkallelse av till- stånd som beviljats sådana värdepappersföre-

Gällande lydelse

ten och 2 mom. 1 punkten föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att pensionsstiftelser och försäkringskassor ska upphöra med sin verksamhet.

27 §

Begränsning av verksamheten

Vad som i denna paragraf föreskrivs om begränsning av verksamheten ska tillämpas också på begränsning av försäkringsföreningars stadgeenliga verksamhet samt på begränsning av tillståndsenlig verksamhet som bedrivs av sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Bestämmelser om förbud mot försäkringsförmedling finns i lagen om försäkringsförmedling. Denna paragraf tillämpas inte på centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker.

Föreslagen lydelse

tag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Vad som i 1 mom. 3 punkten och 2 mom. 1 punkten föreskrivs om återkallelse av verksamhetstillstånd ska tillämpas också på förordnanden om att pensionsstiftelser och försäkringskassor ska upphöra med sin verksamhet.

27 §

Begränsning av verksamhet som baserar sig på verksamhetstillstånd eller registrering

Vad som i denna paragraf föreskrivs om begränsning av verksamheten ska tillämpas också på begränsning av försäkringsföreningars stadgeenliga verksamhet, *på återkallelse av registrering av ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare och* på begränsning av tillståndsenlig verksamhet som bedrivs av sådana värdepappersföretag i tredjeländer som avses i 5 kap. 5 § i lagen om investeringstjänster. Bestämmelser om förbud mot försäkringsförmedling finns i lagen om försäkringsförmedling. Denna paragraf tillämpas inte på centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker.

Denna lag träder i kraft den 20 .

3.

Lag

om ändring av 1 och 6 § i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om Finansinspektionens tillsynsavgift (879/2008) 1 § 1 mom. 21 punkten och 6 § 1 mom., sådana de lyder, 1 § 1 mom. 21 punkten i lag 856/2016 och 6 § 1 mom. i lag 14 43/2016, samt
fogas till 1 § 1 mom., sådant det lyder i lagarna 758/2012, 255/2013, 171/2014, 738/2016, 856/2016 och 1443/2016, en ny 22 punkt som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

1 §

1 §

Avgiftsskyldiga

Avgiftsskyldiga

Skyldiga att betala tillsynsavgift till Finansinspektionen är

Skyldiga att betala tillsynsavgift till Finansinspektionen är

21) den som är registrerad enligt 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) och en sådan förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom som är registrerad i en annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland och har filial i Finland.

21) den som är registrerad enligt 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom (852/2016) och en sådan förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom som är registrerad i en annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland och har filial i Finland,

22) *registrerade ombud som avses i lagen om ombud för obligationsinnehavare (/).*

6 §

6 §

Grundavgift för övriga avgiftsskyldiga

Grundavgift för övriga avgiftsskyldiga

Grundavgiften i euro för andra avgiftsskyldiga än de som avses i 4 § och de avgiftsskyldiga bestäms som följer:

Grundavgiften i euro för andra avgiftsskyldiga än de som avses i 4 § och de avgiftsskyldiga bestäms som följer:

Avgiftsskyldiga	Grundavgift i euro
värdepapperscentraler enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	278 200
den gamla insättningsgarantifond som avses i lagen om ändring av kreditinstitutslagen (1199/2014)	12 840
säkerhetsfonden enligt kreditinstitutslagen	2 140

RP 48/2017 rd

juridiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	1 070
fysiska personer som avses i 7 och 7 a § i lagen om betalningsinstitut	214
ersättningsfonden för investerarskydd enligt lagen om investeringstjänster	3 210
enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder registreringsskyldiga AIF-förvaltare som inte är auktoriserade som fondbolag	1 070
den som bedriver verksamhet med stöd av ett undantag enligt 10 kap. 2 § 3 mom. i lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 140
förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder	3 210
förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	3 210
företag som är förvaringsinstitut enligt lagen om placeringsfonder och lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	5 350
särskilda förvaringsinstitut enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder	2 140
centralinstitutet för sammanslutningen av inlåningsbanker enligt lagen om en sammanslutning av inlåningsbanker (599/2010)	6 420
kreditinstituts och försäkringsbolags holdingföretag samt konglomerats holdingsammanslutning enligt lagen om tillsyn över finans- och försäkringskonglomerat (699/2004)	10 700
börsers, värdepapperscentralers och clearingorganisationers holdingföretag	10 700
värdepappersföretags och försäkringsföreningars holdingföretag	1 070
försäkringsmäklare enligt lagen om försäkringsförmedling	1 070 och en höjning med 193 euro för varje registrerad försäkringsmäklare som är anställd hos ett försäkringsmäklarföretag eller hos en enskild näringsidkare vid utgången av året före det då tillsynsavgiften bestäms
kontoförvaltare enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	6 420
centrala motparter enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	160 500
clearingmedlemmar enligt lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet	12 840
clearingfonder enligt 3 kap. 3 § 4 mom. i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet samt registreringsfonder enligt 6 kap. 9 § i den lagen	2 140
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instru-	16 585 och en höjning med 17 120

RP 48/2017 rd

ment	euro om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument
finländska bolag vars emitterade aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	13 375
emittenter av aktier som i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument, när det är fråga om en avgiftsskyldig enligt 4 § i denna lag eller när emittenten inte har hemort i Finland	11 235 och en höjning med 11 770 euro om det finns en likvid marknad för aktierna enligt 5 kap. 2 § i lagen om handel med finansiella instrument
emittenter av andra värdepapper än aktier, när värdepapperen i Finland är föremål för handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument	3 210
finländska bolag vars emitterade värdepapper av annat slag än aktier på ansökan har tagits upp till handel på en reglerad marknad enligt lagen om handel med finansiella instrument enbart i någon annan stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet än Finland	3 210
emittenter av aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	4 280
emittenter av värdepapper av annat slag än aktier som på ansökan är föremål för handel i Finland på en multilateral handelsplattform enligt lagen om handel med finansiella instrument	1 070
finländska kreditförmedlare som är registrerade i enlighet med 6 § i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna inte är ombud för någon kreditgivare	1 200
Pensionsskyddscentralen	10 700
trafikskadenämnden och patientskadenämnden	1 070
verksamhetsenheter som avses i 5 § 26 punkten i lagen om Finansinspektionen	19 260
filialer till utländska EES-försäkringsbolag enligt lagen om utländska försäkringsbolag (398/1995)	1 070
sådana utländska EES-tilläggs pensionsanstalter enligt lagen om pensionsstiftelser och lagen om försäkringskassor som har filial i Finland	1 070
tredjeländers kreditinstituts representationer	1 070
sådana försäkringsförmedlare enligt lagen om försäkringsförmedling som är registrerade i någon annan EES-stat än Finland och har filial i Finland	321

RP 48/2017 rd

finansiella motparter enligt artikel 2.8 i EMIR-förordningen, icke-finansiella motparter enligt artikel 2.9 och pensionssystem enligt artikel 2.10 i den förordningen, vilkas hemstat är Finland	10 700
utländska kreditförmedlare enligt 2 § 1 mom. 6 punkten i lagen om förmedlare av konsumentkrediter som har samband med bostadsegendom, när förmedlarna har filial i Finland	400
förmedlare av gräsrotsfinansiering enligt lagen om gräsrotsfinansiering	2 140
<i>registrerade ombud enligt lagen om ombud för innehavare av obligationslån</i>	<i>3 210</i>

Denna lag träder i kraft den 20 .

4.

Lag

om ändring av 2 kap. 16 § i försäkringsbolagslagen

I enlighet med riksdagens beslut fogas till 2 kap. 16 § 1 mom. i försäkringsbolagslagen (521/2008) en ny 2 a-punkt som följer:

Gällande lydelse

2 kap.

Bildande av försäkringsbolag och koncession

16 §

Bedrivande av anknytande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvudsakliga verksamhet vara representant för ett annat företag än ett sådant som bedriver försäkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

Föreslagen lydelse

2 kap.

Bildande av försäkringsbolag och koncession

16 §

Bedrivande av anknytande verksamhet

Ett försäkringsbolag får utöver sin huvudsakliga verksamhet vara representant för ett annat företag än ett sådant som bedriver försäkringsverksamhet samt för detta företags räkning marknadsföra och sälja dess tjänster och produkter till kunder, om företaget i fråga är

2 a) ett företag som förmedlar gräsrotsfinansiering,

Denna lag träder i kraft den 20 .

5.

Lag

om ändring av lagen om investeringstjänster

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om investeringstjänster (747/2012) 1 kap. 2 § 1 mom. 2 punkten, 18 § 1 mom. 5 punkten och 10 kap. 2 § 1 mom. samt
fogas till 4 kap. 2 § ett nytt 6 mom. som följer:

Gällande lydelse

1 kap.

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras i lag,

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) institutionella investerare vars huvudverksamhet är att investera i finansiella instrument,

Föreslagen lydelse

1 kap.

Allmänna bestämmelser

2 §

Undantag från tillämpningsområdet

Denna lag tillämpas inte, om

2) verksamheten bedrivs tillfälligt i samband med *verksamhet som avses i lagen om advokater (496/1958) eller annan affärsverksamhet eller yrkesmässig verksamhet som regleras särskilt i lag,*

18 §

Professionella och icke-professionella kunder

I denna lag avses med *professionella kunder*

5) *stiftelser som inte har begränsat sin investeringsverksamhet i sina stadgar och vars investeringsverksamhet är betydande och andra institutionella investerare vars huvudverksamhet är att investera i finansiella instrument,*

RP 48/2017 rd

Gällande lydelse

4 kap.

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

Föreslagen lydelse

4 kap.

Utländska EES-värdepappersföretags filialetablering och tillhandahållande av tjänster i Finland

2 §

Tillhandahållande av investeringstjänster utan filialetablering

Tjänster som i samband med ett utländskt EES-värdepappersföretags emission tillhandahålls från utlandet i Finland för finländska emittenter ska inte betraktas som sådana investerings- eller sidotjänster som avses i denna paragraf enbart på grund av att emittenten är finländsk.

10 kap.

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen.

10 kap.

Förfaranden i kundförhållanden

2 §

Allmänna principer vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster

Tillhandahållare av investeringstjänster och sidotjänster ska handla hederligt, opartiskt och professionellt samt på ett sätt som är förenligt med kundernas intressen. *Vid tillhandahållande och marknadsföring av investeringstjänster och sidotjänster får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.*

Denna lag träder i kraft den 20 .

6.

Lag

om ändring av lagen om handel med finansiella instrument

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om handel med finansiella instrument (748/2012) 2 kap. 26 § 4 mom., 29 § 2 mom. och 4 kap. 7 § 6 mom. samt
fogas till 1 kap. 3 § ett nytt 2 mom. och till 4 kap. 1 § ett nytt 3 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

1 kap.

1 kap.

Tillämpningsområde och definitioner

Tillämpningsområde och definitioner

3 §

3 §

*Annan lagstiftning som är tillämplig på
börsen*

*Annan lagstiftning som är tillämplig på
börsen*

I börsens egen verksamhet och vid verksamhet på börsen får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

2 kap.

2 kap.

Börsverksamhet

Börsverksamhet

26 §

26 §

Avslutande av handel

Avslutande av handel

Emittenten av värdepapper som är föremål för börshandel har rätt att hänskjuta beslut som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har samma rätt i fråga om beslut som börsen fattat med stöd av 2 mom. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits dit. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller be-

Emittenten av värdepapper som är föremål för börshandel har rätt att hänskjuta beslut som börsen fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/), om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte, samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har samma rätt i fråga om beslut som börsen fattat med stöd av 2

Gällande lydelse

svärmyndigheten beslutar något annat.

Föreslagen lydelse

mom. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till *Finansinspektionen*. Börsens beslut att avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till *Finansinspektionen*, om inte inspektionen *eller den myndighet där ändring sökts* beslutar något annat.

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att bevaka investerarnas intressen samt *en* investerare som äger värdepapper av samma slag eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har överförs till den.

29 §

Avnotering av värdepapper

Emittenten har rätt att få ett beslut om avnotering av värdepapper och börsens beslut att med anledning av emittentens ansökan avstå från att avnotera värdepapper upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. En registrerad förening vars syfte är att bevaka investerarnas intressen *och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för obligationsinnehavare, om detta har beslutats vid obligationsinnehavarnas möte*, samt investerare som äger *sådana* värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att få börsens beslut om avnotering upptaget till prövning av Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Finansinspektionen ska underrätta börsen om att ärendet har hänskjutits till *Finansinspektionen*.

4 kap.

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

4 kap.

Multilaterala handelsplattformar

1 §

Marknadsplatsoperatörer som ordnar multilateral handel

I multilaterala handelsplattformars egen verksamhet och vid verksamhet på multilaterala handelsplattformar får inte sådana förfaranden tillämpas som strider mot god värdepappersmarknadssed enligt 1 kap. 2 § i värdepappersmarknadslagen.

RP 48/2017 rd

Gällande lydelse

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen och investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits dit. Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte inspektionen eller besvärsmyndigheten beslutar något annat.

Föreslagen lydelse

7 §

Avbrytande och avslutande av handel

Emittenter av värdepapper som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform, registrerade föreningar vars syfte är att bevaka investerarnas intressen *och för obligationslånet i fråga utsedda ombud för innehavare av obligationslån, om detta har beslutats vid obligationslåneinnehavarnas möte,* samt investerare som äger sådana värdepapper eller till sådana berättigande värdepapper har rätt att hänskjuta beslut som en marknadsplatsoperatör som ordnar multilateral handel har fattat med stöd av 1 mom. till Finansinspektionen inom 30 dagar från beslutet. Beslut om avbrytande av handel får hänskjutas till inspektionen bara om handeln varit avbruten i minst två dygn efter beslutet. Finansinspektionen ska underrätta operatören om att ärendet har hänskjutits *till Finansinspektionen.* Operatörens beslut att avbryta eller avsluta handeln får verkställas trots att det hänskjutits till Finansinspektionen, om inte *Finansinspektionen eller den myndighet där ändring sökts* beslutar något annat.

Denna lag träder i kraft den 20 .

7.

Lag

om ändring av lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelssystemet och om clearingverksamhet (749/2012) 7 kap. 4 §
2 mom. och 8 kap. 1 § 3 mom. samt
fogas till 8 kap. 2 § ett nytt 3 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

7 kap.

7 kap.

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

Överföring av värdepapper och finansiella instrument till värdeandelssystemet

4 §

4 §

Emissionskonto

Emissionskonto

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga.

På emissionskontot ska de uppgifter antecknas som enligt lag ska anges på värdepapper som utfärdas för värdeandelarna samt det antal värdeandelar som emitterats. För värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. 1 punkten ska på emissionskontot dessutom antecknas förfallodagar, eventuell lånesäkerhet, låneränta eller eventuell annan kompensation som ska betalas för lånet, återbetalningsvillkor och andra väsentliga lånevillkor samt på vilket sätt lånevillkoren ska hållas allmänt tillgängliga, *om de inte är tillgängliga hos ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/).*

8 kap.

8 kap.

Särskilda bestämmelser

Särskilda bestämmelser

1 §

1 §

Förvaltarregistrering

Förvaltarregistrering

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeande-

Den som sköter förvaltarregistreringen ska på begäran meddela Finansinspektionen namnet på värdeandelarnas verkliga ägare, om detta är känt, och hur många värdeande-

RP 48/2017 rd

Gällande lydelse

lar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

2 §

Tystnadsplikt

Föreslagen lydelse

lar ägaren innehar. Om den verkliga ägarens namn inte är känt ska den som sköter förvaltarregistreringen meddela motsvarande uppgifter om ett ombud som handlar på ägarens vägnar och överlämna ombudets skriftliga försäkran om att värdeandelarnas verkliga ägare inte är finländare eller en finländsk organisation eller stiftelse. Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. ska på begäran lämnas också till emittenten. *Uppgifter om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom. ska på begäran lämnas till ombudet för innehavarna av obligationslånet.* Ett institut som avses i 2 kap. 17 § och som handlar på ägarens vägnar är emellertid inte skyldigt att ge en skriftlig försäkran när det är fråga om värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

2 §

Tystnadsplikt

En värdepapperscentral ska på begäran lämna emittenten uppgifter om ägarna till värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 1 mom. och lämna ombudet för obligationsinnehavarna uppgifter om ägarna till värdeandelar som avses i 6 kap. 3 § 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 .

8.

Lag

om ändring av 29 § i lagen om värdeandelskonton

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om värdeandelskonton (827/1991) 29 § 3 mom., sådant det lyder i lag 751/2012, som följer:

Gällande lydelse

29 §

Om värdepapperscentralen eller kontoförvaltaren har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på den tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen eller kontoförvaltaren i tid. Detsamma gäller emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

Föreslagen lydelse

29 §

Om värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ett sådant ombud för innehavare av obligationslån som avses i lagen om ombud för innehavare av obligationslån (/) har getts i uppdrag att sköta betalningen, ska på dem tillämpas vad som i 1 mom. föreskrivs om emittenten. Mot emittenten kan inte framställas några krav, om denne har gjort betalningen till värdepapperscentralen, kontoförvaltaren eller ombudet för innehavare av obligationslån i tid. Detsamma gäller vid emission av andelar eller rättigheter enligt 2 mom.

Denna lag träder i kraft den 20 .

9.

Lag

om ändring av 1 § i lagen om gräsrotsfinansiering

I enlighet med riksdagens beslut
ändras i lagen om gräsrotsfinansiering (734/2016) 1 § 2 mom. som följer:

Gällande lydelse

Föreslagen lydelse

1 §

1 §

Tillämpningsområde

Tillämpningsområde

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, betalningsinstitut, *fondbolag*, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Det som i denna lag föreskrivs om förmedlare av gräsrotsfinansiering tillämpas, med undantag för 3—9 §, 10 § 4 mom. och 17 §, också på sådana kreditinstitut, betalningsinstitut, värdepappersföretag och AIF-förvaltare som förmedlar gräsrotsfinansiering.

Denna lag träder i kraft den 20 .