



Valtiovarainministeriö

Dnro 03/2017

9.3.2017

1 (5)

valtiovarainministerio@vm.fi
ilkka.harju@vm.fi
mia.aronen@vm.fi

Lausuntopyyntö: VM056:00/2014, 27.2.2017

LAUSUNTO JOUKKOLAINAMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN KEHITTÄMISEHDOTUKSISTA

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Suomen Asianajajaliitolta lausuntoa joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotuksista (Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2017) (VM056:00/2014).

Pyydettyä lausuntona Suomen Asianajajaliitto ("Asianajajaliitto") esittää seuraavaa:

1 Lausunnon keskeinen sisältö ja rajaukset

Lausuntopyynnön mukaisesti Asianajajaliitto lausuu tässä lausunnossa ensisijaisesti lakiehdotuksista 4-13 ja niiden perusteluista. Kyseiset ehdotukset koskevat erinäisten erityislakien ehdotettuja muutoksia.

Lakiehdotuksiin 1-3 sisältyvät ehdotettu uusi laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta sekä siihen liittyvät ehdotetut muutokset Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta ja Finanssivalvonnan valvontamaksuista annetun lain muuttamisesta. Asianajajaliitto lausuu tässä lausunnossa niistä asiallisista (muista kuin teknisluontoisista) muutoksista, jotka edellä mainittuihin lakiehdotuksiin on tehty viimeistä edellisen kuulemisen (joulukuu 2016) jälkeen. Muilta osin Asianajajaliitto viittaa edellisten kuulemisten yhteydessä lakiehdotuksista lausumaansa.

2 Yleisesti lakiehdotuksista 4-13

Asianajajaliitto kannattaa jäljempänä esitettävin poikkeuksin lakiehdotuksia 4-13. Asianajajaliitto kuitenkin toivoo jäljempänä tässä lausunnossa esitettävien näkemysten huomioon ottamista edellä mainittujen lakiehdotusten jatkovalmistelussa.

Asianajajaliiton näkemyksen mukaan monet lakiehdotuksista 4-13 koskevat varsin keskeisiä ja aiemmin tunnistettuja joukkolainamarkkinoihin vaikuttavia ongelmia. Toisaalta ehdotetun lahjanlupausten muuttamisen yhteys joukkolainamarkkinoihin jää kuitenkin väljäksi, mutta kyseisen lakiehdotuksen tarkoitus ja tavoitteet ovat siinä muuten kannatettavia.

Siinä missä monet lakiehdotuksista 4-13 ovat luonteeltaan lähinnä oikeustilaa selventäviä tai teknisluontoisia, ehdotettu yrityksen saneerauksesta annetun lain (tai vaihtoehtoisesti arvopaperimarkkinalain, luottolaitostoiminnasta annetun lain ja vakuutusyhtiölain) muutos niin sanotun velkakonversion mahdollistamiseksi sisältää hyvin olennaisen oikeuspoliittisen uudelleenarvioinnin ja ratkaisun velkojen ja oman pääoman ehtoisten sijoittajien oikeuksista velallisen yrityssaneerauksessa.

3 Eräitä yksityiskohtaisempia näkemyksiä lakiehdotuksista 4-13

3.1 *Laki yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n muuttamisesta tai vaihtoehtoisesti arvopaperimarkkinalain 8 luvun, luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun ja vakuutusyhtiölain muuttamisesta*

Asianajajaliitto kannattaa ehdotettua yrityksen saneerauksesta annetun lain ("Yr-SanL") 44 §:n muutosta. Mikäli ehdotus ei kuitenkaan menestyisi, Asianajajaliitto katsoo, että myös vaihtoehtoisesti ehdotettu vastaava arvopaperimarkkinalain 8 luvun, luottolaitostoiminnasta annetun lain 15 luvun ja vakuutusyhtiölain muutos on hyväksyttävä.

Julkaisussa on käsitelty erilaisia ehdotettuun muutokseen liittyviä näkökulmia, joista yksi on maksunsaantijärjestyksen toteutuminen velallisosakeyhtiön yrityssaneerauksessa. Ehdotettu varsin laajakantoinen ja periaatteellisesti merkittävä muutos (etuoikeudettoman velkojan oikeus saada saatavansa muunnettua velallisyhtiön osakkeiksi ilman osakkeenomistajien suostumusta eli oikeus niin sanottuun velkakonversioon) ei kuitenkaan tarkasti ottaen vaikuta maksunsaantijärjestykseen yrityssaneerauksessa, vaan ainoastaan siihen, voiko etuoikeudeton velkoja säilyttää saatavansa määrän ennallaan yrityssaneeraukseen kuuluvassa velkajärjestelyssä (velkojen leikkaamisessa). Käytännössä kuitenkin muutos mahdollistaisi sen, että rahoitusteorian mukainen lähtökohta velkojen oman pääoman ehtoisia sijoittajia paremmasta suorituksen-saantioikeudesta voisi toteutua myös silloin, jos velallisyhtiö hakeutuu tai haetaan yrityssaneeraukseen.

Ehdotetun muutoksen keskeinen jännite liittyy siihen, kuinka oman pääoman ehtoisten sijoittajien (lähinnä osakkeenomistajien) oikeudet toteutuvat velkakonversiossa. Ideaalisesti velkojen ja oman pääoman ehtoisten sijoittajien perusteltuja odotuksia tulisi kussakin yksittäistapauksessa voida punnita avoimesti ja tilanneherkällä tavalla. Toisaalta sääntelyn tulisi mahdollistaa se, että velkakonversio on yleisesti mahdollista toteuttaa ja että asianosaisilla ei ole mahdollisuutta estää tai viivyttää toteutumista perusteettomasti (esimerkiksi kollusiivisesti toimien). Viimeksi mainittu seikka johtaa käytännössä siihen, että velkakonversioon soveltuvat oikeussäännöt eivät voi ainaakaan keskeisesti perustua yksittäistapauksellisten näkökohtien huomioimiseen.

Velkakonversioon liittyy monia periaatteellisesti merkittäviä ongelmia, joita julkaisussa on käsitelty lähinnä viittauksin luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisintarkaisusta annettuun lakiin (KriisintarkaisuL) ja sen perusteluihin. Ehdotettu muutos poikkeaa kuitenkin monilla tavoilla viimeksi mainitusta laista. KriisintarkaisuL:n mukainen velkojen muuntaminen omiin varoihin luettaviksi rahoitusvälineiksi edellyttää

muun muassa sitä, että muuntaminen perustuu laissa tarkoitettuun arvonmäärittämiseen. Lisäksi päätöksen muuntamisesta tekee ulkopuolinen taho (Rahoitusvakuusvirasto). Ehdotettu muutos taas ei sisällä normeerausta siitä minkälaiseen arvonmäärittämiseen muuntamisen tulisi perustua. Muuntamisesta päättäisivät lähtökohtaisesti velkojat enemmistöpäätöksellä saneerausohjelmaehdotuksen hyväksymisen yhteydessä (joskin toimivaltainen tuomioistuin vahvistaa saneerausohjelmaehdotuksen, jos vahvistamisen edellytykset täyttyvät ja estettä vahvistamiselle ei ole). Muuntamisen hyväksyttävyyttä tulisi ilmeisesti arvioitavaksi lähinnä YrSanL:n saneerausohjelmaehdotuksen vahvistamiselle asettamien edellytysten ja esteiden nojalla.

Muun muassa edellä todettujen seikkojen vuoksi Asianajajaliitto kannattaa ehdotettuja velkakonversioon liittyviä rajoituksia, joita ovat annettavien uusien osakkeiden ja niihin liittyvien äänien määrän rajaaminen (ehdotuksessa korkeintaan 90 prosenttia kaikista osakkeista ja äänistä) sekä olemassa oleville osakkeenomistajille tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään.

Asianajajaliitto katsoo, että ehdotuksen mukaisessa velan muuntamisessa uusiksi osakkeiksi on osakeyhtiöoikeudellisesti kysymys osakkeiden antamisesta ja merkittämisestä sekä osakkeiden merkintähinnan maksamisesta kuittaamalla asianomaisen velkojan saatavaa velallisyhtiöltä. Velan muuntamista puolestaan ei voida määritellä täsmällisesti ainakaan nykyisen säädännäisen oikeuden perusteella. Jotta ehdotettu muutos vastaisi edellä mainittua osakeyhtiöoikeudellista jäsenyystapaa, ehdotettuja lain sanamuotoja ja perusteltuja tulisi muuttaa vastaavasti.

Lakiehdotuksissa sivulla 64 on todettu, että lakiehdotukset 3,4 ja 5 olisivat vaihtoehtoja lakiehdotukselle 2. Ilmeisesti kyseisessä kohdassa tulisi kuitenkin todeta, että lakiehdotukset 6, 7 ja 8 ovat vaihtoehtoja lakiehdotukselle 5.

3.2

Laki sijoituspalvelulain (4 luku) muuttamisesta

Ehdotettu muutos ei sisällä aiemmassa valmisteluvaiheessa esillä ollutta laajennusta, jonka mukaan ETA-sijoituspalveluyritysten lisäksi myöskään OECD:n jäsenmaahan sijoittuneiden sijoituspalveluyritysten (tai vastaavien) ei katsottaisi tarjoavan sijoitusta tai oheispalvelua pelkästään sillä perusteella, että liikkeeseenlaskija on suomalainen. Asia on käytännössä merkityksellinen mm. Ison-Britannian ilmoitetun EU-eron (ja mahdollisen ETA-sopimukseen liittymättömyyden) vuoksi sekä siksi, että yhdysvaltalaiset investointipankit toimivat monissa suomalaisten yritysten liikkeeseenlaskuissa järjestäjänä.

Ehdotetun muutoksen perustelujen (s. 51) mukaan edellä mainitun yhdysvaltalaisen järjestäjän toiminnan katsominen Suomessa toimilupaa edellyttäväksi toiminnaksi olisi erittäin hankalaa, sillä ETA-alueen ulkopuolinen notifiointi ei ole MiFiD I:n mukaan mahdollista. Asianajajaliitto kuitenkin katsoo, että edellä mainittu lausuma ei ole riittävä poistamaan nykyistä tulkinnallista epävarmuutta ETA-alueen ulkopuolisten toimijoiden toimiluvan tarpeesta. Oikeusvarmuuden lisäämiseksi asiasta tulisi vähintään sisällyttää perusteluihin yksiselitteisempi kannanotto.

3.3 Laki sijoituspalvelulain (10 luku) muuttamisesta

Asianajajaliitto ei katso tarpeelliseksi lisätä ehdotettua määräystä hyvän arvopaperimarkkinatavan soveltumisesta sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamiseen ja markkinointiin. Nykyisen säädännäisen oikeuden (arvopaperimarkkinalain) perusteella lienee selvää, että arvopaperimarkkinoilla toimiessaan sijoituspalvelun tai oheispalvelun tarjoajan tulee toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Sijoituspalvelujen ja oheispalvelujen tarjoamiseen ja markkinointiin soveltuvat omat, erityisesti nykyisen sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:n ilmentämät säännöt ja periaatteet. Asianajajaliitto katsoo, että hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymisen kannalta on olennaista, että sen voidaan katsoa soveltuvan nimenomaan toimintaan arvopaperimarkkinoilla (josta toiminta sijoituspalvelujen ja oheispalvelujen tarjoamisessa tulee ymmärtää erilliseksi kokonaisuudeksi). Asianajajaliiton tiedossa ei ole, että menettelytavoissa asiakassuhteissa olisi ilmennyt sellaisia ongelmia, jotka puoltaisivat hyvän arvopaperimarkkinatavan ulottamista koskemaan sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista ja markkinointia.

3.4 Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (1 luku ja 4 luku) muuttamisesta

Asianajajaliitto ei katso tarpeelliseksi lisätä ehdotettua määräystä hyvän arvopaperimarkkinatavan soveltumisesta pörssin toimintaan ja pörssissä toimimiseen tai vastaavasti monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimimiseen. Asianajajaliitto viittaa soveltuvin osin edellä kappaleessa 3.3 esitettyihin näkemyksensä perusteluihin.

4 Lakiehdotuksiin 1-3 tehdyistä muutoksista viimeisimmän kuulemisen jälkeen

Asianajajaliitto huomauttaa, että lakiehdotukset 1-3 (erityisesti uutta joukkolainanhaltijoiden edustajista annettavaa lakia ("EdustajaL") koskeva ehdotus 1) sisältävät teknisluontoisten muutosten lisäksi myös eräitä asiallisia muutoksia, jotka on tehty viimeisimmän kuulemisen (joulukuu 2016) jälkeen.

Keskeinen asiallinen muutos on se, että EdustajaL 1.3 §:n mukaan laki soveltuisi myös joukkorahoituslaissa ("JoukkorahoitusL") tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Toisaalta EdustajaL 16.3 §:n mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koskisi lainamuotoista joukkorahoitusta, jossa pääomaa kerätään vähemmän kuin 5 000 000 euroa.

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on tavanomaista, että JoukkorahoitusL:ssa tarkoitettu rahoituksen välittäjä toimii myös asiakkaidensa puolesta eräänlaisena laina-agenttina (edustajana) ja siinä ominaisuudessa huolehtii muun muassa suorituksen vastaanottamisesta ja välittämisestä oikeille saajille (asiakkailleen tai joukkorahoituksen saajille) sekä tarvittaessa joukkorahoituksen saajiin kohdistuvasta joukkorahoitussaatavien perinnästä.

Asianajajaliitto katsoo, että on sinänsä perusteltua, että erityisesti EdustajaL:n edustajalle oikeuksia tuovat säännökset soveltuisivat joukkorahoituksen välittäjään silloin, kun se toimii edellisessä kappaleessa tarkoitettuna edustajana. EdustajaL:n ja JoukkorahoitusL:n samanaikaisesta soveltumisesta seuraa kuitenkin päällekkäisyyttä, joka liittyy erityisesti oikeuteen harjoittaa asianomaista toimintaa sekä sen valvontaan ja seuraamuksiin. Päällekkäisyyttä ei ole käsitelty lakiehdotuksessa tai sen perusteluissa ja se tulisi ratkaista jatkovalmistelussa. Erityisesti tulee huomata, että JoukkorahoitusL pääsääntöisesti ja EdustajaL tietyissä tapauksissa edellyttää rekisteröitymistä asianomaiseen Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin. Rekisteröityminen ja siihen liittyvien selvitysten toimittaminen Finanssivalvonnalle edellyttää kultakin toimijalta huomattavia hallinnollisia ponnisteluja ja aiheuttaa merkittäviä kustannuksia. Asianajajaliitto katsoo, että JoukkorahoitusL:n mukaisesti rekisteröityneeltä tai rekisteröitymistä hakeneelta joukkorahoituksen välittäjältä ei tule edellyttää rekisteröitymistä EdustajaL:n mukaisesti.

Helsingissä 9. maaliskuuta 2017

SUOMEN ASIANAJAJALIITTO



Jarkko Ruohola

Suomen Asianajajaliiton puheenjohtaja, asianajaja

LAATI

Asianajaja Tuomas Tikkanen, Asianajotoimisto Borenius Oy, Helsinki

Suomen Asianajajaliiton lausunnot valmistellaan oikeudellisissa asiantuntijaryhmissä, joiden toiminnassa on mukana noin 120 asianajajaa. Tämä lausunto on valmisteltu arvopaperimarkkina- ja rahoitusoikeuden asiantuntijaryhmässä.