



27.3.2017

Rahoitusmarkkinaosasto
Ilkka Harju

**Lausuntoyhteenveto
joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muistiosta
”Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset”
(Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2017)**

Sisällys

Lausuntoyhteenvedon tiivistelmä velkakonversiota koskevista ehdotuksista	3
Yleistä	4
1. Lakiehdotus (laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta, edustajalaki)	6
2. Lakiehdotus (laki finanssivalvonnasta, 5, 26 ja 27 §)	6
3. Lakiehdotus (laki finanssivalvonnan valvontamaksusta, 1 ja 6 §)	6
4. Lakiehdotus (lahjanlupauslaki, lahjal 4 §)	6
5. Lakiehdotus (laki yrityksen saneerauksesta, ysl 44.5 §)	7
6. Lakiehdotus (arvopaperimarkkinalaki, aml 8 luku)	21
7. Lakiehdotus (laki luottolaitostoiminnasta, III 15 luku)	22
8. Lakiehdotus (vakuutusyhtiölaki, vyl 2 ja 6 luku)	22
9. Lakiehdotus (sijoituspalvelulaki, sipal 1, 4 ja 10 luku)	22
10. Lakiehdotus (laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä, rahkl 1, 2 ja 4 luku)	25
11. Lakiehdotus (laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta, aojsl 7 ja 8 luku)	25
12. Lakiehdotus (laki arvo-osuustileistä, aotl 29 §)	25
13. Lakiehdotus (joukkorahoituslaki, jrl)	25

Lausuntoyhteenveto joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muistiosta ”Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset” (Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2017)

Muistiosta järjestettiin lausuntokierros 27.1.2017 - 10.3.2017. Lausuntoja on määräpäivään 10.3.2017 mennessä tullut 20, seuraavasti:

- Oikeusministeriö (OM)
- Sosiaali- ja terveysministeriö (STM)
- Tietosuojavaltuutetun toimisto (TSV)
- Kilpailu- ja kuluttajavirasto (KKV)
- Suomen Pankki (SP)
- Elinkeinoelämän keskusliitto EK (EK)
- Eläkesäätiöyhdistys (ESY)
- Finanssialan keskusliitto (FK)
- Finnish Business Angels Network (FIBAN)
- Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy (Hannes Snellman)
- Keskuskauppakamari (K3)
- KEVA
- OP ryhmä (OP)
- Perheyritysten liitto (Perheyritykset)
- Suomen Asianajajaliitto (Asianajajat)
- Suomen Kuntaliitto (Kuntaliitto)
- Suomen Pääomasijoitusyhdistys (FVCA)
- Suomen Yrittäjät (Yrittäjät)
- Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta (SRNK)
- Työeläkevakuuttajat (TELA)

Määräpäivän jälkeen on tullut viisi lausuntoa, joista yksi (Pörssisäätiö 13.3. klo 07:08) katsottiin saapuneeksi määräajassa:

- Työ- ja elinkeinoministeriö (TEM) 13.3.
- Konkurssiasiamiehen toimisto (Konkurssiasiamies) 13.3.
- Finanssivalvonta (Fiva) 13.3.
- Pörssisäätiö (Pörssisäätiö) 13.3.
- Nasdaq Helsinki (Pörssi) 15.3.

Kaksi muuta on ilmoittanut, ettei anna lausuntoa (korkein oikeus ja korkein hallinto-oikeus).

Lausuntoja on siten yhteensä 27.

Lausuntoyhteenvedon tiivistelmä velkakonversiota koskevista ehdotuksista

Velkakonversiota (*debt-to-equity swap*) koskevista työryhmän keskustelualoitteina tekemistä ehdotuksista annetut lausunnot muodostavat noin 60 % lausuntoyhteenvedon laajuudesta. Lausunnot voidaan jakaa kuuteen ryhmään:

- Vastustavat kumpaakin vaihtoehtoa: **OM, FIBAN, Perheyritykset, FVCA, Yrittäjät ja Pörssisäätiö** (n=6), joista **FIBAN, Perheyritykset ja Yrittäjät** katsovat, ettei direktiiviehdotus edellytä pakkokonversiota.
- Priorisoivat yrityksen saneerauksesta annetun lain (YSL) muuttamista (joko erillisessä jatkovalmistelussa tai komission direktiiviehdotuksen yhteydessä): **STM, TEM, Konkurssiasiamies, Fiva, Asianajajat, EK, FK, Hannes Snellman, KEVA, OP, TELA ja Pörssi** (n=11).
- Asian ratkaisemista pitävät kiireellisenä ja/tai tärkeänä: **EK, FK, K3, KEVA, OP ja TELA** (n=6).

- Asian ajankohtaisuuden ja yhteyden komission direktiiviehdotukseen toteavat: **OM, STM, Konkurssiasiamies, EK, FK, FIBAN, Hannes Snellman, K3, Perheyrytykset, Pörssi, TELA ja Yrittäjät** (n=12).
- Priorisoivat arvopaperimarkkinalain (AML) muuttamista: **SP** (n=1).
- Hyväksyvät myös AML:n muuttamisen, jos YSL:n muutos ei toteudu: **Fiva, EK, K3 ja Asianajajat** (n=4).
- Eivät ota kantaa: **KKV, TSV, ESY, Kuntaliitto ja SRNK** (n=5).

HE:n luonnos on lähetetty VNK:n arviointineuvostoon. Koska lausunnonantajien näkemykset jakautuvat voimakkaasti, on **OM:n** kanssa käydyin neuvottelun mukaisesti harkittu tarkoituksenmukaiseksi luopua lahjanlupausta ja velkakonversiota koskevien 4., 5., 6., 7. ja osin 8. lakiehdotuksen kiireellisestä jatkovalmistelusta joukkolainanhaltijoiden edustajaa koskevan lakiehdotuksen yhteydessä. Näiltä osin valmistelua jatketaan **OM:n** johdolla niin nopeassa aikataulussa kuin se käytettävissä olevien resurssien puitteissa on mahdollista.

Yleistä

Useat lausunnonantajat viittaavat lausuntoonsa syyskuussa 2016 tai uudistavat sen (**OM, SP, Asianajajat, EK, FK, Hannes Snellman ja OP**).

TEM toteaa, että pääomamarkkinoiden kilpailukykytekijöiden ja sijoittajansuojan parantamiseen liittyvät hankkeet ovat lähtökohtaisesti elinkeinopoliittisesta näkökulmasta katsottuna kannatettavia.

Fiva suhtautuu positiivisesti tavoitteeseen kehittää kotimaisia joukkolainamarkkinoita. Hanke tukee osaltaan myös EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteita markkinaehtoisen yritysrahoituksen kehittämisestä.

KKV:lla ei ole lausuttavaa asiassa.

ESY kannattaa ehdotuksia ja pitää lainsäädännön kehittämistä tarpeellisenä.

EK:n mukaan muistiossa on tunnistettu lähtökohta, jonka mukaan myös suomalaisten yritysten rahoituslähteet erityisesti velkarakenteen osalta ovat muuttuneet merkittävästi viimeisen vuosikymmenen kuluessa tapahtuneen markkinarakenteen perustavanlaatuisen muutoksen aikana. Ei ole tiedossa perusteltuja seikkoja, jotka antaisivat aiheen olettaa nykytilan muuttuvan olennaisesti. Rahoituslähteet ovat monipuolistuneet merkittävästi ja rahoitusmarkkinat ovat globalisoituneet enenevässä määrin. Muuttuneita yritysrahoitusmarkkinoita on pidettävä tältä osin pysyvinä. Perinteisen pankkirahoituksen rinnalle ovat nousseet merkittävänä rahoituskanavana erityisesti joukkolainamarkkinat. **EK** pitää muistiossa esitettyä tilannekuvaa täsmällisesti ja asiantuntevasti selvitettyinä.

FIBAN pitää muistiota Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityksen kannalta tärkeänä. Kehittämisehdotukset ovat pääsääntöisesti oikeansuuntaisia ja kannatettavia.

FVCA kannattaa muistion yleistavoitteita ja pitää yritysrahoituksen ja pääomamarkkinoiden kehittämistavoitteita kannatettavina.

K3 pitää tavoitteita joukkovelkamarkkinoiden kilpailukyvyn kehittämiseksi tärkeinä. Työryhmä on myös ennakkoluulottomasti etsinyt erilaisia ratkaisuja tukea markkinoiden tehokkuutta ja kasvua, mitä **K3** kannattaa. Työryhmä on tehnyt ehdottamiensa lainmuutosten valmistelussa ansiokasta työtä, mikä varmasti edistää lainmuutosten joutuisaa jatkovalmistelua – riippumatta jatkovalmistelua johtavasta ministeriöstä.

KEVA:n mukaan suomalaisia joukkolainamarkkinoita on pyritty kehittämään viime vuosina. EK:n piirissä laaditut joukkolainojen malliehdot on otettu käyttöön vuonna 2014. VM:n työryhmän asettaminen ja sen työ kotimaisten markkinoiden kehittämiseksi on ollut hyödyksi markkinoille.

Kuntaliiton mielestä muistion pääasiallisena taustana on Euroopan komission aloite EU:n pääomamarkkinaunionista, jonka tavoitteena on syventää ja yhtenäistää jäsenvaltioiden pääomamarkkinoita tarjoamalla uusia rahoituslähteitä yritystoiminnalle, erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille, vähentää pääoman hankkimiskustannuksia, lisätä säästäjien vaihtoehtoja kautta EU:n, helpottaa rajat ylittäviä investointeja sekä houkutella uusia ulkomaisia investointeja EU:hun. Finanssikriisin jälkeinen luotto- ja vakuutuslaitosten pääomavaatimusten kiristyminen on lisännyt kiinnostusta luottolaitoksista riippumattomiin ja kansainvälisiin rahoituslähteisiin. Lisäksi kriisin aikana on ilmennyt tarve kehittää kaikkien osakeyhtiömuotoisten yritysten velkarahoituksen uudelleenjärjestelykeinoja sen suuntaisesti, että järjestelyn yhteydessä velkarahoitusta voitaisiin nykyistä joustavammin ja nopeammin konvertoida oman pääoman ehtoiseksi rahoitukseksi. Suomessa yksi hallituksen kärkihankkeista on norminpurku. Myös EU:n pääomamarkkinaunionihanke kytkeytyy norminpurkuun, sillä tavoitteena on vuoteen 2019 mennessä tunnistaa tarpeeton, päällekkäinen, huonosti toimiva ja hallinnollista taakkaa aiheuttava EU-sääntely.

Perheyrietykset kannattavat tavoitteita monipuolistaa ja täten parantaa yritysten rahoituksen saatavuutta. Rahoitusmarkkinoiden muutos on teknologian ja sääntelyn paineessa nopeaa, ja aktiivinen ote pääomamarkkinoiden kehittämiseen on erittäin tervetullut.

Pörssisäätiö, jonka tehtävä on edistää arvopaperisäästämistä ja arvopaperimarkkinoita, tuo esille huomioita erityisesti yksityissijoittajan sekä kotimaisten arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta, ja pitää joukkolainamarkkinoiden kehittämistä erittäin tärkeänä. Markkinoita tulee kehittää niin, että tulevaisuudessa nykyistä pienemmät yritykset voivat hakea rahoitusta ja nykyistä pienemmät sijoittajat voivat toimia rahoittajina. **Pörssisäätiö** pitää joukkolainamarkkinoiden kehittämistä tarpeellisenä ja yhtyy lähtökohtaisesti esitykseen muistion liitteenä olevaa eriävää mielipidettä lukuun ottamatta. **Pörssisäätiö** kiittää mahdollisuudesta osallistua tärkeän lainsäädännön kehittämistyöhön.

Työryhmä esittää muutoksia, joilla pyritään monipuolistamaan yritysrahoitusta. Keskeisenä tavoitteena on lisätä joukkolainan käyttöä erilaisten yritysten rahoituksessa. **Yrittäjät** kannattavat tavoitetta yritysrahoituksen lähteiden monipuolistamiseksi. Pankkisääntelyn seurauksena yrityslainojen lainaehdot ovat tiukentuneet. Yritykset ovat kohdanneet erityisesti kiristyneet vakuusvaatimukset. Lisäksi yrityslainojen erityisehdot eli kovenantit ovat kiristyneet. Tämän seurauksena entistä useampi suomalainen yritys on joutunut hakemaan ulkoista rahoitusta muualta kuin lainoina talletuspankeista. Suuret yritykset ovat tässä tilanteessa hakenneet ulkoista rahoitusta mm. joukkolainoista, jotka ovatkin yleistyneet näiden yritysten rahoitusmuotona. Joukkolaina voisi olla toimiva lisä myös joidenkin pk-yritysten rahoitustarpeisiin ja -lähteisiin. **Yrittäjät** katsovat, että ehdotuksilla kyetään monilta osin yksinkertaistamaan ja helpottamaan joukkolainamarkkinoita. Se vastaa rahoitustarpeeseen, joka on syntynyt, kun perinteisemmät rahoituslähteet ovat finanssialan kasvaneen sääntelyn seurauksena surkastuneet. Monet ehdotuksista kannustavat myös pk-yrityksiä pitämään joukkolainaa varteenotettavana rahoitusvaihtoehtona.

1. lakiehdotus (laki joukkolainanhaltijoiden edustajasta, edustajalaki)

Yleistä

SP kannattaa edustajamallia koskevan erityislainsäädännön säätämistä. Edustajamallia koskeva laki selkeyttäisi suomalaisten velkakirjamarkkinoiden toimintaan liittyviä oikeudellisia epävarmuuksia.

1 § *Soveltamisala*

Asianajajat kiinnittävät huomiota siihen, että 1.3 §:n mukaan edustajalaki soveltuisi myös joukkorahoituslaissa (JRL) tarkoitettuun lainamuotoiseen joukkorahoitukseen. Toisaalta 16.1 §:n mukaan rekisteröitymisvelvollisuus ei koskisi lainamuotoista joukkorahoitusta, jossa pääomaa kerätään vähemmän kuin 5 000 000 euroa. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa on tavanomaista, että joukkorahoituksen välittäjä toimii myös asiakkaidensa puolesta eräänlaisena laina-agenttina (edustajana) ja siinä ominaisuudessa huolehtii mm. suoritusten vastaanottamisesta ja välittämisestä oikeille saajille (asiakkailleen tai joukkorahoituksen saajille) sekä tarvittaessa joukkorahoituksen saajiin kohdistuvasta joukkorahoitussaatavien perinnästä. **Asianajajat** katsovat sinänsä perustelluksi, että erityisesti edustajalle oikeuksia tuovat edustajalain säännökset soveltuvat joukkorahoituksen välittäjään silloin, kun se toimii edellä tarkoitettuna edustajana. Edustajalain ja JRL:n samanaikaisesta soveltumisesta seuraa kuitenkin päällekkäisyyttä, joka liittyy erityisesti oikeuteen harjoittaa asianomaista toimintaa, sekä sen valvontaan ja seuraamuksiin. Päällekkäisyyttä ei ole käsitelty ehdotuksessa eikä sen perusteluissa ja asia tulisi ratkaista jatkovalmistelussa. Erityisesti tulee huomata, että JRL pääsääntöisesti ja edustajalaki tietyissä tapauksissa edellyttää rekisteröitymistä asianomaiseen Fivan ylläpitämään rekisteriin. Rekisteröityminen ja siihen liittyvien selvitysten toimittaminen Fivalle edellyttää kultakin toimijalta huomattavia hallinnollisia ponnisteluja ja aiheuttaa merkittäviä kustannuksia. **Asianajajat** katsovat, että JRL:n mukaisesti rekisteröityneeltä tai rekisteröitymistä hakeneelta joukkorahoituksen välittäjältä ei tule edellyttää rekisteröitymistä edustajalain mukaisesti.

16 § *Poikkeukset rekisteröitymisvelvollisuudesta*

STM ei kannata vakuutusyhtiön mainitsemista säännöksessä, vaan katsoo, että vakuutusyhtiöitä koskeva sääntely tulisi keskittää vakuutusyhtiölakiin (VYL).

Asianajajat katsovat, että JRL:n mukaisesti rekisteröityneeltä tai rekisteröitymistä hakeneelta joukkorahoituksen välittäjältä ei tule edellyttää rekisteröitymistä edustajalain mukaisesti (perustelut edellä 1.3 §:n kohdalla).

21 § *Tietojen saatavilla pitäminen*

TSV pitää säännöstä riittämättömänä ja viittaa eduskunnan perustuslakivaliokunnan lausuntoihin perustuslain 10 §:n takaamasta yksityiselämän ja henkilötietojen suojasta (viimeksi PeVL 2/2017 vp ja PeVL 17/2016 vp sekä aikaisemmin PeVL 65/2014 vp ja PeVL 32/2008 vp).

2. lakiehdotus (laki Finanssivalvonnasta, 5, 26 ja 27 §)

3. lakiehdotus (laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta, 1 ja 6 §)

4. lakiehdotus (lahjanlupauslaki, LahjaL 4 §)

OM toistaa muistioon jättämässään eriävässä mielipiteessä lausutun.

Asianajajien mielestä LahjaL 4 §:n muutosehdotuksen yhteys joukkolainamarkkinoihin jää väljäksi, mutta ehdotuksen tarkoitus ja tavoitteet ovat sinänsä muuten kannatettavia.

FK kannattaa ehdotusta LahjaL:n ulottamisesta rahasto-osuuksien lahjoittamiseen. Rahasto-osuudet ovat yksityishenkilön kannalta yksinkertaisin tapa sijoittaa joukkolainamarkkinoille sijoituskohteet riittävästi hajauttaen. **FK** ehdottaa asian jatkovalmistelua VM:n sijoitusrahastolakityöryhmässä.

OP katsoo, että eräät aloitteet olisi tarkoituksenmukaisinta kytkeä meneillään oleviin sektorilainsäädännön uudistuksiin, kuten rahastolahjaa koskeva kysymys tulisi valmistella osana sijoitusrahastolainsäädännön uudistusta.

EK toteaa, että muistiossa on esitetty lisäksi eräitä muita markkinaosapuolten esiin nostamia sääntelyn kehittämis ehdotuksia. **EK** kannattaa LahjaL:a koskevan esityksen eteenpäin viemistä.

Pörssisäätiö kannattaa tehtyä esitystä. Tavoitetilana tulee olla se, että lahjanantaja voi mahdollisimman laajasti antaa lahjan suoraan haluamassaan muodossa. Tämä vähentää myös lahjansaajan vaivaa.

5. lakiehdotus (laki yrityksen saneerauksesta, YSL 44.5 §)

44 § *Velkajärjestelyn keinot*

Velkakonversion sääntelyä koskevia ehdotuksia puoltavat lausunnot

Velkakonversion säätämistä ensisijaisesti YSL:ssa kannattavat **STM, TEM, Konkursiasiamies, Fiva, Asianajajat, EK, FK, Hannes Snellman, K3, KEVA, OP, Pörssi ja TELA**. Sen sijaan **SP, Fiva, Asianajajat, EK ja K3** katsovat, että myös vaihtoehtoisesti ehdotettu vastaava AML 8 luvun tai sen lisäksi luottolaitostoiminnasta annetun lain (LLL) 15 luvun ja VYL 6 luvun muutos on hyväksyttävä. Toisaalta **STM, FK ja KEVA** pitävät vaihtoehtoista ehdotusta epätarkoituksenmukaisena.

STM pitää ymmärrettävänä, että YSL:a ei ole tässä vaiheessa tarkoitus muuttaa, vaan muutostarpeet kartoitettaisiin osana YSL:n laajempaa tarkastelua.

TEM katsoo, että velkakonversiokysymys maksukyvyttömyys- ja yhtiöoikeudellisessa kontekstissa on siinä määrin moniulotteinen asiakokonaisuus, että se edellyttää huolellista ja monipuolista valmistelua. Saneerausvelkojen ja osakkeenomistajien välisten suhteiden jäsentämistä tulisi arvioida omana erillisenä asiakokonaisuutena yhtäältä lainsäädäntötason kysymyksenä ja toisaalta oikeuskäytäntöön liittyvänä tulkintakysymyksenä. On syytä huomata, että osakkeenomistajien ja velkojen asema kehittyi maksukyvyttömyysprosessin edetessä, ja yrityssaneerauksen yhtenä vaihtoehtona on aina konkurssimenettely, joka merkitsee osakkeenomistajalle huomattavasti velkojaa heikompaan asemaan. **TEM:n** mukaan vaikuttaisi hieman siltä, että on tulkinnanvaraista esittää, että velkojan tai osakkeenomistajan asema olisi maksukyvyttömyysprosessissa toista heikompi. Ehdotettu pakollinen velkakonversio voisi merkitä sitä, että pörssiyhtiölle muodostuisi oma yleissääntelystä poikkeava normi. Elinkeinopoliittiselta kannalta tällainen normirakenteen fragmentoituminen toisi yleistä epävarmuutta toimintaympäristöön, mikä ei olisi kannatettava kehityssuunta.

TEM toteaa, että velkakonversiokysymys olisi syytä valmistella perusteellisesti ja arvioitava sääntelyn tarve. Tuomioistuimen ennakkoratkaisukäytännössä esitetyt lausumat viittaavat pitkälti siihen, että saneerausohjelmassa on kiinnitettävä huomiota velallisyhtiön velkojen ja omistajien asemaan, ja asianmukainen riskinjako näiden välillä pitää toteutua. Tämä edellyttää lähtökohtaisesti sitä, että saneerausmenettelyyn ja sen toteuttamiseen liittyy osapuolten vastavuoroisten intressien tiedostamisen ohella harkintaa, ja pakollinen osapuolista riippumaton konversioelementti ei soveltuisi tähän parhaalla mahdollisella tavalla. Vaikka velkakonversio osakepääomaksi edellyttäisi osakkeenomistajien suostumusta tai muuta myötävaikutusta, voi konkreettinen konkurssin uhka olla sellainen todellinen tekijä, että osakkeenomistajien tosiasialliset vaihtoehdot ovat joko konversio tai konkurssi. Se, että lainsäädännöllä asetetaan tietyntyyppisiä pakollisia velvoittavia normeja asianosaisille tässä asetel-

massa, voisi myös positiivisten vaikutusten ohella vaikuttaa kenties haitallisesti tähän velkojen ja velallisyhtiön osakkeenomistajien tasapainotilaan.

Konkurssiasiamies toteaa, että maksukyvyttömyysmenettelyjen osalta kehittämis ehdotuksessa on vahvasti esillä se, että osakkeenomistajien kohtelu Suomen lain mukaisessa yrityssaneerausmenettelyssä poikkeaa yleisestä kansainvälisestä käytännöstä. YSL mahdollistaa vain velkojen järjestelyn, yleensä jonkinasteisen alaskirjaamisen ilman, että omistajien asemaan voidaan puuttua. Kansainvälinen vertailu osoittaa, että yleinen periaate on se, että omistajat kantavat ensisijaisen vastuun tappioista yrityksen uudelleenjärjestelyissä. Vertailun vuoksi todettakoon, että luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annetussa laissa (kriisinratkaisulaki) omistajien ensisijainen vastuu laitoksen tappioista on yksi lain keskeisistä periaatteista. Kehittämis ehdotuksessa esitetään, että ongelmaan haettaisiin ratkaisua lisäämällä YSL:iin säännös, jonka mukaan vaihtoehtoisesti joko tietyt edellytykset täyttyvissä tai kaikissa saneerausmenettelyissä olisi mahdollista osakkeenomistajien myötävaikutuksesta riippumatta mahdollista muuntaa velkoja yhtiön osakkeiksi velkojen leikkaamisen sijasta.

Kehittämis ehdotuksessa on myös hahmoteltu mahdollisuutta ottaa Suomen yhtiölainsäädäntöön Englannin yhtiöoikeudessa käytössä oleva *Scheme of Arrangement* -menettely, jossa voidaan tietyn määränemmistön suostumuksin järjestellä yhtiön velkoja ja omistusta niin maksukyvyttömyystilanteissa kuin muutenkin. Kehittämis ehdotuksessa on näiden lainmuutostarpeiden osalta tultu sellaiseen päätelmään, että maksukyvyttömyyssäätelyn kehittämisen jatkotyössä olisi tarkoituksenmukaista tarkastella myös yhtiöoikeuden kehitystä sekä yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden rajapintaa. Sääntelylle luontevin lainpaikka ei kuitenkaan ole rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädännössä. Konkreettisia säännösehdotuksia ei siksi ole tarkoituksenmukaista valmistella ennen kuin on tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisen lainsäädännön valmistelusta vastaava OM sen perustelluksi. Asiaa arvioitaessa on syytä ottaa huomioon myös Euroopan komission direktiiviehdotus varhaisen vaiheen saneerauksesta ja toisesta mahdollisuudesta. Joukkolainamarkkinoiden kehittämisen kannalta merkitystä olisi **Konkurssiasiamiehen** mukaan lähinnä direktiiviehdotuksen 12 artiklan 1 kohdalla, joka koskee osakkeenomistajien roolia saneerausohjelman vahvistamisessa. **Konkurssiasiamies** pitää perusteltuna, että yhtiölainsäädännön ja maksukyvyttömyyslainsäädännön rajapinnassa olevia ongelmallisia kohtia selvitetään. **Konkurssiasiamies** yhtyy kehittämis ehdotuksen päätelmiin siitä, että hahmotellut muutokset osakeyhtiölakiin (OYL) ja YSL:iin ovat niin perustuvanlaatuisia, että ne vaativat laajaa ja perusteellista valmistelua, jossa on otettava huomioon myös EU-lainsäädännön kehitys. Luonteva paikka tälle valmistelulle on OM ja hyvä ajankohta esim. siinä vaiheessa, kuin valmistellaan Mainitun direktiivin implementointia kansalliseen lainsäädäntöön.

YSL:n soveltamiskäytännössä näyttäisi **SP:n** mukaan olevan epävarmuuksia, joiden poistamiseksi nykyistä lainsäädäntöä tulee selkeyttää. Tämä poistaisi yritysten vakuudettomiin joukkolainoihin sijoittavien oikeudellisia epävarmuuksia. Nykyinen epävarmuus vaikeuttaa suomalaisten yritysten joukkolainojen myyntiä erityisesti kansainvälisille sijoittajille ja vaikeuttaa yritysten pyrkimyksiä monipuolistaa rahoitusvaihtoehtojaan. Mikäli YSL:a ryhdytään muuttamaan, **SP:n** mielestä YSL:n muutoksen suppeampaa vaihtoehtoa, missä ehdotetaan, että muutos koskisi julkisesti noteerattuja yrityksiä sekä julkisesti noteerattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoita, tulisi arvioida tarkemmin ja tämä edellyttää **SP:n** mielestä jatkovalmistelua. Tässä yhteydessä tulisi myös pohtia vielä, onko perusteltua tehdä muutoksia esim. LLL:iin ja VYL:iin.

Fiva toteaa työryhmän katsovan, että Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa haittaa omaa pääomaa vahvasti suosiva YSL, joka kohtelee sijoitettua pääomaa juuri päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeusasema (senioriteetti) sekä riski- ja tuottovaade tehokkailla pääomamarkkinoilla edellyttäisivät. Työryhmä esittää, että YSL:iin lisättäisiin 44.5 §, jonka mukaan saneerausohjelmassa voitaisiin yhtenä vaihtoehtona määrätä, että muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Muistion, siinä viitattujen KKO:n ratkaisujen ja muistioon sisältyvien eriävien mielipiteiden perusteella jää jokseenkin epäselväksi, missä määrin

asiassa on kyse YSL:n virheelliseksi muodostuneesta soveltamiskäytännöstä ja missä määrin aidosti puutteellisista lainsäädännöksistä. **Fiva** pitää todennäköisenä, että ongelmien laatu ja laajuus vaihtelee paljonkin velallisyhtyksen omistus- ja velkojarakenteesta riippuen.

Fiva pitää tärkeänä, että velkojen ja osakkeenomistajien keskinäinen asema yrityssaneeraustilanteissa on selkeä ja vastaa käytäntöä verrokkimaissa. Lainsäädännön johdonmukisuuden ja ennakoitavuuden näkökulmasta on sinänsä perusteltua, että velkojen ja omistajien maksunsaantijärjestys ei yrityssaneeraustilanteissa merkittävästi poikkeaisi konkurssitilanteista. Toisaalta, koska YSL:n tavoitteena on elinkelpoisen yritystoiminnan jatkaminen, lähtökohtana ei yrityssaneerauksessa tarvitse välttämättä aina olla se, että osakkeenomistajien omistus leikattaisiin (lähes) kokonaan ennen kuin velkoja voidaan leikata. Velkojen asemaa yrityssaneerauksessa voidaan katsoa suojaavan esim. sen, että YSL 58 § kieltää (tietyin poikkeuksin) varojen jakamisen omistajille silloin, kun saneerausohjelman velkajärjestelyillä on rajoitettu velkojen oikeutta suoritukseen saataviensa pääomasta. **Fiva** pitää sinänsä perusteltuna ajatusta siitä, että tuomioistuimien voisi vahvistaa velkakonversion osaksi saneerausohjelmaa ilman saneerausmenettelyssä olevan yhtiön erillistä yhtiökokouspäätöstä. Tämä edellyttäisi kuitenkin sitä, että myös yrityssaneerauksessa olevan yhtiön osakkeenomistajien oikeussuoja varmistettaisiin tällaisissa tilanteissa. Muistiossa tätä näkökulmaa ei ole käsitelty käytännössä lainkaan, kuten ei ole myöskään arvioitu sitä, kasvattaako ehdotus riskiä siitä, että aggressiiviset velkojat pyrkisivät saamaan velkaisen yhtiön hallintaansa painostamalla sen velkasaneeraukseen.

Ehdotukseen (sekä ehdotukseen YSL:n muuttamiseksi että ns. ”Plan B”:hen) sisältyy **Fivan** näkemyksen mukaan monia kysymyksiä, jotka edellyttäisivät huomattavasti laajempaa analyysia ja harkintaa. Tällaisia ovat esim. kysymys osakkeenomistajien oikeussuojakeinoista tilanteessa, jossa tuomioistuin päättää velkakonversiosta ilman yhtiökokousmenettelyä sekä kysymys siitä, miten velkakonversio suhtautuu YSL 64–66 §:n säännöksiin saneerausvelkojan oikeuksista velkajärjestelyn tai saneerausohjelman rautessa tai velallisen konkurssissa ennen saneerausohjelman päättymistä. Lisäksi **Fiva** kiinnittää huomiota siihen, että säännös vaikuttaisi soveltuvan vain osakeyhtiöihin, muttei esim. osuuskuntiin. Edellä esitetyistä syistä **Fiva** ehdottaa, että asia siirrettäisiin erilliseen jatkovalmisteluun. Mikäli ehdotuksen ”Plan B”:n mukaisen menettelyn jatkovalmistelussa edettäisiin, **Fiva** katsoo, että asiasta tulisi säätää yksinomaan AML:ssa. Koska ehdotettu säännös koskisi vain joukkovelkakirjojen liikkeenlaskijoita ja pörssiyhtiöitä, erillisen säännöksen ottaminen LLL:iin ja VYL:iin olisi ilmeisen tarpeetonta.

Asianajajien mielestä ehdotus velkakonversion mahdollistamiseksi sisältää hyvin olennaisen oikeuspoliittisen uudelleenarvioinnin ja ratkaisun velkojen ja oman pääoman ehtoisten sijoittajien oikeuksista velallisen yrityssaneerauksessa. **Asianajajat** kannattavat ehdotettua YSL 44 §:n muutosta. **Asianajajien** mielestä ehdotukseen liittyvistä näkökulmista yksi on maksunsaantijärjestyksen toteutuminen velallisosakeyhtiön yrityssaneerauksessa. Ehdotus on varsin laajakantoinen ja periaatteellisesti merkittävä (etuoikeudettoman velkojan oikeus saada saatavansa muunnettua velallisyhtiön osakkeiksi ilman osakkeenomistajien suostumusta eli oikeus velkakonversioon), mutta se ei kuitenkaan tarkasti ottaen vaikuta maksunsaantijärjestykseen yrityssaneerauksessa, vaan ainoastaan siihen, voiko etuoikeudeton velkoja säilyttää saatavansa määrän ennallaan yrityssaneeraukseen kuuluvassa velkajärjestelyssä (velkojen leikkaamisessa). Käytännössä muutos mahdollistaisi sen, että rahoitusteorian mukainen lähtökohta velkojen oman pääoman ehtoisia sijoittajia paremmasta suoritussaantioikeudesta voisi toteutua myös silloin, jos velallisyhtiö hakeutuu tai haetaan yrityssaneeraukseen.

Ehdotuksen keskeinen jännite liittyy **Asianajajien** mielestä 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 (esim. kollusiivisesti toimien). Tämä voisi nimittäin johtaa käytännössä siihen, että velkakonversioon

soveltuvat oikeussäännöt eivät voi ainakaan keskeisesti perustua yksittäistapauksellisten näkökohtien huomioimiseen.

Velkakonversioon liittyy **Asianajajien** mielestä monia periaatteellisesti merkittäviä ongelmia, joita on käsitelty lähinnä viittauksin kriisinratkaisulakiin ja sen perusteluihin. Ehdotus poikkeaa kuitenkin monilla tavoilla kriisinratkaisulaista, jonka mukainen velkojen muuntaminen omiin varoihin luettaviksi rahoitusvälineiksi edellyttää mm. sitä, että muuntaminen perustuu mainituissa laissa tarkoitettuun arvonnääritykseen. Lisäksi päätöksen muuntamisesta tekee ulkopuolinen taho (Rahoitusvakausturva). Ehdotus taas ei sisällä normeerausta siitä, millaiseen arvonnääritykseen 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 hyväksyttävyyden tulisi ilmeisesti arvioitavaksi lähinnä YSL:n saneerausohjelmaehdotuksen vahvistamiselle asettamien edellytysten ja esteiden nojalla. **Asianajajat** kannattavat mm. näistä syistä ehdotettuja velkakonversioon liittyviä rajoituksia, joita ovat annettavien uusien osakkeiden ja niihin liittyvien äänten määrän rajaaminen (ehdotuksessa korkeintaan 90 prosenttia kaikista osakkeista ja äänistä) sekä olemassa oleville osakkeenomistajille tarjottava yhtäläinen mahdollisuus osallistua uusien osakkeiden merkintään.

Asianajajat katsovat, että ehdotuksen mukaisessa velan muuntamisessa uusiksi osakkeiksi on osakeyhtiöoikeudellisesti kysymys osakkeiden antamisesta ja merkitsemisestä 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 jäsennystapaa, ehdotettuja lain sanamuotoja ja perusteluja tulisi muuttaa vastaavasti.

EK:n mukaan työryhmä on tunnistanut oikealla tavalla Suomen joukkolainamarkkinoiden kehittymisen esteeksi voimassaolevan YSL:n nykyisen soveltamiskäytännön ja ehdottaa, että yrityksen saneerausohjelmassa voitaisiin määrätä velkapääoman konvertoimisesta osakepääomaksi ilman vanhojen osakkeenomistajien suostumusta, jos yrityksen pelastaminen sitä edellyttää. **EK** pitää hyvänä, että työryhmä on kuultuaan poikkeuksellisen kattavaa asiantuntijajoukkoa tarttunut ripeästi suomalaisen sääntelyn ongelmakohtiin yritysten rahoitusmahdollisuuksien parantamiseksi ja pääomamarkkinoiden kilpailukykyyn kohentamiseksi. Eri-tyisesti luottoluokittelemattomat tai heikomman luottoluokituksen omaavat rahoituksen tarpeessa olevat kasvuyritykset (*high yield* -markkinat) tarvitsevat toimivia ja monipuolisia rahoitusmarkkinoita. Lisäksi taloudellisissa vaikeuksissa kamppailevat, mutta sinänsä elinkel-poista liiketoimintaa harjoittavat yritykset ovat kipeästi nykyistä toimivampien rahoitusmarkkinoiden tarpeessa: Suomesta käytännöllisesti katsoen puuttuvat kriisiyrityksen väliaikaisrahoitukseen erikoistuneet markkinat.

Kaikista korkeimman luottoluokituksen omaavat suomalaiset liikkeeseenlaskijat kykenevät **EK:n** saaman jäsenpalautteen perusteella operoimaan kansainvälisillä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla varsin moitteettomasti suomalaisen lainsäädäntökehikon puutteellisuuksista huolimatta. Nämä yritykset ovat lähes poikkeuksetta suuryrityksiä, jotka ovat asemassa, jossa ne voivat valita itselleen optimaalisimmat rahoitusvaihtoehdot. **EK** toteaa, että tämä liikkeeseenlaskijoiden ryhmä on lukumäärältään kuitenkin varsin pieni. Heikomman luottoluokituksen liikkeeseenlaskijoilla (BBB>) eli *high yield* -markkinoilla puolestaan on kapeammat valintamahdollisuudet. Joukkolaina on tyypillisesti vakuudetonta velkaa. Institutionaaliset sijoittajat Suomessa toimivat huolellisesti valikoidessaan sijoituskohteitaan. On selvää, että tilanteessa, jossa YSL:ssä ja suomalaisessa yrityssaneerauskäytännössä saneerataan suhteettomasti vakuudetonta velkapääomaa osakepääoman jäädessä miltei koskemattomaksi, heikomman luottoluokituksen yritys joutuu tyytymään epäedullisempiin rahoitusehtoihin.

Suomessa vallitsevaa tilannetta on pidettävä selkeänä markkinapoikkeamana ja eräänlaisena systeemivirheenä, sillä osakeyhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeenomistajien residuaaliasema, josta johtuu velkojen maksunsaantijärjestys, joka esim. suoma-

laisessa konkurssissa asianmukaisesti kunnioittaa modernien pääomamarkkinoiden toimintalogiikkaa. Nykyinen YSL puolestaan kohtelee sijoitettua pääomaa päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeusasema (senioriteetti), riski ja tuottovaade tehokkailla pääomamarkkinoilla edellyttäisivät. Vallitseva soveltamiskäytäntö rikkoo länsimaisten rahoitusmarkkinoiden hinnoitteluperiaatteita vastaan, sillä osakesijoituksen tuottovaatimus on korkosijoituksia korkeampi, koska osakepääoma tulee yleisessä maksunsaantijärjestyksessä viimesijaisena korkosijoitusten jälkeen (osakkeenomistajien residuaaliasema). **EK** pitää selvänä, että vallitseva yrityssaneerauskäytäntö on erityisesti kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien silmissä oikeudellinen riski, jonka heijastusvaikutukset voivat tulevaisuudessa näkyä Suomen kaltaisilla pienillä reuna-alueilla varsin negatiivisina seurauksina.

Euroopan komission ehdotus direktiiviksi varhaisen vaiheen saneerauksesta ja toisesta mahdollisuudesta tunnistaa ja tunnustaa perustellusti sen terveen periaatteen, jonka mukaan sekä osakepääoman että velkapääoman tulee osallistua tasapuolisesti kriisiytyneen, mutta elinkelpoisen yrityksen taloudellisen tilanteen tervehdyttämiseen. **EK** pitää erittäin tärkeänä sen varmistamista, että ennen lopullisesti hyväksytyn direktiivin kansallista toimeenpanoa ryhdytään poistamaan suomalaisen yrityssaneerausmenettelyn puutteita oikeuskirjallisuuden ja oikeuskäytännön viitoittamalla tavalla. Suomen ei tule jäädä odottamaan EU:n lainsäädäntötoimenpiteitä sellaisissa asioissa, joissa on mahdollista kansallisin uudistuksin parantaa kilpailuolosuhteita. **EK** pitääkin erittäin hyvänä tältä osin VN:n kirjelmässä U 13/2017 vp direktiiviehdotuksesta esitettyä kantaa, jonka mukaan ”kansallisen yrityssaneeraus- ja yhtiöoikeuden rajapinnan arviointiin ja kehittämiseen tulisi jättää riittävästi liikkumavaraa”. Lisäksi kirjelmässä todetaan asianmukaisesti, että ”direktiivissä tulisi ottaa tasapainoisesti huomioon sekä yritysten mahdollisuudet saneeraukseen että velkojien oikeudet”. Lausuma tunnistaa nykyisen oikeustilan relevantit puutteet. Osakeyhtiön pääomarakennetta tulisi kunnioittaa yrityssaneerausmenettelyssä konkurssimenettelyä vastaavalla tavalla. **EK** painottaa, että kansallisen lainsäädännön uudistaminen ei pitäisi jäädä odottamaan direktiivin mahdollisesti ja todennäköisesti 2020-luvulla tapahtuvaa implementointia.

EK preferoi YSL:iin perustuvaa ratkaisua esitetyistä kahdesta pääasiallisesta etenemistavasta Suomen markkinoiden pullonkaulojen poistamiseksi ja lievittämiseksi. Velkakonversiosta säättäminen vain AML:ssa ei ole tarkoituksenmukaisin ja optimaalisin ratkaisu nykytilan puutteiden korjaamiseksi, sillä tällöin samanlainen velka nauttisi eritasoista suojaa saneerausmenettelyssä. Tällainen rajattu soveltamisala saattaisi merkitä kasvuyrityksen rahoituspolun ja elinkaaren kannalta tarpeetonta sääntelykehikon muuttumista. Selkeintä olisi edetä ryhtymällä ripeästi selvittämään mahdollisuuksia YSL:n muuttamiseksi. Yritysten lainsäädännöllisen kohtelun tulisi olla tältä osin sama velkainstrumentista tai yhtiön listalla olosta riippumatta. **EK** pitää kuitenkin velkakonversioon liittyvän pullonkaulan korjaamista Suomen pääomamarkkinoilla niin tärkeänä ja kiireellisenä, että katsoo tilanteen edellyttävän jonkinlaista etenemistä regulaatioteitse. **EK** tukee esitystä AML:n muuttamiseksi, jos YSL:n muutosten valmistelun käynnistämiseen ei ole valmiuksia riittävän ripeästi. **EK** pitää täysin selvänä, että vaihtoehto, jossa sääntelyä ei muuteta miltei osin ja nykytila säilyy vuosia ennallaan, on käsillä olevista vaihtoehtoista epätoivottavin. **EK:n** mukaan OM:ssä ja VM:ssä tunnustetaan asianmukaisesti Suomen velkapääomamarkkinoihin tällä hetkellä sisältyvä puute velkakonversiosta. Prioriteettina olisikin ripeän etenemistien löytäminen sen varmistamiseksi, että Suomen pääomamarkkinat voisivat myös tulevaisuudessa toimia kasvun katalysaattorina. **EK** toteaa, että on keskeistä varmistaa nykyisen yrityssaneerauskäytännön kehittäminen siten, että mahdollistetaan osake- ja velkapääoman tasapuolinen osallistuminen tilanteen tervehdyttämiseen saneerauksissa kansainvälisten käytäntöjen mukaisesti. Nykyinen saneerauskäytäntö ei ole tältä osin kestävä.

FK:n mukaan joukkolainamarkkinoidemme kehittämisen kannalta ratkaisevat kysymykset liittyvät YSL:n uudistustarpeeseen. YSL:n nykyinen soveltamiskäytäntö on tunnistettu joukkolainamarkkinoiden kehittämisen keskeisimmäksi esteeksi. Ehdotus koskee tuomioistuimen oikeutta harkintansa mukaan saneerausohjelmassa määrätä velkapääoman konvertoimisesta osakepääomaksi eli velan muuttamisesta osakkeiksi ilman nykyisten osakkeenomistajien suostumusta silloin, kun yrityksen taloudellisen tilanteen tervehdyttäminen sitä edellyttää. **FK** kiirehtii YSL:n täsmentämistä ehdotetulla tavalla. Asiassa on **FK:n** mukaan kyse yritysrahoi-

tuksen edellytysten kehittämisestä; yritykset tarvitsevat rahoitusta kasvaakseen, kehittyäkseen ja työllistääkseen. Yritysten rahoituslähteet ovat viime vuosina monipuolistuneet siten, että pankkirahoituksen rinnalle on enenevässä määrin tullut valikoima muita rahoitusmuotoja, joista joukkolainat ovat keskeinen esimerkki. Sääntelyssä tulisi huomioida rahoituslähteiden monipuolistuminen, ja kotimainen YSL tulisi saattaa kilpailukykyiseksi globaaleilla pääomamarkkinoilla.

Korkean luottoluokituksen suuryritykset voivat tavallisesti joustavasti valikoida itselleen edullisimmat rahoitusmuodot, mutta luottoluokittamattomat taikka heikomman luottoluokituksen kasvuyritykset (tai vaikeuksissa painivat yritykset, jotka rahoitusta kipeimmin tarvitsevat) ovat haavoittuvaisia kotimaan lainsäädäntökehikkoon sisältyvästä oikeudellisesta riskistä johtuvalle institutionaalisten sijoittajien varovaisuudelle. Tällöin yritys jää **FK:n** mukaan täysin riippuvaiseksi mahdollisen pankkirahoituksen saatavuudesta. YSL:n nykyisessä soveltamiskäytännössä velkoja leikataan osakepääoman säilyessä koskemattomana. Velkojat joutuvat tällöin osakkeenomistajia heikompaan asemaan yrityssaneerauksessa. Soveltamiskäytäntö kohtelee sijoitettua pääomaa päinvastaisessa järjestyksessä kuin omaisuuslajin asema maksunsaantijärjestyksessä (senioriteetti), omaisuuslajin riskityyppi ja omaisuuslajin tuotto vaatimus edellyttäisivät. Korkosijoittaja odottaa joukkolainasijoitukselta ensisijaisesti turvaavuutta, mutta on vastikkeeksi valmis tyytymään osakepääomaa matalampaan tuottoon. Osakesijoituksen tuotto vaatimus on vastaavasti korkosijoituksia korkeampi, koska osakepääoma tulee yleisessä maksunsaantijärjestyksessä viimesijaisena korkosijoitusten jälkeen. Kun YSL:n nykyisessä soveltamiskäytännössä joukkolainoja kuitenkin alaskirjataan osakepääoman säilyessä koskemattomana, rikkoo soveltamiskäytäntö rahoitusmarkkinoiden hinnoitteluperiaatteita vastaan. Tämä oikeudellinen riski on omiaan heikentämään reuna-alueella sijaitsevan kotimaisen joukkolainamarkkinamme kiinnostavuutta kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien silmissä. Tämä voi **FK:n** mukaan johtaa yrityksen rahoituksen saannin vaikeutumiseen taikka sen korkoehtojen heikentymiseen. Yrityksen hakeutuminen varhaisessa vaiheessa tervehdyttämisen piiriin on kaikkien osapuolten etu, ja **FK:n** mukaan velkakonversio edesauttaisi tätä. Velkakonversion mahdollisuus yrityssaneerauksessa olisi omiaan vähentämään velkojen halua hakea yrityksiä konkurssiin, kun myös osakepääoma jatkossa osallistuisi yrityksen tervehdyttämiseen.

Saneerausmenettelyn aiempaa suuremman tasapuolisuuden johdosta ongelmat voitaisiin yhteistuumin hoitaa aiempaa aikaisemmassa vaiheessa ajautumatta konkurssiin saakka. Osakepääoman ja velkapääoman osallistuminen yrityksen tervehdyttämiseen nykyistä tasapuolisemmin on myös Euroopan komission direktiiviehdotuksessa varhaisen vaiheen saneerauksesta ja toisesta mahdollisuudesta edellytetty periaate. Joukkolainamarkkinoiden kilpailukyvyyn ja oikeusvarmuuden turvaamiseksi velkakonversiomahdollisuus tulisi kuitenkin **FK:n** mukaan omaksua kansalliseen lainsäädäntöön jo ennen lopullisen direktiivin toimeenpanoa. Julkisuudessa on esitetty uhkakuvia YSL:n muuttamisen johtamisesta siihen, että velkojat ”kaappaavat” pk-yrityksen. Uhakuva on kuitenkin perusteeton, koska yrittäjävetoisen pk-yrityksen liiketoiminta on tavallisesti erittäin riippuvainen omistajayrittäjän panoksesta. Lisäksi useimpien finanssialan toimijoiden tavoitteisiin taikka liiketoimintaan ei kuulu määräysvalan hankkiminen kohdeyhtiöstä. YSL:n muuttamisen vaihtoehdoksi on esitetty AML:n muuttamista, jolloin velkakonversion mahdollisuus rajautuisi yksinomaan pörssiyhtiöihin ja listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoihin. **FK** pitää kuitenkin ensisijaisena vaihtoehtona YSL:n täsmentämistä, koska olisi selkeintä säätää velkakonversiosta YSL:ssä. Yritysten lainsäädännöllisen kohtelun tulisi olla sama velkainstrumentista taikka yhtiöstä (listaamaton tai listattu) riippumatta. Soveltamisalan rajaaminen voisi **FK:n** mukaan merkitä sääntelykehikon vaihtumista tarpeettomasti yrityksen elinkaaren ja kehityspolun varrella.

Hannes Snellman katsoo, että muistiossa on ansiokkaasti mietitty mahdollisuuksia joukkolainamarkkinoita koskevan lainsäädäntöympäristön kehittämiseksi ja pitää lakiluonnoksia lähtökohtaisesti kannatettavina. Säädetävissä laeissa sekä niihin liittyvässä lainvalmistelussa olisi kuitenkin kiinnitettävä, erityisesti oikeustilan selvyiden kannalta, vielä huomiota seuraaviin seikkoihin. Keskeisin ehdotus liittyy maksukyvyttömyysoikeuteen ja sillä pyritään täsmentämään edellytyksiä velkakonversioon eli yhtiön velan muuttamiseen osakkeiksi saneerausmenettelyyn asetetussa osakeyhtiössä. Velkakonversio toteutettaisiin ehdotuksen

mukaan lisäämällä YSL:iin uusi 44.5 §, jonka mukaisesti saneerausohjelmassa voidaan yhtenä vaihtoehtona määrätä, että muiden kuin vakuusvelkojien velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Lisäksi on valmisteltu myös vaihtoehtoinen muutosehdotus AML:n, LLL:n ja VYL:n muuttamiseksi, joissa YSL:n muutos korvattaisiin rahoitusmarkkinasäädösten muuttamisella, jolloin muutos koskisi vain pörssi-yhtiötä tai liikkeeseenlaskijaa, jonka joukkolaina on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Ehdotus velkakonversiosta ei ollut yksimielinen, vaan asiasta annettiin eriäviä mielipiteitä. Ehdotus velkakonversiosta liittyy keskeisesti Euroopan komission direktiiviehdotukseen. Muistion perusteluissa on ansiokkaasti käsitelty OYL:n muutostarvetta arvioineen OM:n 18.5.2016 julkistamaa muistiota sekä siitä saatuja lausuntoja. **Hannes Snellman** viittaa erityisesti Ison-Britannian lainsäädäntöön sisältyvän *Scheme of Arrangement* -menettelyn kaltaisen yritysjärjestelymenettelyn sisällyttämiseen OYL:iin. Ison-Britannian yhtiölain (*"Companies Act"*) säännökset sisältävät myös sellaista maksukyvyttömyyssäätelyä, jonka voidaan Suomessa arvioida kuuluvan pääosin YSL:n piiriin. Myös tuomioistuinten erilainen toimivalta, tuomioistuinkäytäntö ja resurssit on otettava huomioon, kun arvioidaan tällaisen menettelyn toimivuutta Suomessa. OM:n lausuntoyhteenvedossa OYL:n arviomuistiosta todetaan enemmistön asiasta lausuneista lähtökohtaisesti kannattaneen *Scheme of Arrangement* -menettelyn ottamista Suomen lainsäädäntöön ja/tai asian selvittämistä jatkovalmistelussa. Lainvalmistelussa on joka tapauksessa hyvä pyrkiä ennakoimaan tulevan direktiivin velvoittavat säädökset sekä seurata direktiiviehdotuksen käsittelyä. Direktiiviehdotuksen huomiointi velkakonversiosäädösten valmistelussa saattaisi myös **Hannes Snellmanin** mielestä keventää niitä huolia, joita liittyi muistiosta annettuihin eriäviin mielipiteisiin.

Direktiiviehdotuksessa velkakonversio katsotaan sinänsä mahdolliseksi menettelyksi säädöksissä mainituin edellytyksin, mutta ehdotus konversiosta tulee direktiiviluonnoksen 11 ja 12 artiklan mukaisesti olla lähtökohtaisesti velallisen tekemä tai hyväksymä, minkä lisäedellytyksen mukaisen ehdon sisällyttäminen mahdolliseen tulevaan lakiehdotukseen direktiivin mukaisten muiden edellytysten ohella voisi arvioida merkittävästi pienentävän muistiosta jätettyihin eriäviin mielipiteisiin sisältyviä epäilyjä velkakonversion toimivuudesta omistajien oikeussuojan näkökulmasta. Konversiota koskevien käyttötilanteiden riittävän huolellinen kuvaaminen lain perusteluissa palvelisi myös tavoitetta, jonka mukaisesti lainkäyttäjille tulisi selkeämpi ymmärrys velkakonversion käytöstä enemmänkin poikkeuksellisissa tilanteissa.

Mahdollista velkakonversiota koskeva lainvalmistelu on ymmärrettävästi haastavaa, aiheesta on käyty vuosikymmeniä keskustelua kansainvälisten insolvenssioikeuden asiantuntijoiden parissa.¹ Keskustelun keskeisin ongelma ei liity niinkään siihen, mikä maksunsaantimielessä olisi ns. *"absolute priority rule"* vaan käytetäänkö periaatetta ennen varsinaista konkurssimenettelyä, sekä käyttöön liittyvän arvonmäärityksen haasteellisuuteen tilanteissa, joissa yritys jatkaa toimintaansa lähtökohtaisesti myös ilman järjestelyyn liittyvää myyntiprosessia. Direktiiviehdotuksen perustelujen 18 kohta määrittää edelleen keskeisen periaatteen direktiivin lähtökohdaksi: *"kansallisten ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteisiin olisi sisällytettävä joustavat menettelyt, joissa tuomioistuinmuodollisuudet rajoitetaan ainoastaan niihin, jotka ovat tarpeen ja oikeasuhtaiset velkojien ja muiden sellaisten asianosaisten etujen suojaamiseksi, joihin tilanne todennäköisesti vaikuttaa."* Mietittäessä mainittua perustelua voimassa olevan YSL:n kannalta on **Hannes Snellmanin** mielestä huomattava, että suomalainen yrityssaneerausmenettely on nykyisellään kokonaisvaltainen kaikkiin yrityksen velkoihin kohdistuva menettely, jota direktiiviehdotuksen tavoitteen mukaisesti pitäisi edelleen kehittää mahdollistaen esim. yksittäiseen yhtiön velkaan kohdistuva menettely tilanteessa, jossa muiden yhtiön velkojien asemaan ei lainkaan puututtaisi.

Vaihtoehtoisena mallina olisi kehittää *Scheme of Arrangement* -tyyppinen menettely Suomen yhtiöoikeuteen, joka toimisi yhtiön velkoja koskevien järjestelyjen ohella myös yhtiön osakepääomaa koskevissa uudelleenjärjestelytilanteissa, erityisesti helpottaen delistaus-

¹ Ks esim.: *Douglas Baird & Donald S. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, Yale Law Journal 8/2006, s 1930-1970.

menettelyjä. Direktiiviehdotus, OM:n arviomuistio OYL:n kehittämisestä sekä muistio nivoutuvat olennaisesti yhtenäiseksi kokonaisuudeksi. OM:n direktiiviehdotusta koskeviin neuvottelutavoitteisiin kuuluu, että kansallisen yrityssaneeraus- ja yhtiöoikeuden rajapinnan arviointiin tulisi jättää riittävästi liikkumavaraa. Tämä tavoite on viisaasti mietitty lähtökohta, joka luo pohjaa myös hyvälle omalle lainsäädäntötyöllemme. Vastaavasti on perusteltua argumentoida, että lainvalmistelu asiassa olisi tarkoituksenmukaista tehdä kokonaisvaltaisesti sekä yhtiö- että yrityssaneeraus-oikeuden alueiden kannalta siten, että valmistelu kattaisi direktiiviehdotuksen sekä OM:n arviomuistion OYL:n kehittämisestä siltä osin kuin siinä on viitattu Ison-Britannian lainsäädäntöön sisältyvän *Scheme of Arrangement* -menettelyn kaltaisen yrittäjäjärjestelymenettelyn sisällyttämiseen OYL:iin. Velkakonversioon liittyvää mallia harkittaessa sitä koskeva lainvalmistelu on tärkeää valmistella myös keskeisten intressiryhmien näkemyksiä tasapainoisesti huomioiden. Vastaavia merkittäviä eriäviä näkemyksiä ei tuntuisi olevan harkittavan *Scheme of Arrangement* -yrittäjäjärjestelymenettelyä koskevien säädösten perusteiden osalta. Koko aihealueeseen liittyy myös **Hannes Snellmanin** mielestä valtiosääntöoikeudellisia, Suomen ja EU:n perusoikeuksiin liittyviä ulottuvuuksia erityisesti liittyen oikeuteen oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin sekä omaisuudensuojaan, joihin on hyvä paneutua lainvalmistelussa.

K3 yhtyy muistion johtopäätökseen, että Suomen joukkolainamarkkinoiden toiminnan kannalta on tarpeen mahdollistaa velkojen muuttaminen omaksi pääomaksi myös ilman osakkeenomistajien myötävaikutusta (velkakonversio). **K3:lla** ei ole huomautettavaa ehdotettujen velkakonversiota koskevien säännösten sisältöön. **K3** katsoo, että velkakonversiota koskevat lainsäädäntötoimet tulisi toteuttaa kiireellisesti. Ensinnäkin kansainvälisestä viitekehyksestä poikkeava velkojen asema on omiaan heikentämään Suomen joukkolainamarkkinoiden luotettavuutta ja siten erityisesti kansainvälisen rahoituksen saatavuutta. Toiseksi, keran menetettyä markkinoiden luottamusta on vaikeampi korjata jälkikätein lainsäädäntötoimin. Kuten muistiossa on tunnistettu, velkakonversion mahdollisuus on erityisen tärkeää listattujen joukkolainojen ja niiden joukkolainojen osalta, joissa liikkeeseenlaskijana on pörssi-yhtiö. **K3** yhtyy tähän näkemykseen, mutta haluaa myös muistuttaa, että tilanne, jossa velkojan asema vaihtelee esim. riippuen siitä, onko yhtiö listattu vai listaamaton, ei ole omiaan selkeyttämään sijoittajien/velkojen asemaa eri tilanteissa. Tästä syystä **K3** pitää tärkeänä, että lopullista, laajan soveltamisalan lainsäädäntöratkaisua haetaan ministeriöiden välistä yhteistyötä tiivistämällä.

K3 pitää joka tapauksessa kaikkia muistiossa esitettyjä sääntelyvaihtoehtoja parannuksena nykytilaan. Jatkovalmistelussa tulisikin edetä tavalla, jolla varmistetaan mahdollisuus velkakonversioon mahdollisimman nopeassa aikataulussa. Jos kokonaisvaltaista ratkaisua ei ole mahdollista saavuttaa ilman merkittävää viivettä, velkakonversiosta tulisi joka tapauksessa säätää mahdollisimman pikaisesti – siinäkin tapauksessa, että tämä merkitsisi soveltamisalan rajautumista pörssi-yhtiöihin ja julkisesti noteerattuihin joukkolainoihin. **K3** pitää selvänä, ettei jatkovalmistelua voida tältä osin jättää odottamaan EU:n yhteisötason lainsäädäntöhankkeiden etenemistä. Velkakonversiota koskevat säännökset tulisi sellaisessa tilanteessa säätää kansallisesti koskemaan ainakin pörssi-yhtiöitä ja julkisesti noteerattuja joukkolainoja.

KEVA kannattaa ehdotusta velkakonversion sääntelystä YSL:ssä ja kiirehtii ehdotuksen toteuttamista. **KEVA** pitää ehdotusta keskeisimpänä ja kiireellisimpänä Suomen joukkolainamarkkinoiden kehittämistoimenpiteenä. Erityisesti suomalaisten *high yield* -markkinoiden kannalta on tärkeää, että velkakonversiomahdollisuus säädettäisiin YSL:iin mahdollisimman pikaisesti. On nähtävissä, että huonomman luottokelpoisuuden (BBB>) omaavilla yrityksillä voi olla vaikeuksia saada rahoitusta velkapääomamarkkinoilta Suomessa siksi, että rahoitus on lähtökohtaisesti vakuudetonta ja vakuudetonta velkaa kohdellaan maksunsaantijärjestyksessä tosiasiallisesti viimesijaisena suomalaisessa yrityssaneerausohjelmissa. Tästä aiheutuu velkasijoittajien epävarmuus ja haluttomuus olla mukana niissä emissioissa, joissa huonomman luottokelpoisuuden omaava yritys hakee rahaa suoraan velkapääomamarkkinoilta. Tämä on markkinapoikkeama kansainvälisessä velkapääomamarkkinavertailussa ja tähän tulisi suhtautua erityisellä vakavuudella ja se tulisi korjata

mahdollisimman pikaisesti. Markkinoiden kannalta selkein tapa korjata tämä poikkeama on **KEVA:n** mielestä säätää velkakonversiomahdollisuudesta YSL:ssa.

Kahdesta vaihtoehtoisesta tavasta edetä velkakonversion säätämisessä selkeästi parempi olisi **KEVA:n** mielestä säätää velkakonversiosta YSL:ssa. Velkakonversio tulisi säätää yhdeksi velkajärjestelyn keinoksi, jolloin tätä keinoa olisi mahdollisuus tarvittaessa soveltaa kaikkeen vakuudettomaan velkaan. Näin eri velkalajien yhdenmukaisen kohtelun periaate insolvenssimenettelyssä säilyisi. Toinen esitetty vaihtoehto siitä, että velkakonversiosta säädettäisiin mm. AML:ssa, ei ole markkinoiden kannalta tarkoituksenmukaisin keino asian korjaamiseksi. Tämä vaihtoehto edistää velkakonversion toteutumista, kun on kyse listatuista liikkeeseenlaskuista, mutta sen huono puoli olisi, että samanlainen velka nauttisi eritasoista suojaa saneerausmenettelyssä. Tämä saattaisi ohjata esim. kasvuyritysten halukkuutta lisätautumiseen. Asiassa eteneminen on tärkeää, mutta se tulee tehdä velkapääomamarkkinoiden ja velkojainsuojan periaatteet tunnustaen. Velkakonversion tuominen suomalaiseen oikeusjärjestelmään on erittäin tärkeää, jotta voidaan turvata velkapääomamarkkinoidemme häiriötön toiminta. **KEVA:n** mukaan sekä VM:ssä että OM:ssä tämä näkemys sisällön osalta tunnustetaan. Velkapääomamarkkinoiden luonteen takia asialla on kiire. Velkapääomamarkkinamme ei kestä tilannetta, jossa ne mielletään poikkeavaksi länsimaisesta velkapääomamarkkina-regiimistä. Kotimaisten sijoittajien on entistä vaikeampi perustella sijoituksia suomalaisiin *high yield* -emissioihin, koska epävarmuus velalle tulevasta suorituksesta mahdollisessa vahvistetussa saneerausohjelmassa on niin suuri.

OP pitää tärkeänä, että työryhmä on selvittänyt laajemmin joukkolainamarkkinoiden kehittymismahdollisuuksia. Keskeisimmät uudistustarpeet liittyvät YSL:iin. **OP** on jo aikaisemmin kiinnittänyt huomiota YSL:iin liittyvään rakenteelliseen ongelmaan, joka koskee vakuudettomien velkojen, kuten joukkolainanhaltijoiden kohtelua. Yrityssaneeraustilanteessa tällaisten velkojen saatavat voidaan saneerata ennen oman pääoman ehtoisten sijoittajien saatavia. Tällöin sijoitusten etuoikeusasema ja riski on erilainen kuin mihin kansainvälisillä markkinoilla on totuttu. Tämä tulee varsinkin kansainvälisille sijoittajille yllätyksenä ja vaikuttaa sijoittajien tuottovaateisiin. Kotimaisten yritysten ja sijoittajatahojen näkökulmasta rakenteellinen ongelma hidastaa pienempien yritysten liikkeeseen laskemien korkeamman riskin (*high yield*) yrityslainamarkkinoiden kehittymistä ja siten vaikeuttaa osaltaan rahoituksen saatavuutta.

OP pitää tärkeänä ja tervetulleena ongelman ratkaisemiseksi ehdotusta YSL:n muuttamisesta siten, että saneerausohjelmassa voidaan määrätä, että pääomalainan ja muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Tällöin markkinoillamme voitaisiin tarpeen vaatiessa soveltaa kansainvälisillä markkinoilla käytössä olevaa velkakonversiota. Muistio sisältää eriäviä mielipiteitä velkakonversion vaikutuksista pienimpien yritysten toimintaan. Tässä yhteydessä on **OP:n** mukaan huomattava, että velkakonversion mahdollisuus on tärkeä pääomamarkkinoilla toimiville keskisuurille ja suurille liikkeeseenlaskijayrityksille. Pienimpien pk-yritysten saneerausmenettelyyn konversio ei sovellu toiminnan henkilökohtaisen ja yrittäjävetoisen luonteen vuoksi. Ehdotetussa YSL:n muutoksessa on viime kädessä kysymys velkajärjestelyn keinovalikoiman laajentamisesta. Vaihtoehtoisena ratkaisuna YSL:n muuttamiselle on esitetty velkakonversiosta säätämistä AML:ssa. **OP** pitää tavoiteltavana, että muutokset tehtäisiin ensisijaisesti YSL:iin.

Muistion keskeisin ehdotus koskee ratkaisumallia sellaisessa yrityksen maksukyvyttömyystilanteessa, jossa yrityksen saneerausmenettelyn osana käytettäisiin velkojen muuntamista velallisyhtiön osakkeiksi. **Pörssi** pitää joukkolainamarkkinoiden kehittämisen kannalta tärkeänä tältä osin, että yritysten maksukyvyttömyyttä koskevaa lainsäädäntöämme kehitetään paremmin kansainväliseen käytäntöön sopivaksi ja erityisesti pääasiallisesti käytössä oleviin saneerausmenettelyihin rinnastuvaksi. **Pörssin** mielestä yritysten maksukyvyttömyyttä koskevat sääntelymuutokset tulisi ensisijaisesti toteuttaa siten, että sääntely koskee kaikkia yrityksiä, ilman rajanvetoa yksityisen ja julkisen markkinoiden välillä. Asian jatkovalmistelussa tulisi kiinnittää nyt tehtyä laajemmin huomiota kansainväliseen vertailuun ja siihen, mitä vaikutuksia ehdotetun tyyppisellä velkakonversioratkaisulla olisi oman ja vieraan pääoman haltijoi-

joiden kannalta yleisesti, esim. erikokoisten ja eri kehitysvaiheessa olevien yritysten kannalta ja esim., jos pakkokonversiomahdollisuus koskisi ainoastaan listattuja yhtiöitä. Uudistukset voidaan sinänsä toteuttaa nopeasti ja osamuutoksina, jolloin niiden toteutus edellyttää kuitenkin laajaa ja perusteellista jatkovalmistelua eri osapuolten kesken. Mikäli mahdollista, tällaiset kansallisen sääntelyn muutokset tulisi sovittaa tulossa olevaan EU:n yhtiö- ja maksukyvyttömyyssäntelyn kehittöön valmistelutyön vähentämiseksi jatkossa.

TELA kannattaa ehdotusta velkakonversiomahdollisuuden säätämisestä YSL:iin ja pitää sitä keskeisimpänä kehittämistoimenpiteenä. Ehdotuksen mukaan tuomioistuimella olisi harkintansa mukaan oikeus saneerausohjelmassa määrätä velkapääoman konvertoimisesta osakepääomaksi eli velan muuttamisesta osakkeiksi ilman nykyisten osakkeenomistajien suostumusta silloin, kun yrityksen taloudellisen tilanteen tervehdyttäminen sitä edellyttää.

TELA:n mukaan velkoja joutuu nykyisin osakkeenomistajia heikompaan asemaan yrityssaneerauksessa. Tämä oikeudellinen riski voi johtaa yrityksen rahoituksen saannin vaikeutumiseen tai sen korkoehtojen heikentymiseen. Velkakonversion mahdollisuus yrityssaneerauksessa olisi myös omiaan vähentämään velkojen halua hakea yrityksiä konkurssiin, koska myös osakepääoma jatkossa osallistuisi yrityksen tervehdyttämiseen. Osakepääoman ja velkapääoman osallistuminen yrityksen tervehdyttämiseen nykyistä tasapuolisemmin on myös Euroopan komission direktiiviehdotuksessa varhaisen vaiheen saneerauksesta ja toisesta mahdollisuudesta edellytetty periaate.

Velkakonversion sääntelyä koskeviin ehdotuksiin neutraalisti suhtautuvat lausunnot

Kuntaliitto pitää tarpeellisenä lisätä oikeusvarmuutta Suomen lain alaisten joukkolainojen liikkeeseenlaskuissa ja joukkolainojen hallinnoinnissa lainan voimassaoloaikana sekä mahdollisissa liikkeeseenlaskijan ongelmatilanteissa. Toimivien markkinoiden syntymisen edellytyksenä on selkeä käsitys markkinoita ohjaavista oikeussäännöistä. Etenkin mahdollisia uusia ja pienempiä liikkeeseenlaskijoita tukee se, että Suomessa liikkeeseen laskettavaan ja suomalaisen liikkeeseenlaskijan joukkolainaan sovelletaan Suomen lakia. Keskeiseen rooliin ovat nousseet esitetyt muutokset YSL:iin. Tässä vaiheessa **Kuntaliiton** ei ole tarkoituksenmukaista ottaa kantaa lainvalmistelujärjestykseen sinänsä. **Kuntaliiton** mukaan kuitenkin asian edetessä on tarpeen arvioida, vaikuttaako ja millä tavalla ehdotettu lain muutos ja sen soveltaminen nykyisiin ja tuleviin julkisen sektorin omistuksessa oleviin yhtiöihin. Tällä seikalla on yhteys myös luottoluokitukseen. Jos luottoluokitusta ei ole, sijoittajat kiinnittävät huomiota muihin tekijöihin, esim. oikeudelliseen riskiin. Tällaisten tekijöiden vaikutusta tulee minimoida, sillä sijoittajien (myös kansainvälisten) kannanotot ja luottamus liikkeeseenlaskijoiden toimintaympäristöön ovat oleellisia markkinoiden toimivuuden kannalta.

Velkakonversion sääntelyä koskevia ehdotuksia kritisoivat lausunnot

Velkakonversion sääntelyä koskevia ehdotuksia vastustavat **OM, FIBAN, FVCA, Perheyrietykset, Yrittäjät ja Pörssisäätiö**, jotka pitävät muistiossa tehtyä selvitystä riittämättömänä.

OM toistaa muistioon jättämässään eriävässä mielipiteessä lausutun ja korostaa erityisesti seuraavaa. Muistion mukaan YSL suosii yrityksen omistajia velkojen kustannuksella ja tämän epäkohdan poistaminen on keskeistä joukkolainamarkkinoiden kehittämisen näkökulmasta. Muistiossa käsitellään tätä ongelmaa ja sen mahdollisia ratkaisutapoja laveasti, vaikkakin jossain määrin sekavasti ja erilaisten otsikoiden alla. Muistioon sisältyy lakiehdotus, jonka mukaan YSL 44 §:ää muutettaisiin siten, että saneerausohjelmassa voidaan OYL:n osakeantipäätöstä koskevat säännökset sivuuttaen määrätä velkojen oikeudesta saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi. Vaihtoehtoisesti AML:iin, LLL:iin ja VYL:iin otettaisiin asiallisesti vastaavat, mutta vain pörssiyhtiöitä ja joukkolainan liikkeeseenlaskijoita koskevat säännökset. YSL:n nykyistenkin säännösten mukaan kysymys on yrityksen kokonaisvaltaisesta saneerauksesta eikä vain velkojen järjestelystä.

Tähän liittyen saneerausohjelmassa voidaan jo nykyisin määrätä esim. yrityksen omistusta koskevista järjestelyistä, kuten velan muuntamisesta osakkeiksi. Lisäksi KKO:n käytännössä

on katsottu, että saneerausohjelmassa on otettava huomioon velallisyhtiön velkojien asema suhteessa omistajien asemaan ja asianmukainen riskinjako näiden kesken (KKO 2003:120). Tämä asettaa kyseenalaiseksi sen väitteen, että voimassa oleva YSL – ainakaan oikein tulkituttuna – suosisi yrityksen omistajia velkojien kustannuksella. Voimassa olevan YSL:n mukaan saneerausohjelmassa määrätty omistusjärjestelyt edellyttävät velallisen myötävaikutusta; esim. velan osakkeiksi muuntaminen OYL:n mukaista yhtiön päätöstä suunnatusta maksullisesta osakeannista, jossa merkintähinta kuitataan merkitsijän saatavalla yhtiöltä. Tämäkään ei kuitenkaan sellaisenaan tarkoita, että YSL suosisi yrityksen omistajia velkojien kustannuksella. Jos saneerausohjelman ehdot eivät toteudu, uhkana on käytännössä yrityksen konkurssi, jossa noudatetaan yleisiä maksunsaantijärjestystä koskevia sääntöjä ja jossa velkojat ovat ensisijaisessa asemassa omistajiin nähden.

Muistiossa ei ole riittävällä perusteellisuudella arvioitu, (i) onko joukkolainamarkkinoihin vaikuttavana mahdollisena ongelmana vain nykyisen lain virheellinen soveltamiskäytäntö (jolloin ongelman ratkaisemiseksi tarpeen olisi enintään nykyisen lain selventäminen, jotta KKO:n käytännössä edellytetty omistajien ja velkojien välisen asianmukaisen riskinjoon huomioon ottaminen kävisi laista paremmin ilmi), vai (ii) onko joukkolainamarkkinoihin vaikuttavan ongelman ratkaisemiseksi perusteltua tehdä pidemmälle meneviä muutoksia, kuten säätää vastoin yrityksen omistajien tahtoa tapahtuvasta omistuksen siirtämisestä velkojille muuntamalla velkaa osakkeiksi (ns. pakkokonversio). Tästä huolimatta työryhmä on päättänyt ottamaan muistionsa jälkimmäistä vaihtoehtoa tarkoittavan lakiehdotuksen, vaikka kysymyksessä olisi nykytilaan verrattuna muutos, joka on periaatteellisesti erittäin suuri ja jonka vaikutukset ulottuvat huomattavasti laajemmalle kuin vain joukkolainamarkkinoihin. Tällaisen kauaskantoisen muutoksen asianmukainen valmistelu edellyttäisi asian tarkastelua laajemmin kuin vain joukkolainamarkkinoiden kannalta sekä ylipäätään asian huomattavasti syvällisempää analysointia maksukyvyttömyysoikeuden ja yhtiöoikeuden näkökulmasta. Se edellyttäisi myös kunnollista oikeusvertailua, jollaista ei ole tehty. Asiallisesti kysymys on maksukyvyttömyysoikeudesta ja yhtiöoikeudesta, joita koskevan lainsäädännön valmistelu kuuluu **OM:n** toimialaan. Näin on riippumatta siitä, rajataanko sääntelyn soveltamisalaa toissijaisessa ehdotuksessa tarkoitetulla tavalla. YSL:n mahdollisia muutostarpeita on syytä arvioida tarkemmin muussa yhteydessä siten, että päävastuu valmistelusta on **OM:ssä**. Ennen mahdollisen lainvalmisteluhankkeen käynnistämistä on mm. tarkoituksenmukaista tehdä asiaa koskeva oikeusvertailu.

Lisäksi **OM** toteaa, että Euroopan komissio on antanut direktiiviehdotuksen ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta ja toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta (KOM(2016) 723 lopullinen). Todennäköistä on, että direktiivi tulee aiheuttamaan huomattavia muutoksia YSL:iin. Direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä on syytä arvioida myös muita YSL:iin tarvittavia muutoksia.

FIBAN kiinnittää huomiota erityisesti YSL:n kehittämis ehdotuksiin. Esitetty muutos on voimakkaasti periaatteellinen linjanmuutos, joka vaikuttaa perustavanlaatuisesti omistajan oikeuksiin suomalaisissa yrityksissä. Nykyinen YSL mahdollistaa velkakonversion osana yrityssaneerausta, ja perustuu omistajien ja velkojien yhteiseen sopimukseen. Tämä takaa **FIBAN:n** mielestä parhaat kannustimet kaikille osapuolille neuvotella elinkelpoiselle yritykselle saneerausratkaisu, joka on tasapuolinen kaikkien kannalta, ja varmistaa yrityksen arvon säilyttämisen. Tämän mekanismin toimivuudesta on Suomessa hyviä kokemuksia, mistä ovat todisteena useat yrityssaneerauksen jälkeen uuteen menestykseen nousseet kasvuyritykset. Ehdotettu muutos lainsäädäntöön sen sijaan avaa ovet velkojan aggressiiviselle käytökselle, jossa velkoja antaa yrityksen ajautua saneerausmenettelyyn ja tätä kautta pakkokonversioon sen sijaan, että pyrkii ratkaisemaan ennakoitavissa olevan maksukyvyttömyystilanteen vapaaehtoisuuteen perustuvien järjestelyin.

Kasvuyritysten rahoitusmarkkinat Suomessa ovat kehittyneet ja monipuolistuneet voimakkaasti 2010-luvulla, ja erityisesti velkapääoma on palannut jälleen realistiseksi vaihtoehdoksi näille yrityksille. Tämä on tarkoittanut menestyville kasvuyrityksille entistä tehokkaampia, eri kehitysvaiheita tukevia rahoitusratkaisuja, jossa velkainstrumentteja yhdistetään oman pää-

oman sijoituksiin. Tämä on pääsääntöisesti positiivinen kehitys. Se tuo kuitenkin mukanaan riskin epäsuhteisesta neuvotteluasemasta kasvuyrityksen ja velkojan välillä. Kasvuyritysten arvo perustuu lähes poikkeuksetta vahvaan aineettomaan pääomaan, IP:hen (*intellectual property*). Se on luonteeltaan hyvin erilainen kuin perinteiset investoinnit esim. vakuusmateriaaliksi kelpaaviin koneisiin ja laitteisiin. IP on erityisen herkkä ulkoisille ja sisäisille riskeille, kuten kiistoille IP:n omistuksesta. Nämä itsessään voivat aiheuttaa yrityksen ajautumisen maksuvaikeuksiin ja romahduttaa yrityksen arvon. Velan konvertointi omistukseksi ilman omistajan suostumusta sulkisi käytännössä velkainstrumentit pois valikoimasta juuri IP:n luontaisen herkkyyden takia. Tämä taas rajoittaisi **FIBAN:n** mielestä yritysten kasvumahdollisuuksia.

Kasvuyritysten perustajat ovat ottaneet myös suuren henkilökohtaisen riskin yrityksensä menestymisen varmistamiseksi, ja ovat siksi ansaitusti niiden merkittävimmät omistajat. Lisäksi yritys on usein rakennettu heidän visiolleen ja voi olla mahdotonta jatkaa yritystoimintaa ilman heidän panostaan. Yrityksen perustajat ovat parhaat henkilöt luotsaamaan yritys-saneerauksen läpi ja uuteen kasvuun, ja heidän oikeuksiaan omistajina ei tule riskeerata. Euroopan komission direktiiviehdotus yritysten maksukyvyttömyyssäätelyn harmonisoimiseksi lähtee siitä, että vaikeuksissa olevan yrityksen mahdollisuuksia uudelleenjärjestelyyn mahdollisimman varhaisessa vaiheessa on parannettava, ja että yrittäjälle suodaan toinen mahdollisuus, jos järjestely kuitenkin epäonnistuu. Direktiiviehdotus ei suoraan sisällä pakkokonversiota. Ehdotuksen kannatettavana tavoitteena on varmistaa, että Euroopan tulevaisuuden kannalta elintärkeät pienet ja keskisuuret yritykset saavat parhaat selviytymisen mahdollisuudet taloudellisissa vaikeuksissaan. **FIBAN** katsoo, että muutoksia velkakonversiosta ei tule tehdä kummallakaan esitetyllä tavalla. Keinotekoisien yrityksen kokoon tai listautumiseen liittyvien lainsäädännön kynnysten luominen muodostuisi suomalaisen yrityksen listautumisen ja kasvun esteeksi. Kasvuyrityksen alkuvaiheen terve arvonkehitys riippuu sen tulevaisuuden mahdollisuuksista eri rahoitusmahdollisuuksien hyödyntämiseen ilman kynnysyksiä. Mitään kannustinesteitä ei tule luoda kasvuyrityksen tielle sen kehityksen eri vaiheissa koosta riippumatta. Jos lakia halutaan kehittää johonkin suuntaan, tulee muutosten vaikutus koko yrityskenttään selvittää kokonaisuutena. Esitetyillä muutoksilla on merkittävä vaikutus kaikkiin yrityksiin, aina *startup*- ja kasvuyrityksistä lähtien. Lisäksi vertailu kansainväliseen tilanteeseen tulee samassa yhteydessä selvittää perusteellisesti.

FVCA katsoo, että YSL:n lähtökohtiin ehdotetaan tehtäväksi merkittäviä periaatteellisia muutoksia, joilla voi olla kuitenkin työryhmän tavoitteiden vastaisesti kielteisiä vaikutuksia yritysrahoituksen saatavuuteen. Ehdotusta ei pidä toteuttaa esitetyllä tavalla puutteellisten vaikutusarviointien vuoksi, vaan YSL:n mahdollisista muutostarpeista on tehtävä laaja-alaiset vaikutusarviointit eri näkökulmista. YSL:n muutokset merkitsisivät **FVCA:n** mielestä sitä, että osakkeenomistajan asemaa muutettaisiin nykyiseen sääntelyyn ja velkoihin nähden aikaisempaa heikommaksi. Ehdotuksen ideana on, että saneerausohjelmassa voitaisiin määrätä velkojen muuttamisesta osakepääomaksi ilman osakkeenomistajan suostumusta, mikäli yrityksen taloudellisen tilanteen tervehdyttäminen sitä edellyttää. Ehdotus vaikuttaa perustavanlaatuisesti omistajan oikeuksiin ja siten myös oman pääoman ehtoisten sijoittajien asemaan suomalaisissa yrityksissä. Asiassa on **FVCA:n** mielestä kyse periaatteellisesti merkittävästä kysymyksestä, jota tulisi arvioida huolella eikä pelkästään joukkolainamarkkinoiden näkökulmasta, vaan laaja-alaisesti eri näkökulmista ja ottamalla huomioon ehdotuksen vaikutukset eri osapuoliin ja muihin kasvuun tukeviin rahoitusmuotoihin, kuten oman pääoman ehtoihin sijoituksiin, joita ovat mm. pääomasijoitukset. **FVCA:n** tilastojen mukaan suomalaisiin kasvuyrityksiin sijoitettiin vuonna 2015 yli miljardi euroa. Suomalaisiin kasvuyrityksiin sijoitetusta miljardista eurosta kypsemmän vaiheen yrityksiin sijoitettiin yhteensä 923 miljoonaa euroa ja aikaisen vaiheen *startup*- ja kasvuyrityksiin 122 miljoonaa euroa (*Venture capital* ja *buyout* -sijoitukset). Pääomasijoitusten määrä on kasvanut vuosittain ja tätä kehitystä tulisi ennemmin tukea kuin heikentää. **FVCA** pitää toimivia rahoitusmarkkinoita erittäin tärkeänä tekijänä Suomen talouskasvun kannalta ja kannattaa tämän vuoksi asian selvittämistä laaja-alaisesti eri näkökulmat huolellisesti huomioiden. Muistiossa tehty selvitys ei ole riittävä. Laadukkaan sääntelyn varmistamiseksi asiassa tulisi ottaa aikalisä kunnollisten vaikutusarvioiden tekemiseksi ja parhaiden ratkaisujen löytämiseksi Suomen kasvuyrityksiä ja markkinakehitystä tukien.

Perheyritykset katsovat, että esitys sisältää muutosehdotuksia, jotka toteutuessaan heikentävät oman pääoman asemaa ja kannustimia yrittäjyydelle sekä voivat toimia yrityksen kasvun esteinä. Näin ne eivät toteuta työryhmälle asetettuja tavoitteita. Näihin syihin vedoten **Perheyritykset** vastustavat ehdotusta sallia yrityksen saneeraustilanteessa velkakonversio ilman osakkeenomistajan suostumusta. Kysymys pakollisesta velkakonversiosta yritys-saneeraustilanteessa on luonteeltaan periaatteellinen ja **Perheyritykset** vastustavat pakollisen velkakonversion molempia ehdotettuja vaihtoehtoja. Pakkokonversion sallimisen vaikutuksia tulisi pohtia huolella. Rahoitusmarkkinakriisin syvimät juuret piilevät velkarahoitusta suosivassa eurooppalaisessa sääntelyssä ja verotuksessa. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen ja omistajuuden roolin vahvistaminen on edellytys rahoitusmarkkinoiden vakauden varmistamiseksi ja makrotalouden voimakkaiden suhdannevaihteluiden tasoittamiseksi. Periaatteellisen kysymyksen ratkaisu edellyttäisi työtä, joka keskittyy nimenomaan YSL:n uudistamiseen.

Työssä tulisi **Perheyritysten** mielestä laajasti arvioida kaikki YSL:n kehitystarpeet, ml. saneerausprosessin nopeuttaminen, sekä analysoida olemassa olevat kansainväliset käytännöt ja pääomamarkkinoiden muuttunut luonne rahoitusmarkkinakriisin jälkeen. On huomiotava, ettei pakollisen velkakonversion rajaaminen pörssiyhtiöihin ja listattujen joukkolainojen liikkeeseenlaskijoihin poista periaatteellista ongelmaa. Sen sijaan se synnyttäisi uuden lisäesteen yritysten listaamiselle, joka osaltaan rajoittaisi yritysten mahdollisuutta hakea uutta pääomaa laajemmilta markkinoilta kasvua varten. YSL:n muutostarvetta velkakonversion sallivaksi perustellaan mm. Talvivaaran vaikeuksilla yrityssaneeraustilanteessa. Talvivaara esimerkkinä velkakonversion tarpeellisuudesta ei päde suurimpaan osaan yrityksiä. Talvivaaran tapaus on **Perheyritysten** mielestä luonteeltaan suurten pankkien vakavaraisuuskriisien kaltainen, sillä sen konkurssi olisi aiheuttanut merkittäviä negatiivisia ulkoisvaikutuksia, jotka olisivat langenneet veronmaksajien maksettaviksi. Tällaisten yritysten omistajien neuvotteluasema on tavallista vahvempi maksuvaikeustilanteessa. Tämä ei kuitenkaan päde suurimpaan osan yrityksiä eikä siksi voi olla peruste lain muutokselle, joka koskisi tavallisia listautuneita tai listautumattomia yrityksiä. Normaalin yrityksen tapauksessa velkojan neuvotteluasema on erittäin vahva. Velkoja voi vaatia yrityksen asettamista konkurssiin, mikäli saneerausohjelman ehdoista ei päästä sopuun omistajan kanssa.

Koska velkakonversio on jo nykyainsäädännön puitteissa mahdollista asettaa saneerausohjelman ehdoksi, ei tarvetta muutokselle ole. Sen sijaan esitetty muutos lainsäädäntöön mahdollistaa velkojan aggressiivisen käytöksen, jossa velkoja antaa yrityksen ajautua saneerausmenettelyyn ja tätä kautta pakkokonversioon sen sijaan, että pyrkii ratkaisemaan ennakoitavissa olevan maksukyvyttömyystilanteen vapaaehtoisuuteen perustuvien järjestelyin. Tavoitteena tulisi kuitenkin olla nopea reagointi maksukyvyttömyyden ehkäisemiseksi. Muutoksia, jotka heikentävät kannustimia ennaltaehkäisevään toimintaan, on syytä välttää, sillä ne samalla heikentävät yrittämisen kannustimia ja yrityksen omistajan halukkuutta kasvattaa yritystoimintaa. Suomi hyötyy Euroopan yhteisten pääomamarkkinoiden kehittämisestä. Euroopan komission direktiiviehdotus yritysten maksukyvyttömyyssääntelyn harmonisoimiseksi ei edellytä pakkokonversiota.

Lisäksi on huomiotava, että yksi keskeisiä tavoitteita EU-lainsäädännön valmistelussa on antaa yrittäjälle nopeasti uusi mahdollisuus harjoittaa yritystoimintaa. Myös Suomen on arvioitava nykyinen YSL uudelleen yrittämisen nopeuttamisen näkökulmasta. Suomen tulisi **Perheyritysten** mielestä edetä yhdessä muiden EU-maiden kanssa yhtenäisten käytäntöjen kehittämiseksi. Näin ollen tarkastelu on perusteltua tehdä samassa aikataulussa EU-tason säädösvalmistelun kanssa. Yrittäjän kannustimet viedä yritystoimintaa kunnianhimoisesti eteenpäin ovat suoraan riippuvaisia hänen roolistaan ja määräysasemastaan yrityksen omistajana. Yrittäminen vaatii aina suurta riskinottoa ja rohkeutta myös epäonnistua. Vaikka suomalaisessa asenneympäristössä on vielä paljon kehitettävää, nykyinen YSL on toiminut Suomessa varsin hyvin. Tästä ovat todisteena useat yrityssaneerauksen jälkeen menestyneet yritykset. Lainsäädäntöä tulisi **Perheyritysten** mielestä edelleen kehittää niin, että riskinotto ja uudelleen yrittäminen olisivat myös meillä aikaisempaa houkuttelevampia vaihtoehtoja. On selvää, että menestyksen varmistamiseksi yritys tarvitsee velkarahoitusta. Velko-

jan asemaa ei saa tarpeettomasti heikentää, sillä tämä heikentää rahoituksen saatavuutta. Lainsäädännön tulisi taata kuitenkin tasaisempi pelikenttä kuin se, minkä pakkokonversion kaltaiset välineet saavat aikaiseksi. Tavoitteena tulisi aina olla suunta kohti epäonnistumisen ja uudelleen yrittämisen sallivaa kulttuuria sekä yrityksen, ja samalla kansantalouden arvon kasvattamisen kannalta paras vaihtoehto.

Pörssisäätiö vastustaa tehtyjä esityksiä. Työryhmätyöhön osallistunut Pörssisäätiön edustaja on jättänyt eriävän mielipiteensä muistioon, jossa tarkemmin perustellaan eriävää mielipidettä. YSL:iin esitetään muutosta, jonka mukaan velkojalla olisi oikeus muuttaa velkansa osakkeiksi saneeraustilanteessa kuulematta osakkeenomistajaa. **Pörssisäätiö** muistuttaa, että velan muuttaminen osakkeiksi saneeraustilanteessa on mahdollista nykylainsäädännön mukaankin. **Pörssisäätiö** pitää erittäin tärkeänä sitä, että osakkeenomistajia kuullaan. Esi-tettävä muutos vaikuttaa osakkeenomistajan asemaan merkittäväällä tavalla negatiivisesti. Näin suurta muutosta ei tule tehdä ilman kattavaa kansainvälistä vertailua sekä kotimaista vaikutusarviota. **Pörssisäätiö** pitää välttämättömänä, että asiaa selvitetään syvällisesti ennen näin merkittävien muutosten esittämistä.

Muistiossa esitetään kaksi vaihtoehtoista mallia. **Pörssisäätiö** vastustaa kumpaakin. Ensimmaisessä vaihtoehdossa muutettaisiin kaikkien yritysten saneerausmenettelyä, toisessa vaihtoehdossa muutos koskisi vain pörssiyhtiöitä. **Pörssisäätiö** vastustaa sitä, että menettelytapa saneeraustilanteessa olisi erilainen listaamattomilla ja listatuilla yrityksillä. Tämä johtaisi perusteettomaan listautumiskynnykseen. Kotimaisten kotitalouksien oikeuksien näkökulmasta on muistettava, että kotitaloudet ovat pörssiyhtiöissä lähinnä osakkeenomistajina, eivät velkojina. Esitys heikentäisi merkittävästi nimenomaan kotitalouksien etuja perusteettomalla tavalla ja siten mahdollisesti heikentäisi pienten sijoittajien kiinnostusta toimia aktiivisesti pääomamarkkinoilla. Esitettyä muutosta ei pidä tehdä.

Yrittäjien mielestä työ sisältää YSL:n osalta pahan valuvian, joka uhkaa muuten ansiokkaan työn tavoitteita. Ehdotettu muutos, että YSL:iin lisätään uusi 44.5 § yrittäjälle pakollisesta velkakonversiosta, koskisi suurta joukkoa yrityksiä, kuten yksityisiä elinkeinonharjoittajia, osakeyhtiöitä, henkilöyhtiöitä sekä yhdistyksiä. **Yrittäjät** vastustavat pakolliseen velkakonversioon johtavaa lainsäädäntökehitystä ja muistuttavat, että YSL mahdollistaa sen, että saneerausohjelman ehdoksi asetetaan velkakonversio. Jos omistaja ei ehtoon suostu, vaihtoehtona on konkurssiin asettaminen. **Yrittäjät** eivät näe perustelluksi, että asiasta säädettäisiin pakottavasti lain tasolla. Ehdotuksessa ei ole arvioitu velkakonversion vaikutuksia pieniin ja keskiuuriin yrityksiin tai vaikutuksia yrittäjävetoisen toiminnan tervehdyttämiselle. Pakkoon johtava lainsäädäntökehitys ei tue yrittäjän elinkeinovapautta, Euroopan komission ajamaa lakialoitetta yrittäjän uudesta mahdollisuudesta tai tue rahoittajan ja yrittäjän sopimussuhteen tasapainoa.

Yrittäjät korostavat, että pääomamarkkinoihin liittyvää lainsäädäntöä, ml. YSL, tulee kehittää erityisesti pienille ja keskiuurille yhtiömuotoisille yrityksille sopivammaksi. Joukkolainamarkkinoita tulee kehittää niin, että nykyistä pienemmät osapuolet voivat jatkossa olla nykyistä paremmin edustettuina sekä liikkeeseenlaskijoina että sijoittajina. Lainsäädännön kehittämisessä on syytä ottaa huomioon uusien instrumenttien ja markkinoiden kehitys. Koska suurempana tavoitteena on eurooppalaisten pääomamarkkinoiden edistäminen, tarkastelu on perusteltua tehdä samassa aikataulussa EU-tason säädösvalmistelun kanssa. Euroopan komission direktiiviehdotus ei edellytä pakkokonversiota. Tässä yhteydessä mahdollisesti toteutettavia kansallisia maksukyvyttömyyslainsäädännön muutoksia tulee arvioida kokonaisuutena, ei yksittäisinä ja irrallisina toimenpiteinä. Maksukyvyttömyyttä koskevassa lainsäädännössä on **Yrittäjien** mukaan sovittava yhteen useita yhteiskunnallisia intressejä. Lainsäädännön tulee turvata velkojien oikeuksien ja sitä kautta markkinoiden toiminta sekä rahoituksen saatavuus. Samaan aikaan lainsäädännöllä tulee huolehtia siitä, että velallisella on mahdollisuus selviytymiseen ja että taloudellisesti elinkelpoisia yrityksiä kannustetaan toteuttamaan uudelleenjärjestelyjä jo varhaisessa vaiheessa maksukyvyttömyyden ehkäisemiseksi.

Suomella ei ole varaa menettää yhtään yritystä ja yrittäjää väliaikaisen maksuvaikeuden tai turhan konkurssin vuoksi. Suurin osa Suomessa vireille tulevista yrityssaneerauksista koskee pieniä yrityksiä. Tilastokeskuksen mukaan vuonna 2015 yrityssaneeraukseen hakeutuneissa yrityksissä työskenteli keskimäärin 9,0 työntekijää. Näille yrittäjävetoisille yrityksille ehdotetun kaltainen velka-omistajuudeksi -ajatus ei ole mielekäs vaihtoehto. Päinvastoin näissä tilanteissa itse saneerausmenettelyä tulisi yksinkertaistaa. Asiassa esitetyissä huomioissa ei **Yrittäjien** mukaan ole käsitelty lainkaan pienten yritysten näkökulmaa eikä sitä, minkälaisia konkreettisia ongelmia on esiintynyt. Asiaa pitäisi avata sekä selvittää huomattavasti laajemmin.

Ennen mahdollisiin lainsäädäntömuutoksiin ryhtymistä tulee **Yrittäjien** mielestä saada enemmän tietoa siitä, mistä oikeastaan on kysymys, mitä halutaan ja minkälaisia tilanteita varten muutosta oltaisiin tekemässä. Erityisesti pienissä, kapean omistuspuhjan yrityksissä ehdotetun kaltainen menettely voisi johtaa huomattaviin omistusrakenteen muutoksiin. Esim. tilanteet, joissa pienen yrityksen velkojana on iso rahoituslaitos tai yksi suuri velkoja, voisivat johtaa menettelyyn, joissa velkojan kannalta olisi kannattavampaa odottaa yrityksen ajautumista saneerausmenettelyyn ja tätä kautta velkakonversioon kuin pyrkiä ratkaisemaan velallisyriksen ennakoitavissa olevaa maksukyvyttömyystilannetta vapaaehtoisuuteen perustuvien järjestelyin. Tämä olisi ristiriidassa sen kanssa, että yrityksen maksuvaikeuksiin tulisi pysyä reagoimaan mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Mitä aikaisemmassa vaiheessa yrityksen maksuvaikeudet havaitaan ja niihin puututaan, sitä paremmat mahdollisuudet yrityksellä on korjata maksuvaikeuksien syyt ja sopia erilaisista järjestelyistä velkojien kanssa.

Lisäksi on huomattava, että yrityksen liiketoiminnan on lain mukaan oltava jatkamiskelpoista, jotta se ylipäänsä voisi päästä lain mukaiseen yrityssaneeraukseen. **Yrittäjät** eivät pidä perusteltuna, että YSL:iin lähdetäisiin tekemään nyt esitetyn kaltaisia yksittäisiä muutoksia. Mikäli YSL:n tarkastelua tehdään, tulee se tehdä laajamittaisesti, lainsäädäntöä ja muutosten vaikutuksia kokonaisuutena arvioiden. Uudistuksen yhteydessä tulisi yksinkertaistaa yrityssaneerausmenettelyä sekä pyrkiä tekemään menettelystä sellainen, että se soveltuisi nykyistä paremmin myös pienille yhtiömuotoisille yrityksille. On tarvetta tehdä myös kattava oikeusvertailu. On tärkeää, että lainsäädännöllä vahvistetaan oman pääoman ehtoisen rahoituksen lisääminen velkarahoituksen sijaan EU:n yhteisen pääomamarkkinaunionin tavoitteiden mukaisesti. Tämä hyödyttää rahoitusjärjestelmän vakautta, kun pääomapohjaltaan vahvistuneet yritykset ovat vähemmän alttiita markkinahäiriöille. Yrittäjän toista mahdollisuutta, omistajuuden merkitystä ja omistajien oikeuksien turvaamista korostetaan myös komission maksukyvyttömyysaloitteessa, mitä ei voida sivuuttaa kansallisella sääntelytasolla.

6. lakiehdotus (arvopaperimarkkinalaki, AML 8 luku)

6 c § Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely

STM ei kannata ehdotettua muutosta, vaan katsoo sen johtavan epäneutraaliin sääntelyyn, koska YSL ei koske luottolaitoksia eikä vakuutusyhtiöitä.

Jos YSL 44 §:n muutosehdotus ei menestyisi, **Asianajajat** katsovat, että vaihtoehtoisesti ehdotettu vastaava AML 8 luvun, LLL 15 luvun ja VYL 6 luvun muutos on hyväksyttävä.

Hannes Snellman viittaa YSL:sta esittämäänsä näkemykseen tarpeesta arvioida ehdotusta laajemmin, erityisesti liittyen Euroopan komission direktiiviehdotukseen. Lainsäädäntötekniisesti **Hannes Snellman** puoltaa maksukyvyttömyysoikeudellisten menettelyjen, ml. mahdollisen velkakonversion, sijoittumista lähtökohtaisesti YSL:iin sekä yhtiöoikeudellisten yritysjärjestelymenettelyjä koskevien kysymysten sijoittumista OYL:iin sekä mahdollisesti muihin yhtiöoikeudellisiin lakeihin, kuitenkin siten, että mahdollista velkakonversiota koskeva sääntely olisi luontaisemmin YSL:ssä.

7. lakiehdotus (laki luottolaitostoinnasta, LLL 15 luku)

12 c § *Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely*

Jos YSL 44 §:n muutosehdotus ei menestyisi, **Asianajajat** katsovat, että vaihtoehtoisesti ehdotettu vastaava AML 8 luvun, LLL 15 luvun ja VYL 6 luvun muutos on hyväksyttävä.

Hannes Snellman viittaa YSL:sta esittämäänsä näkemykseen tarpeesta arvioida ehdotusta laajemmin, erityisesti liittyen Euroopan komission direktiiviehdotukseen. Lisäksi on edelleen hyvä arvioida ehdotuksen soveltuvuutta LLL:iin, erityisesti välttämällä väärinkäsitystä YSL:n soveltumisesta luottolaitokseen.

8. lakiehdotus (vakuutusyhtiölaki, VYL 2 ja 6 luku)

2 luvun 16 § *Liitännäistoiminnan harjoittaminen*

STM kannattaa ehdotettua muutosta ja lähetti lausunnon lisäksi sähköpostitse ehdotuksen säännöksen täsmentämiseksi.

Fiva kannattaa ehdotettua muutosta, joka mahdollistaa sen, että vakuutusyhtiö voi pääasiallisen toimintansa ohella toimia joukkorahoituksen välittäjän edustajana sekä markkinoida ja myydä asiakkaille joukkorahoituksen välittäjän lukuun sen tarjoamia palveluja ja tuotteita.

FK kannattaa ehdotusta vakuutusyhtiöille sallitun liitännäistoiminnan laajentamisesta koskemaan joukkorahoituksen välittäjän palvelujen myyntiä ja markkinointia.

EK toteaa, että muistiossa on esitetty lisäksi eräitä muita markkinaosapuolten esiin nostamia sääntelyn kehittämisehdotuksia. **EK** kannattaa vakuutusyhtiöille sallitun liitännäistoiminnan laajentamista koskevan esityksen eteenpäin viemistä.

Hannes Snellman viittaa YSL:sta esittämäänsä näkemykseen tarpeesta arvioida ehdotusta laajemmin, erityisesti liittyen Euroopan komission direktiiviehdotukseen. Ehdotusta vakuutusyhtiön joukkorahoituksen välitystä koskevasta liitännäistoiminnasta on ehkä hyvä lainvalmistelussa vielä arvioida aiheeseen liittyvän vakuutusyhtiön vastuun näkökulmasta, eli liittykö vakuutusyhtiölle mainittuun toimintaan missä laajuudessa vastuuta välitetystä rahoituksesta sen ohella, mitä säädetään ehdotetussa SipaL:n lisäyksessä. Edelleen on hyvä arvioida säännöksen soveltuvuutta VYL:iin, erityisesti välttämällä väärinkäsitystä YSL:n soveltamisesta vakuutusyhtiöön.

6 luvun 12 b § *Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijan saneerausmenettely*

STM ei kannata VYL 6 lukuun ehdotettua uutta 12 b §:ää, vaan katsoo, ettei VYL:iin tulisi sisällyttää muita yrityksiä kuin vakuutusyhtiöitä koskevaa sääntelyä.

Jos YSL 44 §:n muutosehdotus ei menestyisi, **Asianajajat** katsovat, että vaihtoehtoisesti ehdotettu vastaava AML 8 luvun, LLL 15 luvun ja VYL 6 luvun muutos on hyväksyttävä.

9. lakiehdotus (sijoituspalvelulaki, SipaL 1, 4 ja 10 luku)

Fiva katsoo, että kaikki muistiossa käsitellyt ehdotukset SipaL:n muuttamiseksi tulisi siirtää arvioitavaksi tarkemmin rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin (MiFID II) täytäntöönpanon yhteydessä.

OP katsoo, että eräät aloitteet olisi tarkoituksenmukaisinta kytkeä meneillään oleviin sektorialainsäädännön uudistuksiin, kuten SipaL:iin tehtävät muutokset osana MiFID II -direktiivin uudistamista.

1 luvun 2 § Poikkeukset lain soveltamisalasta

Fiva vastustaa ehdotusta SipaL 1 luvun 2 §:n muuttamiseksi. Toteutuessaan ehdotettu kansallinen lisäsäännös vaikeuttaisi Fivan tavoitetta edistää EU-sääntelyn yhdenmukaista soveltamista koko EU-alueella ja voisi johtaa siihen, että Suomen sääntely poikkeaisi muiden jäsenvaltioiden sääntelystä. **Fiva** pitää tarpeettomana, että SipaL:n soveltamisalaa koskevassa poikkeuksessa nimettäisiin erityisesti yksi ammattiryhmä. Ehdotus ei tuo käytännössä mitään muutosta, sillä toiminnan satunnaisuutta ei arvioida ammattiryhmän vaan toiminnan luonteen perusteella. Ehdotetun säännöksen perustelut ovat lisäksi monilta osin ilmeisessä ristiriidassa muistiossa viitatus komission delegoidun asetuksen kanssa. SipaL:ia sovellettaessa ei siten voisi nojautua säännöksen perusteluihin, vaan säännöstä arvioitaisiin suoraan sovellettavan EU-asetuksen valossa. Sikäli kuin kansallisesti halutaan tehostaa pienten institutionaalisten sijoittajien mahdollisuuksia osallistua joukkolainamarkkinoille mahdollistamalla muistiossa kuvattu menettely, tämä tulisi **Fivan** näkemyksen mukaan toteuttaa SipaL:n soveltamisalapoikkeuksen sijaan esim. MiFID II:n 3 artiklassa säädettyjen kansallisten poikkeusten käyttöönotton kautta.

1 luvun 18 § Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas

Fiva kiinnittää huomiota siihen, että ehdotettu SipaL 1 luvun 18 §:n muutos ei Fivan käsityksen mukaan ratkaise muistiossa kuvattua ongelmaa. Jos ehdotettu säännös otettaisiin SipaL:iin, johtaisi se siihen, että kaikki säätiöt, jotka haluaisivat jatkossakin tulla luokitelluksi ei-ammattimaisiksi asiakkaisiksi, joutuisivat muuttamaan sääntöjään ja rajoittamaan säännöissään sijoitustoimintaansa. Säätiöt toteuttavat säännöissään määrättyä tarkoitusta. Se, että säätiö tarkoituksensa toteuttamiseksi voi harjoittaa sijoitustoimintaa, ei vielä tee säätiöstä ammattimaista asiakasta SipaL 1 luvun 18 §:n 1 momentin 5 kohdan perusteella. Säätiön pääasiallisena toimialana ei ole sijoitustoiminta, vaan sen säännöissä määrätyn hyödyllisen tarkoituksen edistäminen. **Fiva** pitää riittävänä, että tämä seikka todettaisiin hallituksen esityksen perusteluissa.

FK kannattaa ehdotusta merkittävimpien säätiöiden luokittelemiseksi ammattimaisiksi asiakkaisiksi. Merkittävyys kriteerit kaipaavat kuitenkin **FK:n** mukaan jalostamista ja selventämistä, sillä on ongelmallista kytkeä ammattimaisuus yksinomaan siihen, kuuluuko säätiö 50 suurimman säätiön joukkoon.

EK kannattaa ammattimaisen asiakkaan käsitteen laajentamista eräiltä osin koskevan esityksen eteenpäin viemistä.

Pörssisäätiö toteaa, että nyt laissa todetaan, että ammattimaisena asiakkaana pidetään yhteisösijoittajaa, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen. **Pörssisäätiö** pitää nykyistä muotoilua riittävänä. Nykyään ei-ammattimaiseksi luokiteltu asiakas voi pyytää palveluntarjoajalta, että häntä kohdellaan ammattimaisena asiakkaana. Tämän takia **Pörssisäätiö** pitää lisäystä tarpeettomana.

SRNK pitää positiivisena ehdotusta SipaL:n muuttamisesta joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohjan laajentamiseksi ottamalla huomioon säätiöiden asema sijoittajina. **SRNK** pitää myös pienten säätiöiden sijoittajansuojan vahvistamista perusteltuna. SipaL:iin ehdotetuilla muutoksilla joukkolainamarkkinoiden sijoittajapohja halutaan laajentaa, jolloin myös otetaan paremmin huomioon pienten säätiöiden asema sijoittajina uuden säätiölain olettamasääntöjen mukaisesti. Säätiölain 1 luvun 6.1 §:n olettamasäännöksen mukaan sijoitustoiminta oletetaan kaikille säätiöille lähtökohtaisesti sallituksi toiminnaksi, jollei säätiön säännöissä ole toisin määrätty. Muistiossa on katsottu, että sijoitustoimintaa koskeva lakisääteinen olettamasääntö edellyttää säätiöiltä ammattimaisuuden ohella huomattavaa huolellisuutta sijoitustoiminnassa, mikä nostanee säätiöiden aktiivisuutta rahoitusmarkkinoilla, mutta toisaalta saattaa vähentää kiinnostusta osallistua säätiöiden hallintoelimiin. Muistion mukaan tämä liittyy osaltaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen sääntelyyn vaikutusvaltaisteisistä, jolloin säätiön hallituksen jäsenten sidonnaisuuksista seuraa, että arvopaperikauppaa käyvälle säätiölle syntyy ilmoitusvelvollisuuksia. Tähän kannanottoon liittyen tulisi **SRNK:n** mukaan huo-

mioida, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen tulkinta 3 artiklasta, alakohta 26 d, joka määrittelee lähipiirin laajuuden, on vieläkin epäselvä. Epäselvyyttä on edelleen siitä, kuuluvatko johtohenkilön lähipiiriin myös sellaiset yhteisöt, jonka johtotehtäviä hoitaa johtotehtävissä toimiva tai tämän lähipiiriin kuuluva henkilö ilman omistuksellista yhteyttä kyseiseen yhteisöön. Epäselvyyttä aiheuttaa se, että lähipiiriin luettavia yhteisöjä koskevan säännöksen eri kieliversioissa on tulkinnanvaraisuutta. Kyseinen käännösvirheen korjaamista koskeva asia on **SRNK:n** mukaan edelleen EU-tasolla käsittelyssä.

4 luvun 2 § *Sijoituspalvelun tarjoaminen sivuliikettä perustamatta*

Fiva vastustaa ehdotusta SipaL 4 luvun 2 §:n muuttamiseksi. Toteutuessaan ehdotettu kansallinen lisäsäännös vaikeuttaisi Fivan tavoitetta edistää EU-sääntelyn yhdenmukaista soveltamista koko EU-alueella ja voisi johtaa siihen, että Suomen sääntely poikkeaisi muiden jäsenvaltioiden sääntelystä. Ehdotettu muutos puolestaan liittyy laajempaan kysymykseen siitä, minkälainen jäsenvaltioiden rajat ylittävä toiminta on sellaista sijoituspalvelujen markkinointia tai tarjoamista asiakkaalle, joka edellyttää notifiointia tekemistä. On odotettavissa, että arvopaperimarkkinavalvojat pyrkivät ESMAn puitteissa muodostamaan tähän kysymykseen yhteisen näkemyksen. Tällöin ehdotetun kaltaiset kansalliset lisäsäännökset voivat **Fivan** mukaan johtaa siihen, että Suomen sääntely poikkeaa EU-sääntelystä.

Asianajajat kiinnittävät huomiota siihen, ettei ehdotus sisällä aiemmassa valmisteluvaiheessa esillä ollutta laajennusta, jonka mukaan ETA-sijoituspalveluyritysten lisäksi myös OECD:n jäsenmaahan sijoittuneiden sijoituspalveluyritysten (tai vastaavien) ei katsottaisi tarjoavan sijoitus- 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. Ehdotuksen perustelujen (s. 51) mukaan mainitun yhdysvaltalaisen järjestäjän toiminnan katsominen Suomessa toimilupaa edellyttäväksi toiminnaksi olisi erittäin hankalaa, sillä ETA-alueen ulkopuolinen notifiointi ei ole MiFiD I:n mukaan mahdollista. **Asianajajat** katsovat, ettei mainittu lausuma ole riittävä poistamaan nykyistä tulkinnallista epävarmuutta ETA-alueen ulkopuolisten toimijoiden toimiluvan tarpeesta. Oikeusvarmuuden lisäämiseksi asiaa tulisi vähintään sisällyttää perusteluihin yksiselitteisempi kannanotto.

10 luvun 2 § *Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ja markkinoinnissa*

Muistio sisältää myös ehdotuksen, jossa AML:ssa säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltoon viitattaisiin myös SipaL:ssa ja RahKL:ssa. **Fiva** kannattaa sinänsä sitä, että kiellon soveltamisalan ulottuvuutta selvennetään. **Fiva** kiinnittää kuitenkin huomiota muistion lausumaan, jonka mukaan itsesääntelyssä "*voidaan kuitenkin perustellusta ja asianmukaisesti informoidusta syystä poiketa ESMA:n tai Fivan suositusluonteisista ohjeista, joilla ei ole oikeudellista sitovuutta*". Tämä lausuma voi antaa harhaanjohtavan kuvan sikäli, että viranomaisen tulkitsessa ohjeessaan lainsäädännön sisältöä on odotettavissa, että viranomainen myös yksittäistapauksessa tulkitsee lakia ohjeessa esittämällään tavalla. Tällöin itsesääntelyn ja viranomaisohjeistuksen välinen mahdollinen ristiriita ratkeaa viime kädessä tuomioistuimessa.

Asianajajat eivät katso tarpeelliseksi ehdotusta hyvän arvopaperimarkkinatavan soveltumisesta sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamiseen ja markkinointiin. Nykyisen säädännäisen oikeuden (AML:n) perusteella lienee selvää, että arvopaperimarkkinoilla toimiessaan sijoitus- tai oheispalvelun tarjoajan tulee toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Sijoitus- ja oheispalvelujen tarjoamiseen ja markkinointiin soveltuvat omat, erityisesti nykyisen SipaL 10 luvun 2 §:n ilmentämät säännöt ja periaatteet. **Asianajajat** katsovat, että hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymisen kannalta on olennaista, että sen voidaan katsoa soveltuvan nimenomaan toimintaan arvopaperimarkkinoilla (josta toiminta sijoitus- ja oheispalvelujen tarjoamisessa tulee ymmärtää erilliseksi kokonaisuudeksi). **Asianajajien** tiedossa ei ole, että menettelytavoissa asiakassuhteissa olisi ilmennyt sellaisia ongelmia, jotka puol-

taisivat hyvän arvopaperimarkkinatavan ulottamista koskemaan sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista ja markkinointia.

Pörssisäätiö kannattaa lämpimästi SipaL:iin esitettyjä viittauksia liittyen hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen.

10. lakiehdotus (laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä, RahKL 1, 2 ja 4 luku)

1 luvun 3 § *Pörssiin sovellettava muu lainsäädäntö* ja 4 luvun 1 § *Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä*

Asianajajat eivät katso tarpeelliseksi myöskään ehdotusta hyvän arvopaperimarkkinatavan soveltumisesta pörssin toimintaan ja pörssissä toimimiseen tai vastaavasti monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimimiseen (perustelut edellä SipaL 10 luvun 2 §:n kohdalla).

Sen sijaan **Pörssisäätiö** kannattaa lämpimästi RahKL:iin esitettyjä viittauksia liittyen hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen.

2 luvun 26 § *Kaupankäynnin lopettaminen*, 2 luvun 29 § *Arvopaperin poistaminen pörssilistalta* ja 4 luvun 7 § *Kaupankäynnin keskeyttäminen ja lopettaminen*

OP katsoo, että tekniset muutokset, jotka koskevat joukkolainanhaltijoiden edustajan oikeutta hakea kaupankäynnin lopettamista, on perusteltua toteuttaa edustajain yhteydessä.

11. lakiehdotus (laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta, AOJSL 7 ja 8 luku)

12. lakiehdotus (laki arvo-osuustileistä, AOTL 29 §)

13. lakiehdotus (joukkorahoituslaki, JRL)

1 § *Sovellettamisala*

STM ei kannata JRL:iin ehdotettua muutosta, vaan katsoo, että vakuutusyhtiöitä koskeva sääntely tulisi keskittää VYL:iin.

Fiva toteaa, että ehdotetut säännökset VYL:n ja JRL:n muuttamiseksi ovat keskenään ristiriitaisia. Ehdotettu JRL:n muutos sallisi vakuutusyhtiölle toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä. VYL kuitenkin estää vakuutusyhtiöltä toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä, mistä syystä ehdotettu JRL:n muutos on aiheeton.

Muita kysymyksiä

Scheme of arrangement ja OYL:n jatkovalmistelu

Hannes Snellman ehdottaa yrityksen ja sen velkojien oikeuksia sekä toisaalta yrityksen ja sidosryhmien keskinäisiä oikeuksia koskevien säästöjen ”suomalaisesta mallista” valmisteltavaksi hyvän lainvalmistelutraditiomme pohjalta. Suomalaisen keskeisen yritystoimintaan liittyvän lainsäädännön voidaan sanoa seuranneen hyvin kansainvälistä kehitystä ja toteutetun hyvän valmistelun pohjalta. Vuoden 2006 OYL:n merkittäviä muutoksia valmisteltiin asian-
tuntijaperusteisesti kansainvälisiä esimerkkejä käyttäen, samoin on tapahtunut arvopaperimarkkinoita koskevien lainsäädäntöuudistusten sekä vuoden 1993 YSL:n valmistelun osalta. YSL:n säätämisen yhteydessä asiasta annettiin myös kriittisiä lausuntoja, mm. tasavallan presidentti otti poikkeuksellisesti kantaa lain valmisteluun. YSL on kuitenkin toiminut jo kohta neljännesvuosisadan ajan, useimpien markkinaosapuolten kommenttien perusteella, lähtökohtaisesti varsin hyvin. Professori Risto Koulumäki on kuvannut YSL:n olleen säätämisaikojensa tanaan Euroopan moderneimpia ja samalla radikaaleimpia lakeja. Se merkitsi perustavaa

muutosta siinä suhtautumistavassa maksukyvyttömyyteen, joka oli leimannut pohjoismaista ajattelua. Laki saa kiittää synnystään osaksi kansainvälisiä vaikutteita, osaksi Suomen erityisolosuhteita.²

Ehkä nyt tarvittaisiin, Euroopan komission direktiiviehdotukseen perustuen vastaavaa uutta ajattelua, jossa ymmärrettäisiin se keskeinen merkitys, joka liittyy kehittyneen yhtiöoikeuden ja maksukyvyttömyysoikeuden mahdollisimman toimivaan yhdistelmään erityyppisissä velkojen tai osakepääoman uudelleenjärjestelyä edellyttävissä tilanteissa, joille on erityisesti luonteenomaista, että järjestelytarpeet eivät välttämättä liity lainkaan maksukyvyttömyystilanteisiin. Euroopan komission direktiiviehdotus sekä OM:n ja VM:n muistiot yhtäältä OYL:n kehittämisestä ja toisaalta yrityssaneerausjärjestelmämme kehittämisestä joukkolainamarkkinoidemme edistämiseksi liittyvät selkeästi toisiinsa, mikä puoltaisi mainittujen kysymysten koostamista yhtenäiseksi, mahdollisesti asiantuntijatyön pohjalta valmisteltavaksi, kokonaisuudeksi. Tällöin valmistelussa voitaisiin arvioida optimaalista suomalaista mallia sekä yhtiö- että maksukyvyttömyysoikeutemme näkökulmasta. Valmistelussa on myös tärkeä tiedostaa aihealueet, joista eri intressiryhmillä voi perustellusti olla eriäviä näkemyksiä. Taitavalla lainsäädäntöteknisellä valmistelulla näistä voidaan myös löytää sopivia välittäviä malleja, jotka voisivat olla kaikkien keskeisten intressiryhmien hyväksyttävissä.

Asianajajat ovat hiljattain kiinnittäneet huomiota liiallisesta kiireestä johtuviin epäkohtiin lainvalmistelussa.³ Kun kehitetään keskeistä oikeudellista järjestelmäämme, jolla säädellään yhtäältä yrityksen ja sen keskeisten sidosryhmien välisiä oikeuksia sekä toisaalta sidosryhmien osallisten keskinäisiä oikeuksia, valmistelutyö on tehtävä huolellisesti ja maltillisesti eri intressiryhmien näkemykset huomioiden ja mahdollisuuksien mukaan yhteen sovittaen. Suomalaisen mahdollisen yhtiöoikeudellisen yritysjärjestelymenettelyn kehittäminen voisi tapahtua joko Englannin *Companies Act* 2006 säädösten tai luonnostellun eurooppalaisen malliosakeyhtiölain, EMCA:n säädösten pohjalta.⁴ Lakiluonnoksessa tai perusteluissa voisi olla tarpeellisessa määrin viittauksia YSL:iimme jo sisältyviin periaatteisiin, mm. velkojan suojana toimivasta konkurssivertailuperiaatteesta, eli velkojan oikeudesta vastustaa järjestelyä sillä periaatteella, että hänelle ohjelmassa luvattu suoritus on pienempi kuin hän saisi kuvitteellisessa konkurssissa (YSL 53.1 §:n 5 kohta).

Risto Koulu on kuvannut lainkohtaa yksittäisen velkojan suojan peruspilariksi.⁵ Kommentteissa, joihin on liittynyt epäilyjä *Scheme of Arrangement* -menettelyn kaltaisten säädösten mahdolliseen toimivuuteen osana Suomen oikeutta, on erityisesti epäilty suomalaisten tuomioistuinelaitosten osaamista ja resursseja valvoa tällaisia järjestelyjä. Muistiossa on kommentoitu mainittua kysymystä perustellusti: Suomen ja Englannin tuomioistuinelaitosten suurista kulttuurieroista kuitenkin johtuu, että järjestelmän olisi Suomeen sovellettuna prosessina luonteeltaan perustellusti kuuluttava erityistuomioistuimen toimialaan ja siksi luontevaa keskittää yhteen erityistuomioistuimeen, lähinnä markkinaoikeuden toimialaa laajentaen. Yhden valitusportaan rakenteella voitaisiin saada aikaan ammattitaitoinen ja prosessiekonominen menettely. Epäilyjä siitä, etteivät suomalaiset tuomioistuimet osaisi tai uskaltaisi käsitellä tarpeen mukaan myös liiketoimintaan liittyviä kysymyksiä, voidaan kuitenkin pitää liioiteltuina, sillä käsitelläänhän tällaisia kysymyksiä jo nyt, kun ratkaistaan yrityssaneerausprosessissa yrityksen elinkelpoisuutta. Yhden keskitetyn tuomioistuimen ajatus tuntuisi *Scheme*-menettelyjen osalta perustellulta, ehkä näin saisimme samalla suomalaisen rahoitusoikeuden perustaksi oman yhtiöoikeuden. Sijoituspaikka toki voi olla jokin muukin tuomioistuin yhteisö kuin markkinaoikeus. Laki oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa (100/2013) toimii kuitenkin hyvänä prosessuaalisena mallina *Scheme*-menettelyjen oikeudenkäynnille. Markkinaoikeuden tuomiot ovat lähtökohtaisesti suoraan täytäntöön pantavissa ja valitusoikeus on lupamenettelyyn perustuen yksipuolisesti korkeimpaan oikeuteen. Kokeneen High Court -tuomarin esityksessä *Scheme*-menettelyistä Helsingissä järjestetyssä asiantuntijase-

² Risto Koulu: Uudistettu yrityssaneeraus, WSOY Pro, 2007, s. 8.

³ Asianajajaliitto, lausunto 13.1.2017, Tuomioistuimille lisää valtaa perustuslainmukaisuuden tulkintaan.

⁴ Aarhus University Department of Law / Research/Projects/European Model Company Act (EMCA), The European Model Company Act (EMCA) Final Draft 2015, 350 (www.commerciallaw.com.ua/attachments/.../Final%20Draft%20EMCA%20Code.pdf).

⁵ Risto Koulu: Uudistettu yrityssaneeraus, WSOY Pro, 2007, s. 258.

minaarissa korostui erityisesti menettelyn nopeuden merkitys *Scheme*-prosesseissa. Tuore asiantuntijakirjoitus on tiivistänyt hyvin laajempaa tarvetta yhtiöoikeutemme yritysjärjestelymenettelysääntelyn kehittämiseksi: ”Nykyiset omistajaohjausjärjestelmät (*corporate governance*) ovat teollisen aikakauden tuotteita, eivätkä riitä määrittelemään yrityksen sidosryhmi- en suhteita nopeasti kehittyvässä yritystoiminnassa. Yhtiöoikeuden mekanismit eivät enää aina vastaa yritystoiminnan vaatimuksia. Näin on erityisesti kasvuyrityksissä ja sektoreilla, joissa teknologinen kehitys on voimakasta. OYL:n uudistusaloitteessa on tarkoitus tutkia Isossa-Britanniassa käytössä olevan menettelyn soveltuvuutta Suomessa. *Scheme of Arrangement* -menettelyssä yritys- ja rahoitusjärjestelyjen toteuttaminen vahvistetaan tuomiois- tuimen päätöksellä. Tällä lisätään sekä järjestelyjen toteuttamisvarmuutta että sijoittajan- suojaa.”⁶

K3 pitää muistion tapaan tärkeänä, että lainvalmistelussa arvioidaan vaihtoehtoja, joilla luoda toimivia järjestelyjä velkojen uudelleenjärjestelylle ja ennakoiville toimenpiteille, sekä joilla turvata yhtäältä yritystoiminnan jatkuvuus ja toisaalta velkojen asema lähestyvissä maksu- kyvyttömyystilanteissa. **K3** katsoo, että eri asianomistajatahojen oikeussuojan ja näitä kos- kevien oikeusperiaatteiden lisäksi jatkovalmistelussa tulee kiinnittää erityistä huomiota pro- sessitehokkuuteen, jotta menettelyillä saavutettaisiin rahoitusmarkkinoiden kannalta aitoja hyötyjä. **K3** katsoo, että sääntelyvaihtoehtojen jatkovalmistelua tulisi jatkaa. Kuten muistios- sa annetaan ymmärtää, muutostarpeita ei voida järkevästi toteuttaa yksin rahoitusmarkkinoi- den lainsäädäntöä muuttamalla. **K3** pitää siksi luontevana, että sääntelyvaihtoehtojen tar- kempaa määrittelyä jatkettaisiin OYL:n muutostarpeita koskevassa valmistelussa.

Joukkolainamarkkinoiden näkymät Suomessa

Kuntaliitto tarkastelee joukkolainamarkkinoita ja kuntasektorin roolia joukkolainamarkkinoi- den kehittämisessä. Suomessa joukkolainamarkkinoiden toiminta on rakentunut lähinnä ins- titutionaalisten toimijoiden liikkeeseenlaskuihin ja sijoituksiin. Kehitystyön olennainen tavoite olisi sekä liikkeeseenlaskijoiden että sijoittajien lisäys ja monipuolistuminen, sillä joukko- lainamarkkinoiden kehittyminen ylipäänsä edellyttää useiden osapuolien mukaantuloa. Ke- hittämistä ei tule tehdä pelkästään pankkien ehdoilla. Vaihtoehtojen rahoituslähteiden toi- mivuutta tulee kartoittaa, jotta erilaisiin rahoitustarpeisiin voitaisiin paremmin vastata. Jouk- kolainarahoituksen käyttöönottoa vastaan esitettyjä argumentteja tulisi kyetä kumoamaan: työläs, kallista, järjestäminen hankalaa, raskas dokumentaatio, rahoitustarpeiden sovittami- nen, luottoluokitus... Jotta joukkolainarahoitus olisi toimiva ja varteenotettava vaihtoehto, markkinoiden olisi kyettävä sopimaan ainakin sekä minimiliikkeeseenlasku- että sijoitusvaa- timuksien pienentämisestä. Lisäksi tällaisille toimijoille esim. listalleottovaatimusten tulisi olla kevyehköt. Sijoitusten toteutuksessa erityyppisten sijoittajien intressit tulisi olla mahdollista ottaa huomioon. Sijoitukset voitaisiin tehdä joko suoraan tai esim. jonkin keskitetyn menette- lyn (rahasto) kautta.

Joukkolainojen hinnoittelukaan Suomen markkinoilla ei ole kaikilta osin toiminut oikein. Tulisi luoda rakenne, miten tuoton tulisi muodostua sekä minkä mittaisiin lainoihin sijoittajat ovat valmiita. Hintainformaation tulisi olla kuvaavaa ja ajantasaista. Tämän lisäksi myös kaupan- käynnin jälkimarkkinoilla tulisi olla mahdollista pienillä volyyymeilla. Edellä kuvattuihin asiayh- teyksiin liittyy luottoluokitus, jonka roolista on ristiriitaisia näkemyksiä. Pienen toimijan luotto- luokituksen määrittäminen on vaikeampaa kuin suuren yhtiön. Tähänastisessa markkinakäy- tännössä Suomessa luottoluokitus ei ole ollut olennaista, koska kohteiden tunnettuus sijoitta- jien keskuudessa on käytännössä ollut hyvä. Vähittäismarkkinoiden jatkokehittämisen kan- nalta luottoluokitus kuitenkin voisi olla merkityksellistä suuren yleisön luottamuksen kannalta. Se voisi olla vähemmän vaativa, esim. jonkinlainen ”mainerekisteri” tai toimijan luonnetta ko- rostava. Toisaalta vaatimus luottoluokituksesta ei saa muodostua kynnykseksi, vaan sen pi- täisi luoda lisäarvoa sekä markkinoille että markkinaosapuolille, myös kansainvälisille sijoit- tajille. Hyötyjinä kehityksestä on mainittu rahoitusala kokonaisuudessaan sekä liikkeeseen- laskijat, erityisesti suomalaiset pk-yritykset, mutta myös sijoittajat uusien sijoitusmahdolli- suuksien kautta. Myös kuntasektorin näkökulmasta rahoitusmarkkinoiden kehittäminen, yri-

⁶ Klaus Ilmonen: Kuka omistaa yrityksen? *Talouselämä*, 42/2016, s. 60-61.

tysten kasvurahoituksen turvaaminen, pääomamarkkinoiden sääntelyn selkeyttäminen, vakauden ja läpinäkyvyyden lisääminen sekä Suomen kansainvälisen kilpailukyvyyn tukeminen ovat keskeisiä tavoitteita.

Kuntaliiton näkemyksen mukaan EU:n pääomamarkkinaunionin kehittamisestä ja käytännön toteutuksesta olisikin huolehdittava kansallisia erityispiirteitä huomioiden siten, että toimet edistävät kaikkien potentiaalisten uusien toimijoiden rahoitusmahdollisuuksia. Markkinoiden toimivuuden näkökulmasta **Kuntaliitto** tukee myös ajatusta nykyistä vähemmästä, mutta paremmasta ja kevyemmästä EU-sääntelystä, joka olisi otettava huomioon kansallisessa toimeenpanossa. Kaiken kaikkiaan on arvioitava EU-sääntelyn taloudellista merkitystä ja oikeudellisia ulottuvuuksia. On todennäköistä, että tulevaisuudessa sekä kunnat että kuntaomisteiset yhtiöt, samoin kuin vireillä olevan sosiaali- ja terveydenhuollon ja aluehallinnon uudistuksen myötä syntyvät organisaatiot, ovat enenevässä määrin kiinnostuneita hyödyntämään uusia rahoituslähteitä.

Kuntaliitto pitää tärkeänä rahoituskanavien monipuolistumista, joka tukee kuntien ja yritysten (myös kuntaomisteisten) toimintaa ja sen myötä kotimaisten työpaikkojen syntymistä. Jo nyt myös kuntien rahoituksen kehityskuluissa on havaittavissa finanssikriisin jälkeinen luotto- ja vakuutuslaitosten pääomavaatimusten kiristyminen. Kuntatoimijoidenkin kiinnostus on lisääntynyt luottolaitoksista riippumattomiin ja kansainvälisiin rahoituslähteisiin. Finanssikriisistä alkaen kuntien liikkeeseen laskemien joukkolainojen kanta on kasvanut noin 15 % / vuosi. Emissiot ovat toki olleet harvoja, mutta lisääntymässä. Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden merkittävyttä ja toimivuutta erityyppisille toimijoille tulee kartoittaa, jotta erilaisiin rahoitustarpeisiin voitaisiin paremmin vastata. Tällaisessa selvityksessä voi olla mahdollisuuksia myös kuntien ja yritysten yhteistyölle tai ainakin yhteisille intresseille. Esim. liikkeeseenlaskujen ja sijoitusten minimikokojen ratkaiseminen on keskeinen piirre myös kuntien ja kuntaomisteisten yhtiöiden kannalta. Verotusoikeuden omaavina kunnat poikkeavat velallisina liiketoimintaa harjoittavista yrityksistä. Tämä seikka tuo jossakin määrin erilaisen näkökulman sekä liikkeeseenlaskijakenttään että sijoittajille. Näkökulma tulisi ottaa huomioon myös kotimaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittämistyössä etenkin luottoriskimittareiden käytönoton ja kehittämisen arvioinnissa sekä hinnoittelun läpinäkyvyyden kriteereissä.

Säätiöt joukkorahoituksen saajina

Vuoden 2015 lopulla voimaan tullee uudella säätiölailalla haluttiin **SRNK:n** mukaan vahvistaa kansalaisyhteiskuntaa mm. mahdollistamalla uusia toimintatapoja säätiöiden tarkoituksen toteuttamiseksi. Viime vuonna voimaantulleella JRL:lla olisi voitu mahdollistaa säätiöille huomattavasti enemmän toimintamahdollisuuksia. Muistiossa mainitaan, että JRL tarjoaa myös muille kuin yrityksille mahdollisuuden varainhankintaan joukkolainoja liikkeeseen laskemalla, sillä lain 2 §:n 4 kohdassa sanotaan että ”joukkorahoituksen saajalla tarkoitetaan sellaista joukkorahoituksella varoja hankkivaa yritystä, joka ei ole pörssiyhtiö, tai muuta yhteisöä tai säätiötä”. Säätiöiden asema joukkorahoituksen saajina on otettu edelleen huonosti huomioon ilman mitään pitäviä perusteita. Säätiö voi olla elinkeinonharjoittajana joukkorahoituksen saajana, mutta se ei käy ilmi laista, ainoastaan HE:stä. Esitys ei hyödynnä kaikkia joukkorahoituksen mahdollisuuksia yhteiskunnan kehittämiseksi, ja esityksen monet muutokset ovat omiaan luomaan epäselvyyttä säätiöiden asemasta JRL:ssa. Kyseisen lain esitöissä on kuitenkin katsottu, että myös säätiö voi olla joukkorahoituksen saajana elinkeinotoimintansa osalta. Säätiöt eivät siten voi toimia joukkorahoituksen saajana yleishyödyllisen toiminnan osalta. Tämä on omiaan luomaan epäselvyyttä säätiöiden asemasta JRL:ssa. Laista pitäisi käydä suoraan ilmi, että myös yleishyödylliset yhteisöt voivat olla joukkorahoituksen saajina elinkeinotoimintansa osalta. Täsmennyksen voisi toteuttaa samantapaisesti kuin vakuutusyhtiön mahdollistaminen joukkorahoituksen välittäjäksi.

Yleishyödylliselle yhteisölle saattaa lisäksi olla mielekästä järjestää joukkorahoituksensa elinkeinotoiminnan muotoon, ainoastaan rahoituksen mahdollistamiseksi, jolloin järjestely myös verotuksessa katsotaan elinkeinotoiminnaksi ja siten myös verolliseksi. Olisi suositeltavaa mahdollistaa joukkorahoitus myös muulla tavalla kuin elinkeinotoiminnan muodossa. Alkuperäisessä HE:ssä on perusteltu liian pintapuolisesti säätiöiden rajoitusta rahoittaa var-

sinaista toimintaansa joukkorahoituksella ainoastaan sillä, että se mahdollistaa peitellyn rahankeräystoiminnan. Juuri väärinkäytön estämiseksi JRL:n ja rahankeräyslain suhteen pitäisi olla selkeämpi. Esimerkkinä sijoitusmuodosta, joka hyötyisi selkeästä joukkorahoitussääntelystä, on vaikuttavuussijoittaminen. Kyseinen sijoitusmuoto yleistyy myös Suomessa kansainvälisen mallin mukaisesti sekä säätiöiden toimintamuotona että sijoitusmuotona. Tavallisin vaikuttavuusinvestointimuoto on ns. tulospäristein rahoitus sopimus (*Social Impact Bond*, SIB tai *Pay-for-success bond*). Taloudellinen korvaus maksetaan vain onnistuneen toiminnan tuloksista, mikä tarkoittaa julkisen sektorin palveluntarjoajalle taloudellista säästöä lähtötilanteeseen verrattuna. Ilman tulosta – ja sen synnyttämää säästöä – julkisella sektorilla ei ole tulospalkkion maksuvelvollisuutta. Julkinen sektori maksaa siis vain, jos mitattavat tavoitteet täyttyvät, esim. jos kunta saavuttaa säästöjä. Myös muun kuin elinkeinotoiminnan muotoon järjestetyn joukkorahoituksen yleistyessä Suomessakin tulee tulevaisuudessa tarve sisällyttää myös nämä rahoitusmuodot lainsäädäntöön. Tästä syystä **SRNK** katsoo, että olisi ehdottomasti syytä jo tässä vaiheessa selvittää muussa kuin elinkeinotoiminnassa järjestetyn joukkorahoituksen suhde JRL:iin ja rahankeräyslakiin. Nykymuodossaan joukkorahoitus ei ole vaihtoehto rahankeräykselle.