



Markkina- ja menettelytapavalvonta

Valtiovarainministeriö
Rahoitusmarkkinaosasto

VM056:00/2014

Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset

Valtiovarainministeriö (VM) on pyytänyt Finanssivalvonnan lausuntoa joukkolainamarkkinan kehittämistyöryhmän (työryhmä) muistiosta, joka sisältää kehittämisehdotuksia joukkolainamarkkinoiden sääntelyyn. Lausuntonaan Finanssivalvonta esittää kunnioittavasti seuraavan.

Yleistä

Finanssivalvonta suhtautuu positiivisesti VM:n ja työryhmän tavoitteeseen kehittää suomalaisia joukkolainamarkkinoita. Hanke tukee osaltaan myös EU:n pääomamarkkinaunionin tavoitteita markkinaehtoisien yritysrahoituksen kehittämisestä.

Työryhmän ehdotukset pitävät sisällään myös ehdotuksen, jossa arvopaperimarkkina- ja AML) säädetyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltoon viitattaisiin myös sijoituspalvelulaissa (Sipal) ja laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Finanssivalvonta kannattaa siinänsä sitä, että kiellon soveltamisalan ulottuvuutta selvennetään. Finanssivalvonta kiinnittää kuitenkin huomiota työryhmän muistion lausumaan, jonka mukaan itsesääntelyssä "voidaan kuitenkin perustellusta ja asianmukaisesti informoidusta syystä poiketa ESMA:n tai Finanssivalvonnan suositusluonteisista ohjeista, joilla ei ole oikeudellista sitovuutta." Tämä lausuma voi antaa harhaanjohtavan kuvan sikäli, että viranomaisen tulkitessa 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.

Ehdotus yrityksen saneerauksesta annetun lain muuttamisesta

Työryhmä katsoo, että Suomen joukkolainamarkkinoiden toimintaa haittaa omaa pääomaa vahvasti suosiva yrityksen saneerauksesta annettu laki (YSL), joka kohtelee sijoitettua pääomaa juuri päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeusasema (senioriteetti) sekä riski ja tuotto-vaade tehokkailla pääomamarkkinoilla edellyttäisivät. Työryhmä esittää, että YSL 44 §:ään lisättäisiin uusi 5 momentti. Sen mukaan saneerausohjelmassa voitaisiin yhtenä vaihtoehtona määrätä, että muiden kuin vakuusvelkojen velkojilla on oikeus saada saneerausvelkoihin perustuvat saatavansa muunnetuiksi velallisyhtiön osakkeiksi.



Markkina- ja menettelytapavalvonta

Työryhmän muistion, siinä viitattujen korkeimman oikeuden ratkaisujen ja työryhmän muistioon sisältyvien eriävien mielipiteiden perusteella jää jokseenkin epäselväksi, missä määrin asiassa on kyse YSL:n virheelliseksi muodostuneesta soveltamiskäytännöstä ja missä määrin aidosti puutteellisista lain säännöksistä. Finanssivalvonta pitää todennäköisenä, että ongelmien laatu ja laajuus vaihtelee paljonkin velallisyriityksen omistus- ja velkojarakenteesta riippuen.

Finanssivalvonta pitää tärkeänä, että velkojen ja osakkeenomistajien keskinäinen asema yrityssaneeraustilanteissa on selkeä ja vastaa käytäntöä verrokkimaissa. Lainsäädännön johdonmukaisuuden ja ennakoitavuuden näkökulmasta on sinänsä perusteltua, että velkojen ja omistajien maksusaantijärjestys 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 esimerkiksi sen, että YSL 58 § kieltää (tietyn poikkeuksen) varojen jakamisen omistajille silloin, kun saneerausohjelman velkajärjestelyillä on rajoitettu velkojen oikeutta suoriutukseen saataviensa pääomasta.

Finanssivalvonta pitää sinänsä perusteltuna ajatusta siitä, että tuomioistuini voisi vahvistaa velkakonversion osaksi saneerausohjelmaa ilman saneerausmenettelyssä olevan yhtiön erillistä yhtiökokouspääöstä. Tämä edellyttäisi kuitenkin sitä, että myös yrityssaneerauksessa olevan yhtiön osakkeenomistajien oikeussuoja varmistettaisiin tällaisissa tilanteissa. Työryhmän muistiossa tätä näkökulmaa ei ole käsitelty käytännössä lainkaan. Työryhmän muistiossa ei ole myöskään arvioitu sitä, kasvattaako ehdotus riskiä siitä, että aggressiiviset velkojat pyrkisivät saamaan velkaisen yhtiön hallintaansa painostamalla sen velkasaneeraukseen.

Työryhmän ehdotukseen (sekä ehdotukseen YSL:n muuttamiseksi että ns. "Plan B":hen) sisältyy Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan monia kysymyksiä, jotka edellyttäisivät huomattavasti laajempaa analyysiä ja harkintaa. Tällaisia ovat esimerkiksi kysymys osakkeenomistajien oikeussuojakeinoista tilanteessa, jossa tuomioistuin päättää velkakonversiosta ilman yhtiökokousmenettelyä sekä kysymys siitä, miten velkakonversio suhtautuu YSL:n 64–66 §:n säännöksiin saneerausvelkojen oikeuksista velkajärjestelyn tai saneerausohjelman rautessa tai velallisen konkurssissa ennen saneerausohjelman päättymistä. Lisäksi Finanssivalvonta kiinnittää huomiota siihen, että säännös vaikuttaisi soveltuvan vain osakeyhtiöihin, muttei esimerkiksi osuuskuntiin.

Edellä esitetystä syistä johtuen Finanssivalvonta ehdottaa, että asia siirrettäisiin erilliseen jatkovalmisteluun.

Mikäli työryhmän ehdotuksen "Plan B":n mukaisen menettelyn jatkovalmistelussa edettäisiin, Finanssivalvonta katsoo, että asiasta tulisi säätää



Markkina- ja menettelytapavalvonta

yksinomaan AML:ssa. Koska ehdotettu säännös koskisi vain joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijoita ja pörssiyhtiöitä, erillisen säännöksen ottaminen LLL:iin ja VYL:iin olisi ilmeisen tarpeetonta.

Ehdotukset sijoituspalvelulain muuttamisesta

Finanssivalvonta katsoo, että kaikki muistiossa käsitellyt ehdotukset sijoituspalvelulain (SipaL) muuttamiseksi tulisi siirtää arvioitavaksi tarkemmin rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin (MiFID II) täytäntöönpanon yhteydessä. Lisäksi Finanssivalvonta vastustaa ehdotuksia SipaL 1 luvun 2 §:n ja 4 luvun 2 §:n muuttamiseksi. Toteutuessaan nämä ehdotetut kansalliset lisäsäännökset vaikeuttaisivat Finanssivalvonnan tavoitetta edistää EU-säätelyn yhdenmukaista soveltamista koko EU-alueella ja voisivat johtaa siihen, että Suomen sääntely poikkeaisi muiden jäsenvaltioiden sääntelystä.

Finanssivalvonta pitää tarpeettomana, että SipaL:n soveltamisalaa koskevassa poikkeuksessa (1 luvun 2 §) 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 Finanssivalvonnan näkemys mukaan toteuttaa SipaL:n soveltamisalapoikkeuksen sijaan esimerkiksi MiFID II:n 3 artiklassa säädettyjen kansallisten poikkeusten käytönoton kautta.

Ehdotettu SipaL 4 luvun 2 §:n muutos puolestaan liittyy laajempaan kysymykseen siitä, minkälainen jäsenvaltioiden rajat ylittävä toiminta on sellaista sijoituspalvelujen markkinointia tai tarjoamista asiakkaalle, joka edellyttää notifikaation tekemistä. On odotettavissa, että arvopaperimarkkinavalvojat pyrkivät ESMAn puitteissa muodostamaan tähän kysymykseen yhteisen näkemys. Tällöin ehdotetun kaltaiset kansalliset lisäsäännökset voivat johtaa siihen, että Suomen sääntely poikkeaa EU-säätelystä.

Finanssivalvonta kiinnittää VM:n huomiota myös siihen, että ehdotettu SipaL 1 luvun 18 §:n muutos ei Finanssivalvonnan käsityksen mukaan ratkaise työryhmän muistiossa kuvattua ongelmaa. Jos ehdotettu säännös otettaisiin SipaL:iin, johtaisi se siihen, että kaikki säätiöt, jotka haluaisivat jatkossakin tulla luokitelluksi ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi, 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:n 1 luvun 18 §:n 1 momentin 5



Markkina- ja menettelytapavalvonta

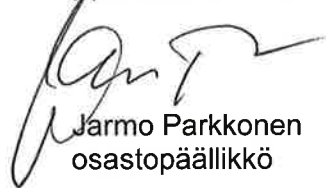
kohdan perusteella. Säätiön pääasiallisena toimialana ei ole sijoitustoiminta, vaan sen säännöissä määrätyn hyödyllisen tarkoituksen edistäminen. Finanssivalvonta pitää riittävänä, että tämä seikka todettaisiin hallituksen esityksen perusteluissa.

Ehdotus joukkorahoituslain ja vakuutusyhtiölain muuttamisesta

Työryhmä esittää, että joukkorahoituslakia (JRL) ja vakuutusyhtiölakia (VYL) muutettaisiin. Finanssivalvonta toteaa, että ehdotetut säännökset ovat keskenään ristiriitaisia. Ehdotettu VYL:n muutos 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. Finanssivalvonta kannattaa tätä muutosta.

Sen sijaan ehdotettu JRL:n muutos sallisi vakuutusyhtiölle toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä. Finanssivalvonta toteaa, että VYL estää vakuutusyhtiöltä toimimisen joukkorahoituksen välittäjänä, mistä syystä ehdotettu JRL:n muutos on aiheeton.

FINANSSIVALVONTA



Jarmo Parkkonen
osastopäällikkö



Ville Kajala
johtava asiantuntija

Lisätietoja antaa

Ville Kajala, puh. 010 831 5226