



10.3.2017

VM056:00/2014 - Lausuntopyyntö 27.1. Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset

Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset

Valtiovarainministeriö (VM) on pyytänyt Elinkeinoelämän keskusliitto EK:lta lausuntoa otsikkoasiassa. Keskitymme lausunnossamme sääntelyn kehittämis ehdotuksiin (lakiehdotukset 4-13). EK uudistaa lisäksi asiassa aiemmin lausumansa (syyskuu 2016).

Valtiovarainministeriön työryhmä on tunnistanut EK:n näkemyksen mukaan oikealla tavalla Suomen joukkolainamarkkinoiden kehittymisen esteeksi voimassaolevan yrityssaneerauslain nykyisen soveltamiskäytännön. VM ehdottaa, että yrityksen saneerausohjelmassa voitaisiin määrätä velkapääoman konvertoimisesta osakepääomaksi ilman vanhojen osakkeenomistajien suostumusta, jos yrityksen pelastaminen sitä edellyttää (velkakonversio, eng. *debt-to-equity swap*).

EK pitää hyvänä, että VM:n työryhmä on kuultuaan poikkeuksellisen kattavaa asiantuntijajoukkoa tarttunut ripeästi suomalaisen sääntelyn ongelmakohtiin yritysten rahoitusmahdollisuuksien parantamiseksi ja pääomamarkkinoiden kilpailukyvyyn kohentamiseksi.

1 Joukkolainamarkkinoiden sääntely-ympäristön kehittäminen

1.1 Tausta: markkinarakenteen perustavalaatuinen muutos

Muistiossa on tunnistettu lähtökohta, jonka mukaan myös suomalaisten yritysten rahoituslähteet erityisesti velkarakenteen osalta ovat muuttuneet merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana. Ei ole tiedossa perusteltuja seikkoja, jotka antaisivat aiheen olettaa nykytilan muuttuvan olennaisesti. Rahoituslähteet ovat monipuolistuneet merkittävästi ja rahoitusmarkkinat ovat globalisoituneet enenevässä määrin. Muuttunutta yritysrahoitusmarkkinaa on pidettävä tältä osin pysyvänä. Perinteisen pankkirahoituksen rinnalle on noussut merkittävänä rahoituskanavana erityisesti joukkovelkakirja-

lainamarkkina. EK pitää VM:n muistiossa esitettyä tilannekuvaa täsmällisesti ja asiantuntevasti selvitettyä.

1.2 Nykyisen toimintaympäristön keskeisimmät ongelmat

Erityisesti luottoluokittelemattomat tai heikomman luottoluokituksen omaavat rahoituksen tarpeessa olevat kasvuyritykset (ns. *high yield* -markkina) tarvitsevat toimivia ja monipuolisia rahoitusmarkkinoita. Lisäksi taloudellisissa vaikeuksissa kamppailevat, mutta sinänsä elinkelpoista liiketoimintaa harjoittavat yritykset ovat kipeästi nykyistä toimivamman rahoitusmarkkinan tarpeessa: Suomesta käytännöllisesti katsoen puuttuu kriisiyrityksen väliaikaisrahoitukseen erikoistunut markkina.

Kaikista korkeimman luottoluokituksen omaavat suomalaiset liikkeeseenlaskijat kykenevät EK:n saaman jäsenpalautteen perusteella operoimaan kansainvälisillä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla varsin moitteettomasti suomalaisen lainsäädäntökehikon puutteellisuksista huolimatta. Nämä yritykset ovat lähes poikkeuksetta suuryrityksiä, jotka ovat asemassa, jossa ne voivat valita itselleen optimaalisimmat rahoitusvaihtoehdot. EK toteaa, että tämä liikkeenlaskijoiden ryhmä on lukumäärältään kuitenkin varsin pieni.

Heikomman luottoluokituksen liikkeeseenlaskijoilla (BBB>) eli *high yield* -markkinalla puolestaan on kapeammat valintamahdollisuudet. Joukkovelkakirjalaina on tyypillisesti vakuudetonta velkaa. Institutionaaliset sijoittajat Suomessa toimivat huolellisesti valikoidessaan sijoituskohteitaan. On selvää, että tilanteessa, jossa suomalaisessa yrityssaneerauslaissa ja -käytännössä saneerataan suhteettomasti vakuudetonta velkapääomaa osakepääoman jäädessä miltei koskemattomaksi, heikomman luottoluokituksen yritys joutuu tyytymään epäedullisempiin rahoitusehtoihin.

Suomessa vallitsevaa tilannetta on pidettävä selkeänä markkina-poikkeamana ja eräänlaisena systeemivirheenä, sillä osakeyhtiöoikeuden keskeisiin periaatteisiin kuuluu osakkeenomistajien residuaaliasema, josta johtuu velkojen maksunsaantijärjestys, joka esimerkiksi suomalaisessa konkurssissa asianmukaisesti kunnioittaa modernin pääomamarkkinan toimintalogiikkaa. Nykyinen yrityssaneerauslaki 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 selvä-

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

10.3.2017

nä, että vallitseva yrityssaneerauskäytäntö on erityisesti kansainvälisten institutionaalisten sijoittajien silmissä oikeudellinen riski, jonka heijastusvaikutukset voivat tulevaisuudessa näkyä Suomen kaltaisilla pienillä reuna-alueilla varsin negatiivisina seurauksina.

1.3 EU-sääntelyn kehityksen huomioiminen

Komission marraskuussa 2016 antama direktiiviehdotus 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 oikeuskirjallisuuden¹ ja oikeuskäytännön² viitoittamalla tavalla. Suomen ei tule jäädä odottamaan EU:n lainsäädäntötoimenpiteitä sellaisissa asioissa, joissa on mahdollista kansallisella uudistuksella parantaa kilpailuolosuhteita.

EK pitääkin erittäin hyvänä tältä osin valtioneuvoston kirjelmässä U 13/2017 vp eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi varhaisen vaiheen saneerauksesta ja toisesta mahdollisuudesta esitettyä Suomen valtion 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 velkojen 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.

1.4 Ratkaisuvaihtoehdot

¹ Esim. Mähönen - Villa: Osakeyhtiö I, yleiset opit (2006), s. 237, Seppo Villa: Velkojan saatavan muuntaminen SVOP-rahastosijoitukseksi. Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 9/6 2012, s. 471 tai Lautjärvi, Kari: Vääpäämarahitusinstrumentit 2015.

² Ks. esim. KKO 2003:120.

VM:n työryhmän muistiossa esitetään kaksi pääasiallista etenemistapaa suomalaisen markkinan pullonkaulojen poistamiseksi ja lievitämiseksi. Ensimmäinen ehdotus on velkakonversiosta säättäminen yrityssaneerauslaissa. Toissijainen ehdotus liittyy arvopaperimarkkinalain muuttamiseen siten, että siinä säädettäisiin velkakonversiosta rajautuen pörssiyhtiöihin ja listattujen joukkolainojen liikkeenlaskijoihin.

EK pitää preferoitavana lähtökohtana yleiseen yrityssaneerauslakiin perustuvaa ratkaisua. Velkakonversiosta säättäminen vain arvopaperimarkkinalaissa ei ole tarkoituksenmukaisin ja optimaalisin ratkaisu nykytilan puutteiden korjaamiseksi, sillä tällöin samanlainen velka nauttisi eritasoista suojaa yrityssaneerausmenettelyssä. Tällainen rajattu soveltamisala saattaisi merkitä kasvuyrityksen rahoituspolun ja elinkaaren kannalta tarpeetonta sääntelykehikon muuttumista. Selkeintä olisi edetä ryhtymällä ripeästi selvittämään mahdollisuuksia yrityssaneerustilain muuttamiseksi. Yritysten lain-säädännöllisen kohtelun tulisi olla tältä osin sama velkainstrumentista tai yhtiön listallaolosta riippumatta.

EK pitää kuitenkin velkakonversioon liittyvän pullonkaulan korjaamisesta suomalaissa pääomamarkkinassa niin tärkeänä ja kiireellisenä, että katsoo tilanteen edellyttävän jonkinlaista etenemistä regulaatioteitse. EK tukee VM:n esitystä arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi, jos yrityssaneerustilain muutosten valmistelun käynnistämiseen ei ole valmiuksia riittävän ripeästi. EK pitää täysin selvänä, että vaihtoehto, jossa sääntelyä ei muuteta miltään osin ja nykytila säilyy vuosia ennallaan, on käsillä olevista vaihtoehtoista epätoivottavin.

1.5 Eräitä kokoavia näkökohtia

EK:n käsityksen mukaan sekä oikeus- että valtiovarainministeriössä tunnustetaan asianmukaisesti suomalaisen velkapääomamarkkinaan tällä hetkellä sisältyvä puute velkakonversion osalta. Prioriteettina olisikin ripeän etenemistien löytäminen sen varmistamiseksi, että suomalaiset pääomamarkkinat voisivat myös tulevaisuudessa toimia kasvun katalysaattoreina.

Yhteenvetona toteamme, 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.

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

10.3.2017

2 Muut ehdotukset

VM:n muistiossa on esitetty lisäksi eräitä muita markkinaosapuolten esiin nostamia sääntelyn kehittämis ehdotuksia. Ehdotukset liittyvät mm. vakuutusyhtiöille sallittuun liitännäistoiminnan laajentamiseen, lahjanlupauslakiin ja ammattimaisen asiakkaan käsitteen laajentamiseen eräiltä osin. EK kannattaa esitysten eteenpäin viemistä.

Kunnioittavasti

Elinkeinoelämän keskusliitto EK

Hannu Rautiainen
johtaja