



21.12.2016

Lausuntopyyntö 24.11.2016 OM 2/472/2016

Komission direktiiviehdotus maksukyvyttömyyslainsäädäntöjen harmonisoinnista

Oikeusministeriö (OM) on 24.11.2016 pyytänyt Elinkeinoelämän keskusliitto EK:lta lausuntoa EU:n komission 22.11.2016 julkaisemasta ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (*COM 2016 723 final, 2016/0359 COD¹*), joka koskee ensisijaisesti yritysten varhaisen vaiheen uudelleenjärjestelyjä ja yrittäjien vapautumista velkavastuusta. EK lausuu asiassa seuraavan.

1 Direktiivin tavoitteet ovat kannatettavia

Komission direktiiviehdotus liittyy tiiviisti EU:n pääomamarkkinaunionin toteuttamiseen ja siten yleisten sisämarkkinoiden syventämiseen. EK:n näkemyksen mukaan on selvää, että merkittävät nykyiset eroavaisuudet jäsenvaltioiden insolvenssilainsäädännöissä haittaavat etenkin rajat ylittävän elinkeino- ja sijoitustoiminnan edellytyksiä EU:ssa. Maksukyvyttömyyslainsäädäntöjen osittainen paikallinen tehottomuus ja jäsenvaltiokohtainen erilaisuus vaikeuttavat rajat ylittävien luottoriskien arviointia ja hallintaa.

EK kannattaa pääoma- ja sisämarkkinoiden markkinaehtoista kehittämistä, jonka tärkeänä osana on myös kansallisten maksukyvyttömyyslainsäädäntöjen eroavaisuuksien tasoittaminen. EK katsoo, että harmonisaatio ei saisi kuitenkaan johtaa Suomessa hyviksi ja toimiviksi havaittujen käytäntöjen heikentämiseen. On perustellusti katsottu, että Suomen insolvenssilainsäädäntö on verrattain korkeatasoista ja hyvin toimivaa.²

Kaikki markkinaosapuolet hyötyvät pidemmällä aikavälillä selkeistä yhtenäisistä insolvenssisäännöistä ja pääomamarkkinan suotuisa kehitys

¹ Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.

² Suomen voimassaolevaan yrityssaneerausmenettelyyn liittyy eräitä komission direktiiviehdotuksesta sinänsä riippumattomia erittäin merkittäviä ja akuutteja kehittämistarpeita, joihin syvennytään laajemmin tässä lausunnossa osiossa 3 "Yrityssaneerauslain kehittäminen".

mahdollistuu. Elinkelpoiset, mutta väliaikaisiin vaikeuksiin ajautuneet yritykset kannattaa pelastaa yrityssaneerauksella, mutta konkurssikelpoiset yritykset on puolestaan ohjattava ripeään ja ennakoitavaan likvidaatioprosessiin. Yrityssaneerausmenettelyä käytetään joskus konkurssin aloittamisen keinotekoiseen lykkäämiseen, mitä EK pitää valittavana. Jäsenvaltioiden välillä onkin ollut suuria eroja esimerkiksi maksukyvyttömyysmenettelyjen ajallisessa kestossa.

2 Varauksellista suhtautumista edellyttävät direktiiviehdotuksen kohdat

2.1 Yhtiön johdon velvollisuuksiin puuttuminen

Direktiiviehdotukseen sisältyy eräitä velallisyhtiön hallitukselle asetettavia velvoitteita ryhtyä maksukyvyttömyyttä ennaltaehkäiseviin toimenpiteisiin. EK:n näkemyksen mukaan yhtiöoikeudellisen sääntelyn muuttamiseen ei tältä osin ole perusteltua tarvetta, ts. Suomen yhtiöoikeus toimii tältä osin moitteetta yhtiöoikeudellisten kantavien periaatteiden sisältäessä jo entuudestaan osakeyhtiön johtoa sitovia velvoitteita ryhtyä maksukyvyttömyyttä ehkäiseviin toimenpiteisiin.

2.2 Rauhoitusaika

EK katsoo, että direktiiviehdotukseen sisältyvät ns. rauhoitusaikaa (stay) koskevat säännökset ovat kokonaisuudessaan liian syvälle sopimusoikeuden alueelle meneviä. Ehdotuksilla olisi mahdollisesti toteutuksessaan laaja-alaisia vaikutuksia sopimusvapauteen ja sopimuskäyttöihin. Esitetyillä säännöksillä saattaa mm. olla vaikutuksia laajasti käytettyjen kovenanttien soveltamedellytyksiin. Sääntely ei missään tapauksessa saisi johtaa yritysrahoitusmuotojen monipuolisuuden ja joustavuuden vähenemiseen markkinoilla.

Lisäksi rauhoitusajan raukeamisperusteet ovat velkojanäkökulmasta suppeasti määritellyt. Direktiiviehdotuksen rauhoitusajaksäännösten ulottaminen takaajiin ja vierasvelkavakuudenantajiin voi johtaa pahimmillaan luotonantajien kiinnostuksen vähenemiseen rajat ylittävässä luototuksessa. Tämä olisi direktiivin tavoitteiden ja pääomamarkkinaunionin vastaista rahoituskustannusten kasvaessa riskin ja sitä seuraavien vakuusvaatimusten lisääntyessä.

2.3 Selvittäjää koskeva sääntely

EK kannattaa tuomioistuinkontrollin säilyttämistä saneerausprosessissa. Velkojen kuuleminen on syytä säilyttää pääsääntönä eikä ainoastaan kuulla velkoja "tarvittaessa". Selvittäjien ammattitaidon säilymisen edellytyksiä on syytä vaalia. Olisi perusteltua, jos direktiivin yhteydessä säädettäisiin selvittäjän nimenomaisesta velvollisuudesta hakea

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

21.12.2016

saneerausmenettelyn keskeyttämistä, jos käy ilmeiseksi, ettei saneerauksen kohteen taloudellinen tila ole korjattavissa saneerausmenettelyssä: tällöin ripeä konkurssimenettely on paras vaihtoehto.

2.4 "Toinen mahdollisuus" ja veloista vapautumisen aika

EK suhtautuu varauksellisesti EU-tasolla säätämiseen sitovista veloista vapautumisajoista. Ehdotuksen mukaan pääsääntöisesti ylivelkaantuneen yrittäjän tulisi voida vapautua veloistaan kolmen vuoden kuluessa järjestelyn käynnistymisestä, mitä on pidettävänä kireähkönä aikarajana. EK näkee vaarana, että liian tiukkarajainen vapautumisaika kasvattaa luotonantajan riskejä ja viime kädessä luoton hintaa.

2.5 Työntekijöiden asema ja saneeraussuunnitelma

EK suhtautuu hyvin varauksellisesti direktiiviehdotuksen mahdollisuuksien säätää työntekijöiden edustajien oikeudesta äänestää saneeraussuunnitelmasta (direktiiviehdotuksen artikkelit 6(3), 9(2) ja jäsenvaltioille jätetty säädännöllinen liikkumavara).

3 Yrityssaneerauslain kehittäminen: velkakonversiomahdollisuus, scheme of arrangement

EK:n tavoitteena on myötävaikuttaa siihen, että suomalaisten liikkeenlaskijoiden ja yritysten käytettävissä on markkinaehtoiset, toimivat, monipuoliset ja likvidit rahoitusmarkkinat. Jotta tavoitetta saavutettaisiin, tässä lausunnossa lueteltuihin eräisiin selkeimpiin lainsäädäntökehikollisiin puutteisiin ja epäkohtiin tulisi puuttua viivytyksettä. Eräs keskeinen kehityskohde suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla on joukkolainamarkkina, jonka tehostamiseksi ja aktiviteetin nostamiseksi verrokkimaiden tasolle EK asettaa korkean prioriteetin.

Osakeyhtiöoikeuden eräs keskeisin periaate on osakkeenomistajan oikeus residuaaliin. Osakkeenomistaja saa sijoituksensa yhtiöstä viimesijaisena, jolloin osakkeenomistajan residuaaliasema yhtiössä on riskialtein. Vastaavasti osakkeenomistajan tuotto potentiaali on korkein, kun taas vieraan pääoman ehtoiset rahoittajat ovat etuoikeutetussa maksunsaantiasemassa saaden pääsääntöisesti ennalta sovitun tuoton sijoituksestaan ennen osakkeenomistajia. Lisäksi, huolimatta alati yleistyvien erilaisten välipääomarahoitusinstrumenttien käytöstä osakeyhtiöiden rahoituksessa, osakeyhtiöoikeudellisen kehikon keskeinen jaottelu sisältää erottelun omaan ja vieraaseen pääomaan.

Näistä yllä luetelluista osakeyhtiöoikeuden perusrakenteista ei ole syytä luopua yhtiön ajautuessa insolvenssioikeudelliseen menettelyyn. Osakeyhtiön pääomarakennetta tulee kunnioittaa myös saneerausme-

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

21.12.2016

nettelyssä. Jos saneerausmenettely aktualisoituu, yhtiön oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen uudelleenjärjestelyyn on oltava myös Suomessa käytettävissä kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tunnetut ja yleisesti käytetyt keinot.

Jos Suomen kaltainen reuna-alueen markkina erottautuu valtavirran markkinoista, johtaa tämä todennäköisesti a) **markkinan kutistumiseen** ja/tai b) **yritysrahoituksen kalliimpaan hintaan**. Lisäksi realistisena uhkana on c) Suomen kaltaisten unionin reuna-alueiden pienten **markkinoiden kuihtuminen** isoimpien liikkeeseenlaskijoiden siirtyessä yhä enenevässä määrin operoimaan kilpailevien jurisdiktioiden lakien alaisuudessa. Sijoittajien, velkojen ja rahoitettavien yhtiöiden itsensäkin kannalta on siten pitemmällä aikavälillä suotuisaa, jos Suomen yhtiöoikeudellinen ja insolvenssioikeudellinen normisto on kilpailukykyisessä kunnossa.

Osakkeenomistajan residuaaliasema voidaan hahmottaa myös sijoittajanvastuun kautta. Osakkeenomistaja on oikeutettu residuaalituottoon, jota ennen velkojat - vakuudelliset ja vakuudettomat - saavat suorituksensa.

Vaikka perinteinen pankkirahoitus säilynee tärkeänä yritysrahoituskanavana, rahoituslähteet monipuolistuvat edelleen. Erityisesti joukkovelkakirjainstrumentit ovat finanssikriisin jälkeen nostaneet suosiotaan (emissiovolyymi ylitti jo vuonna 2012 ensimmäisen kerran pankkirahoituksen määrän EU:ssa, myös Suomessa taso pysynyt vilkkaana). Lisäksi myös korkean tuoton (high-yield) joukkovelkakirjamarkkina kansainvälistyy Suomessa asteittain. Yritysten liiketoiminnan kansainvälistyessä myös yritysrahoitusmarkkinoiden on kyettävä vastaamaan toimintakehikon muuttumiseen. Samaan aikaan markkinoilla on nähty jo joitakin listayhtiöiden insolvenssitilanteita: Talvivaara, Componenta, Tiimari Oyj 2013, Elcoteq Oyj 2011, Evia Oyj 2009, Stromsdal Oyj 2008 jne. On mahdollista, että esim. seuraavan kymmenen vuoden aikana näemme lisää pörssiyhtiöiden insolvenssitilanteita. Tällöin lainsäädäntökehikon olisi oltava kansainvälisen vertailun kestävässä kunnossa myös insolvenssioikeudellisilta osiltaan. Osakkeenomistajan asema ei voi olla nykyisellä tasollaan muihin osakeyhtiön intressiryhmiin nähden moderneilla pääomamarkkinoilla.

Suomalaisten yritysten kasvumahdollisuuksien kannalta olisi valitettavaa, jos Suomelle syntyy maine, että täällä erityisesti vakuudettoman velkojan on syytä varautua heikompiteasoiseen oikeussuojaan, kuin relevanteilla kilpailevilla markkinoilla. On selvää, että tällaisesta maineesta koituvat kustannukset eivät jää olemattomiksi. Nykytilan säilyminen tarkoittaa sijoittajien tuottovaatimusten nousua. Sijoittajien käyttämät luottoluokituslaitokset arvioivat jo nykyisellään ns. recovery ratea, jonka yhteydessä arvioitavaksi tulee säännönmukaisesti myös kohdemaan lainsäädäntö. Arvio vaikuttaa kaikkiin luotonottajiin riippumatta

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

21.12.2016

instrumentista. Maineriski pahenee, jos nykyisen yrityssaneerauslain sisältämä juridinen epäkohta tulee ulkomaisille sijoittajille lopulta yllätyksenä.

Yrityssaneerauslain velkojien äänestysäännöksistä (8. luku) johtuen yksittäisellä vähemmistövelkojalla on vähäinen kontrollivalta. Sääntelyn tarkoituksena lienee tältä osin sen varmistaminen, että vahvistuskelpoinen saneerausohjelma tulee hyväksytyksi. Velallisyhtiöllä ja sen osakkeen-omistajilla säilyy määräysvalta omaisuuteensa ja toimintaansa toki merkittävästi rajoitettuna. Rajoitetusta määräysvallasta huolimatta osakepääomaan ei voida yrityssaneerauksessa puuttua ilman velallisen suostumusta. YSL ei siis mahdollista velkakonversiota osakepääomaan (debt-to-equity swap) tai muuhun omaan pääomaan rinnastettavaan erään ilman velallisen suostumusta.

Suomen voimassa oleva yrityssaneerauslaki kohtelee sijoitettua pääomaa päinvastaisessa järjestyksessä kuin sijoitusten etuoikeusasema eli senioriteetti sekä riski ja tuottovaade pääomamarkkinoilla edellyttäsivät. Saneerausmenettely suosii vahvasti osakeyhtiön omaa pääomaa. Absoluuttinen taloudellinen etusijajärjestys velkojien ja osakkeenomistajien välillä ei siis toteudu suomalaisessa nykymuotoisessa yrityssaneerausmenettelyssä. Jos vain vakuudettomien velkojien saatavia saneerataan osakkeenomistajien panoksien jäädessä koskemattomiksi, muodostaa tämä kansainvälisesti tarkastellen varsin poikkeuksellisen käytännön. Yrityksen liiketoiminnan arvo on osakkeiden ja velkojen markkina-arvon summa. Jos saneerauksessa leikataan vain velkapääomia, kasvaa osakeomistuksen suhteellinen varallisuusasema. Näin ollen pääomaerien erilainen kohtelu on riskinjaollisesti tarkastellen perusteetonta, etenkin jos asiaa katsotaan kokonaisuutena ja sen tavoitteen kautta, että yrityssaneerausmenettelyn tarkoituksena tulee aina olla toimintakelpoisen yritystoiminnan mahdollisimman häiriötön jatkuminen.

EK:n näkemyksen mukaan Suomen lainsäädäntöön pitäisi em. velkakonversioon liittyvän muutoksen **lisäksi sisällyttää myös muita keinoja**, jotka olisivat käytössä jo ennen kuin on ajauduttu insolvenssitilanteeseen (esim. common law -maissa paljon käytetyt erilaiset scheme of arrangement -järjestelyt). Lisäksi kyseeseen tulevat ns. kriisiytyneen yhtiön rahoitusmahdollisuudet, siltarahoitus, supersenioriteettirahoitus jne., jotka pitäisi olla Suomessa nykyistä paremmin käytettävissä elinkelpoisten yritysten pelastamiseksi. Suomalaisilla yritysrahoitusmarkkinoilla olisi puitteiden ollessa kansainvälisen vertailun kestävässä kunnossa tilaa nykyistä enemmän myös ns. kriisirahoitukseen erikoistuneille rahoittajille. Komission insolvenssidirektiiviehdotuksen yhtenä kannatettavana tavoitteena onkin osaltaan turvata uuden rahoituksen asemaa (new finance and interim finance).

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

21.12.2016

EK kiirehtii tarvittavien lainsäädäntömuutosten valmistelun käynnistämistä niin osakeyhtiöoikeuden kuin maksukyvyyttömyysoikeuden saralla: huolellinen arviointityö lainsäädäntömuutosten toteuttamiseksi olisi aloitettava laajapohjaisessa virkamiestyöryhmässä viipymättä yhteistyössä markkinaosapuolten ja heidän edustajiensa kanssa.

EK pitää erittäin tärkeänä, ettei Suomi jää odottamaan komission direktiiviehdotuksen mahdollisesti ja todennäköisesti useita vuosia kestävästä käsittelyprosessista ja lopullista hyväksymistä, vaan ryhtyy oma-aloitteisesti saattamaan lainsäädäntöään kilpailukykyiseksi. Koska osakeyhtiö- ja insolvenssioikeus ovat huomattavan laaja-alaista lainsäädäntöä, muutoksia niiden substanssiin ei luonnollisesti voida tehdä *ainoastaan* joukkolainamarkkinoiden tai rahoitusmarkkinoiden tarpeista käsin, vaan muutokset on voitava perustella oikeudenalojen koherenssi huomioiden. Merkittävä impulssi lainsäädäntömuutosten arviointityön aloittamiseksi kumpuaa kuitenkin rahoitusmarkkinoiden tarpeesta.

Edellä mainitut epäkohdat ovat pitkään olleet tunnistettuja ja tunnustettuja osakeyhtiöoikeudellisessa **oikeuskirjallisuudessa** ja suomalaisessa **oikeuskäytännössä**.³

Emissioiden järjestäminen muiden jurisdiktioiden kuin Suomen (esim. Hollanti, UK) alla saattaa selittyä osin sillä, että suomalainen joukkolainamarkkina ja muu vaihtoehtoinen yritysrahoitus ovat vasta kehitysvaiheessa verrattuna useampiin eurooppalaisiin markkinoihin ja kansainvälisillä markkinoilla liiketoimintaansa harjoittajan liikkeeseenlaskijan on verrattain helppo hakea rahoitusta suoraan kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta. Näin meneteltäessä noudatetaan kuitenkin kansainväli-

³ Esim. Mähönen - Villa: Osakeyhtiö I, yleiset opit (2006), s. 237: "Velkojan kontrollin ja informaation tarvetta ja reagoimismahdollisuuksien lisäämistä tukee yrityssaneerauksen uhka. Yrityssaneerauksessa velkojen ja osakkeenomistajien välistä maksunsaantijärjestystä koskevat opit eivät toimi, koska järjestelyssä vain velkojen saamiin puututaan osakkeenomistajien sijoitusten säilyessä ennallaan. Konkurssissa tilanne on toinen. Konkurssissa maksunsaantijärjestys velkojen ja osakkeenomistajien välillä toteutuu järjestelmän mukaisesti."

Oikeuskäytännön osalta voidaan mainita esim. **KKO:n ratkaisu 2003:120**, jossa todetaan, että yrityssaneerausohjelman on oltava tasapainoinen tarkasteltaessa tavallisten velkojen asemaa suhteessa omistajien asemaan ja riskinjakoon näiden kesken. Korkein oikeus painotti ratkaisussaan, että *"vaikka yrityssaneerauslakiin sisältyvä seikkaperäinen sääntely saneerausohjelman sisällöstä painottuu velkajärjestelyihin, tämä ei merkitse, että yrityksen saneeraus voisi rajoittua velkajärjestelyihin ja tapahtua yksin velkojen kustannuksella. Saneerausohjelman yhteydessä tulevat harkittaviksi myös yrityksen omistussuhteita koskevat järjestelyt, kuten se, säilyttävätkö entiset omistajat asemansa ja millä ehdoin"*. Ongelmaksi siis muodostui se, että saneerausmenettelyssä yrityksen omistussuhteisiin ei voida omistajan suostumuksetta puuttua, jolloin usein toimintakykyinenkin yritys ajautuu konkurssiin. Jollei yrityssaneerusalakia muuteta, on joukkolainanhaltijan asemansa turvaamiseksi usein edullisempaa hakea yhtiö konkurssiin. Poikkeava saatavien etusijajärjestys saattaa olla omiaan myös johtamaan vaihtovelkakirjalainojen suosioon tavallisten joukkovelkakirjalainojen kustannuksella. Tiedossa on myös tilanteita, joissa joukkolainanhaltijat on pakotettu "vapaaehtoiseen" velkajärjestelyyn yrityssaneerausmenettelyllä "uhkaamalla". Nykysääntelyssä on ongelmana muun muassa se, että velkojen leikkaus tehdään hetkellä, jolloin yrityksen liiketoiminnan arvo on usein alhaisimmillaan. Vakuudettomat velkojat eivät siten pääse nauttimaan mahdollisesta tulevasta arvonnoususta, vaan yrityssaneerauksesta mahdollisesti koituva hyöty koituu ainoastaan yrityksen omistajille.

Lainsäädäntö ja hallinto/Yrityslainsäädäntö
Santeri Suominen

21.12.2016

sen markkinan vakiintuneita käytäntöjä, joista eräs lienee mm. sen valtion lainsäädännön alainen liikkeeseenlasku, joka on paras ja/tai vakiintunein. **On selvää, että huolellisen sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan suorittaman juridisen arvion perusteella Suomen nykyinen insolvessipuitteisto muodostaa haitallisen oikeudellisen riskin** (edellä käsitelty velkakonversio-ongelma). Suomalaisten rahoitusmarkkinoiden tulevaisuuden kannalta olisi tärkeää, että liikkeeseenlaskija voisi halutessaan toimia suomenkielisellä dokumentaatiolla suomalaisen juridiktion alla.

Mahdollisia syitä siihen, miksi joukkolainat eivät tällä hetkellä sovellu kaikenlaisten yritysten rahoituslähteeksi voidaan etsiä esim. pienemmän yritystoiminnan henkilökohtaisesta ja yrittäjävetoisesta luonteesta. Pidemmän aikavälin tavoitteena tulisi EK:n mukaan olla vaihtoehtoisten rahoituskanavien - kuten joukkolainamarkkinoiden - avaaminen enenevässä määrin myös pk-yritysten saataville.

Markkinaa ei kuitenkaan voida kehittää menestyksellisesti systeemivirheeseen nojautuen.⁴

Kunnioittavasti

Elinkeinoelämän keskusliitto EK



Hannu Rautiainen
johtaja

⁴ Seppo Villa: Velkojan saatavan muuntaminen SVOP-rahastosijoitukseksi. Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 9/6 2012, s. 471: "Eräänlaisena yritysrisin kohdentumista ja maksunsaantijärjestystä koskevana systeemivirheenä on pidettävä sitä, että YSL 44 §:ssä luetelluissa velkajärjestelyjen keinoissa ei ole mainittu osakkeenomistajan riskin realisoitumisesta mitään, vaan säädetyt keinot kohdistuvat velkojien saatavien järjestelyyn."