Peter Nyberg, Professori, Aalto-yliopisto
7.10.2021

Lausunto hallituksen esityksestä eduskunnalle rahoitusmarkkina-lainsäädännön muuttamiseksi covid-19-pandemiasta toipumiseksi (HE 126/2021 vp)

Esityksen tarkoituksena on panna täytäntöön EU:n pääomamarkkinoiden elpymispaketin edellyttämät kansalliset lakimuutokset, eikä tähän täyttöönpanemiseen näin ollen liity paljonkaan kansallista liikkumavaraa. Elpymispaketin tarkoituksena on helpottaa pääomamarkkinoiden ja yritysten toipumista covid-19-pandemiasta. Ehdotetut lakimuutokset helpottaisivat sijoituspaveluyritysten asiakassuhteiden hoitoa sekä pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen saantia ja niiden arvopapereiden likviditeettiä sekä näkyvyyttä. Ehdotus helpottaisi myös tietyin osin hyödykejohdannaiskaupankäyntiä. Myös julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yritysten mahdollisuuksia oman pääoman alaisen rahoituksen hakemiseen helpotettaisiin tarjoamalla niille väliaikaisesti mahdollisuus käyttää yksinkertaistettua elpymisesitettä. Tämä vähentäisi yritysten kustannuksia ja hallinnollisia rasitteita. Esityksellä lisättäisiin myös liikkeeseenlaskijoille velvollisuus julkistaa komission teknisen sääntelystandardin muodossa laadittua tilinpäätöstä koskeva tilintarkastajan lausunto.

Kokonaisnäkemys esityksestä

Hyvin toimiva ja luotettava rahoitusjärjestelmä sekä helposti saavutettavissa olevat pääomamarkkinat ovat ratkaisevassa asemassa yritysten ja yksityishenkilöiden taloudellisen hyvinvoinnin luojana. Rahoitusmarkkinoiden ja sijoitustoiminnan sääntely puolestaan on luotu lisäämään luottamusta rahoitusjärjestelmään, ehkäisemään systeemisiä riskejä sekä turvaamaan markkinoiden osapuolia, varsinkin yksityishenkilöitä. Sääntelyn on kuitenkin oltava oikeasuhtaista: sääntely, jonka kustannukset ovat suurempia kuin siitä saadut hyödyt, on liian tiukkaa ja hankaloittaa rahoitusjärjestelmän tehokasta toimintaa. Sääntelystä syntyvät kustannukset valuvat usein asiakkaiden maksettavaksi. Näin ollen liian tiukan sääntelyn lopullisia kärsijöitä ovat varsinkin yksityishenkilöt, joita sääntely on usein luotu suojaamaan.

Kokonaisnäkemykseni esityksestä on pääosin myönteinen. Ehdotettujen muutosten voidaan katsoa olevan oikeansuuntaisia ja ne ovat pääosin hyvin perusteltuja. Kommentoin tämän takia lähemmin vain yhtä kohtaa, joka ei mielestäni ole johdonmukainen.

Sijoituspalvelulaki: muutokset rahoitusvälineiden tuotehallinta- ja tuotavalvontasäännökseen.

Esityksessä kirjoitetaan: ” *Toinen tuotehallintasääntelystä vapautettava kokonaisuus olisi* ***ennenaikaista takaisinmaksua koskevan lausekkeen sisältävät joukkovelkakirjat****. Toisin kuin edellä hyväksyttäviä vastapuolia koskevassa helpotuksessa, huojennus koskisi kaikkia asiakasryhmiä ei-ammattimaiset asiakkaat mukaan luettuna. [...] Komissio on lisäksi perustellut muutosta sillä, että* ***kyseisen sopimusehdon*** *sisältävien joukkovelkakirjojen sulkeminen sääntelyn ulkopuolelle ei myöskään vaarantaisi sijoittajansuojaa.*” (sivut 23-24, tummennukset omiani)

Tämä ehdotus on näkemykseni mukaan puutteellinen, koska se rajaa tuotehallintosääntelystä pois **vain ne** joukkovelkakirjat, joissa on tämä nk. ”make-whole clause”. Jos tällaisen joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskija ei käytä ennenaikaisen takaisinmaksun mahdollisuutta, kyseinen velkakirja käyttäytyy kuten tavallinen velkakirja, jossa ei ole kyseistä sopimusehtoa. Näin ollen tavallinen, ”plain vanilla” velkakirja on ”make-whole clause” - velkakirjaa yksinkertaisempi ja jopa turvallisempi sijoitusinstrumentti. **Ollakseen johdonmukainen, kyseisen muutoksen pitäisi vapauttaa tuotehallintasääntelystä myös nämä yksinkertaisemmat joukkovelkakirjat. Vapautettavat rahoitusinstrumentit olisivat siis 1) ne velkakirjat, joissa ei ole johdannaiskomponenttia, sekä 2) ne velkakirjat, joissa on ennenaikaisen takaisinmaksun lauseke mutta ei muita johdannaiskomponentteja.**

Ehdotukseni tuntuu olevan myös EU-tason tekstin mukainen. Teksti löytyy EU:n virallisesta lehdestä.[1] Ote alla:

” *The* ***issuance of bonds*** *is crucial in order to raise capital and to overcome the COVID-19 crisis. Product governance requirements can restrict the sale of bonds. Bonds* ***with no other embedded derivative than a make-whole clause*** *are generally considered safe and simple products that are eligible for retail clients. […] Product governance requirements should therefore no longer apply to bonds* ***with no other embedded derivative*** *than a make-whole clause.*

[1] DIRECTIVE (EU) 2021/338 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL. https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2021/338

Tulkintani mukaan ”bonds with no other embedded derivative than a make-whole clause” viittaa **tavallisiin joukkovelkakirjoihin** sekä "**make-whole clausen” sisältäviin velkakirjoihin.** Tätä tulkintaa tukee myös, että otteen alussa puhutaan joukkovelkakirjoista yleisesti.