

VAASAN YLIOPISTO

KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA

TALOUSOIKEUDEN LAITOS

Olli Välimäki

YRITYSRAHOITUKSEN RELEVANTIT KOVENANTIT

Vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja

Talousoikeuden
lensiaatintutkimus

VAASA 2009

SISÄLLYS	sivu
LIITTEET, TAULUKOT JA KUVIO	7
TIIVISTELMÄ	9
LYHENTEET JA OIKEUSTAPAUKSET	11
1. JOHDANTO	13
1.1. Tutkimusaiheen taustat	13
1.1.1. Muuttuvat rahoitusmarkkinat ja pankkirahoitus	13
1.1.2. Tutkimustehtävä, tutkimuksen toteutus ja rajaus	16
1.1.3. Aikaisempi tutkimus ja lähdeaineisto	21
1.1.4. Tutkimuksen metodologia ja rakenne	29
1.2. Kovenanttirahoitus ja riskienhallintafunktio	31
1.2.1. Kovenanttirahoituksen lähtökohdat ja määritelmät	31
1.2.2. Kovenanttityypit, käyttötilanteet ja päämäärät	35
1.2.3. Riskit ja niiden hallinta kovenantein	43
1.2.4. Basel II ja hinnoitteluriski	48
2. KOVENANTTIRAHOITUKSEN ASEMOINTI OIKEUSJÄRJESTELMÄÄN JA RAHOITUSTEORIOIHIN	53
2.1. Kovenanttirahoituksen normipohja	53
2.1.1. Rahoitusoikeus, luotto-oikeus, luottosopimus ja sopimusoikeus	53
2.1.2. Yritysten normit	55
2.1.3. Pankkitoiminnan normit	58
2.2. Sopimusoikeus kovenantti -kontekstissa	61
2.2.1. Sopimusvapaus ja sopimuksen sitovuus	61
2.2.2. Lojaliteetti- ja luottamusperiaate	62
2.2.3. Sopimuksen kohtuusperiaate, sovittelu ja tehokkuus	64
2.2.4. Sopimuksen syntyminen, tulkinta, sisällön muuttaminen ja vakioehto-opit	67
2.2.5. Dynaaminen vai staattinen sopimus	74
2.3. Rahoitusteoriat kovenanttien käytön taustalla	78
2.3.1. Epäsymmetrinen informaatio	78
2.3.2. Moraalinen hasardi ja päämies -agenttiteoria	79

3. INFORMAATIOKOVENANTIT	83
3.1. Erilaiset informaatiokovenantit ja niiden käytön päämäärät	83
3.2. Selonteot ja vakuutukset	84
3.3. Informaatiokovenantit sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen	89
3.3.1. Ennakoiva tiedoksianto	89
3.3.2. Säännöllinen ja systemaattinen tiedoksianto	90
3.3.3. Jälkikäteen tapahtuva tiedoksianto	92
3.4. Vakiosopimuksen tiedoksianto	93
4. KOMPETENSSINRAJOITUSKOVENANTIT	95
4.1. Erilaiset kompetenssinrajoituskovenantit ja niiden käytön päämäärät	95
4.2. Identiteetin säilyminen	96
4.2.1. Identiteettikovenanttien lähtökohdat	96
4.2.2. Omistuksenpysyvyys ja varallisuuserien siirtorajoitukset	97
4.2.3. Investointien enimmäismäärä ja voitonjako	100
4.2.4. Vakuutusturva, immateriaalioikeudet, luvat ja ympäristölainsäädäntö	103
4.2.5. Vakuuden asettamiskielto	106
4.3. Vieraan pääoman kovenantit	109
4.3.1. Luoton ottaminen, konvertointi ja käyttötarkoitus	109
4.3.2. Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuus, laina, konserni- avustus, omat osakkeet ja kauppasumman kohdistaminen	111
4.3.3. Korkoriskin hallinta	113
4.4. Velkojien tasapuolisuuteen liittyvät kovenantit	114
4.4.1. Rahoittajien tasapuolisuus	114
4.4.2. Luoton ristiineräännittäminen	115
5. FINANSSIKOVENANTIT	117
5.1. Erilaiset finanssikovenantit ja niiden käytön päämäärät	117
5.2. Maksukyky	119
5.2.1. Kassavirtalaskelman jäämät	121
5.2.2. Ylimääräinen ja vapaa kassavirta	122
5.3. Kannattavuus	124
5.3.1. Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen	125
5.3.2. Käyttökate suhteessa korkokuluihin	127

5.3.3. Käyttökateen määrä ja käyttökateprosentti	128
5.4. Vakavaraisuus	127
5.4.1. Omavaraisuusaste ja oman pääoman vähimmäismäärä	129
5.4.2. Nettovelkaantumisaste ja suhteellinen velkaantuneisuus	131
5.4.3. LTV -kovenantti	132
6. HINNOITTELUKOVENANTIT JA ASIAKKUUDENHALLINTA	135
6.1. Luoton asiakaskohtainen dynaaminen hinnoittelu	135
6.2. Pankista riippumattomat syyt luoton uudelleen hinnoitteluun	138
6.3. Muut tuottokovenantit	139
6.4. Asiakkuudenhallinta	140
7. KOVENANTTIEN SEURANTA JA SEURAAMUKSET	144
7.1. Kovenanttien seuranta	144
7.2. Kovenanttien rikkoutuminen	146
7.3. Takaisinsaanti	154
8. TUTKIMUKSEN TULOKSET	162
8.1. Kovenanttirahoituksella sopimuskumppaneiksi	162
8.2. Liiketaloudellinen tehokkuus	163
8.2.1. Sopimusoikeudellisesti tehokas rahoitussopimus	163
8.2.2. Riskienhallinnallisesti tehokas rahoitussopimus	164
8.2.3. Taloudellisesti tehokas rahoitussopimus	166
8.2.4. Asiakkuudenhallinnalliset tehokas rahoitussopimus	167
8.3. Muita tutkimushavaintoja	167
8.4. Jatkotutkimus	169
LÄHTEET	167
ESIMERKKITEKSTIT	178

LIITTEET	sivu
Liite 1: Rahoitussopimus	180
Liite 2: Hyväksymiskirje / waiver	186
Liite 3: Haastattelulomake (tiivistelmä, 2007)	187
 TAULUKOT JA KUVIO	
Taulukko 1. Yritystoiminnan tunnuspiirteet ja IBD / EBTDA tavoitetaso	126
Taulukko 2. IBD/EBITDAn tavoiteporrastus ja sitä vastaava marginaalitaso	127
Taulukko 3. IBD/EBITDA ja sitä vastaava EBITDA / Interest Expense suuruus- luokkataso	128
Taulukko 4. Omavaraisuusaste (%), IBD / EBITDA (12 kk) ja marginaali (%)	130
Taulukko 5. Equity ratio ja IBD / EBITDA - vertailu	131
Taulukko 6. Omavaraisuusaste - hinnoittelu	136
Taulukko 7. Esimerkkitekstiin perustuva omavaraisuusasteprosentti, korolliset velat / käyttökate (12 kk) ja marginaaliprosentti	137
Kuvio 1. Kovenanttien rikkoutumiseen reagointi	147

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta****Tekijä:**

Olli Välimäki

Tutkielman nimi: Yritysrahoituksen relevantit kovenantit, vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja**Ohjaaja:**

Professori Vesa Annola

Tutkinto:

Kauppätieteiden lisensiaatti

Laitos:

Talousoikeuden laitos

Oppiaine:

Talousoikeus

Aloitusvuosi:

2007

Valmistumisvuosi:

2009

Sivumäärä: 188

TIIVISTELMÄ

Rahoitusmarkkinoiden muutoksista huolimatta keskisuuret yritykset turvautuvat rahoitustarpeissaan edelleen pääosin pankkirahoitukseen. Rahoituksen saatavuuden esteenä ovat kuitenkin usein vakuusongelmat. Näitä ongelmia voidaan vähentää kovenanteilla, yksilöllisten rahoitussopimusten ehdoilla. Tämän tutkimuksen aiheena on relevanttien kovenanttien hyödyntäminen keskisuurten osakeyhtiöiden rahoituksessa.

Tutkimuksen tarkoituksena on pankkikeskeisesti selvittää, miten kovenanttien käytöllä voidaan sopimusoikeudellisin ratkaisuin hallita rahoitusriskiä perinteisen panttioikeuden keinoista poiketen tai yhdessä niiden kanssa, sekä miten kovenanttien avulla voidaan luottopäätökseen liittyvää arvioinnin painopistettä siirtää perinteisestä vakuusajattelusta yrityksen liiketoiminnan arviointiin ja luotonhoitokyvyn turvaamiseen. Tutkimuksen tarkoituksena on tunnistaa kovenanttien käyttöön liittyviä ongelmia ja etsiä niihin sopimusoikeuden mahdollistamia ratkaisuja. Tutkimusongelmana on määrittää liiketaloudellisesti järkevän ja sopimusoikeudellisesti tehokkaan kovenanttirahoituksen lähtökohdat ja elementit.

Tutkimuksen lähdemateriaali koostuu sekä teoreettisesta että empiirisestä aineistosta. Teoreettinen aineisto on kerätty aikaisemmasta tutkimuksesta, rahoituksen sekä sopimusoikeuden yleisteoksista sekä muusta aiheeseen liittyvästä materiaalista. Kotimaisen lähdeaineiston lisäksi on käytetty Leedsin yliopistosta vuonna 2008 saatua materiaalia. Empiirinen aineisto käsittää yhteensä 19 kpl vuosia 2007 - 2008 tehtyjä puolistrukturoituja tai strukturoimattomia teemahaastatteluja. Tutkimus on teorian ja empirian vuoropuhelua. Kovenanttirahoitus on edelleen melko uutta ja tutkimusta aiheesta on tehty vähän. Suomalaista materiaalia löytyy käytännössä vasta vuodesta 1996.

Kovenanttirahoituksen perusasetelma on selkeä; kovenanteilla pankki pyrkii hallitsemaan sellaisen rahoituksen riskejä, jossa pankin vakuusasema on epätydyttävä. Pankki pyrkii usein säilyttämään velallisen identiteetin sellaisena kuin se luottopäätöstä tehtäessä oli ja luotonhoitokyvyn riittävänä. Jos muutoksia tapahtuu, pankki pyrkii saamaan niistä tiedon mahdollisimman varhaisessa vaiheessa ja arvioimaan omaa asemaansa rahoittajana uudelleen. Perusasetelmaan on kuitenkin tullut erilaisia uusia vivahteita. Kovenantteja sisältävä rahoitussopimus saa yhä useammin kumppanuuteen ja kannattavuuteen liittyviä piirteitä. Pankeilla on kilpailun kiristyessä tarve hallita asiakkuuksia ja mm. Basel II -muutoksen myötä rahoitussopimuksen kovenantti on yhä useammin pankin tuottotason varmistava dynaaminen hintakovenantti.

Hyvin laadittu rahoitussopimus parantaa pankin riskiasemaa oleellisesti, auttaa ratkaisemaan dynaamisten olosuhteiden aiheuttamia hinnoitteluongelmia ja syventää yrityksen ja pankin yhteistyötä. Tutkimuksen perusteella sopimusoikeudellisesti, riskienhallinnallisesti, taloudellisesti ja asiakkuudenhallinnallisesti tehokas sopimus edellyttää useiden seikkojen huomioimista ja mahdollistaa erilaisia variaatioita. Mutta yksilöllisesti laadittu, toimiva rahoitussopimus on liiketaloudellisesti perusteltu ja kovenanttirahoitus on pankkien ja yritysten ja näin pitkällä tähtäimellä koko yhteiskunnan intressien mukaista.

AVAINSANAT: kovenantti, rahoitussopimus, yritysrahoitus, riski, sopimus, vakuus

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki
EU	Euroopan Unioni
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
HE	Hallituksen esitys
IBD	Interest bearing debt
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KonkurssiL	Konkurssilaki
KPA	Kirjanpitoasetus
KPL	Kirjanpitolaki
KRL	Kaupparekisterilaki
KTM	Kauppa- ja teollisuusministeriö
LuottolaitosL	Laki Luottolaitostoiminnasta
OikTL	Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista
Oy	Osakeyhtiö
OYL	Osakeyhtiölaki
Rata	Rahoitustarkastus
TakSL	Laki takaisinsaannista konkurssipesään
TTL	Tilintarkastuslaki
VKL	Velkakirjalaki

OIKEUSTAPAUKSET

Korkein oikeus	sivu
KKO:1978 II 126	73
KKO:1981 II 141	73
KKO 1984 II 1	150
KKO 1985 II 29	64
KKO 1986 II 126	64
KKO:1990:148	64
KKO:1992:50	73,138
KKO:1993:45	72
KKO:1994:55	138
KKO:1995:56	138
KKO:1995:157	138
KKO:1997:104	138
KKO:2001:126	72
KKO:2003:24	155
KKO:2003:26	69
KKO:2003:60	63
KKO:2007:72	63
KKO:2008:46	155

Hovioikeus

15.12.2006 TurHO S 04/329 (ei valituslupaa / 2007)	63,64
--	-------

1. JOHDANTO

1.1. Tutkimusaiheen taustat

1.1.1. Muuttuvat rahoitusmarkkinat ja pankkirahoitus

Suomalaiset rahoitusmarkkinat ovat kokeneet suuria muutoksia viimeisen runsaan kahdenkymmenen vuoden aikana. Keskeisinä muutostekijöinä ovat olleet kansainvälistymisen ja markkinoiden monipuolistuminen. Muutosten lähtölaukauksena vuonna 1986 vapautettiin ulkomaiset luotot teollisuudelle ja varustamoille ja tästä seurasi eri vaiheissa edennyt säännöstelyn purkaminen¹. Rahamarkkinoiden vapautuminen sijoittui aikaan, jolloin talouskasvu oli nopeaa ja suomalaisten elintasoja nostettiin velkarahalla. Samalla kylvettiin kotimaisen laman ja pankkikriisin siemenet.

Kun rahamarkkinat nopeasti vapautuivat, velkaantuivat monet yritykset hallitsemattomasti. Vuoden 1991 devalvaation ja vuoden 1992 valuutan kelluttamisen myötä ajautui suuri osa yrityksistä maksuvaikeuksiin ja osa konkurssiin. Samalla omaisuusarvot romahtivat ja pk -yrittäjien kotitaloudet joutuivat takausten ja henkilökohtaisen omaisuuden panttausten, pankkien edellyttäminen vakuuksien, realisointien johdosta vaikeuksiin. Näiden vuosien seurauksena pk -yritykset varovat yhä luotonottoa ja niiden investointihalukkuus on melko vähäistä. Yli kaksikymmentä vuotta sitten alkaneet muutokset ja nopeista muutoksista syntyneet ongelmat heijastuvat edelleen jossain määrin koko yhteiskuntaan.²

Muutokset kansainvälisessä pankkikentässä ovat 2000 -luvun loppupuolella kiihtyneet ja koko rahoitustoimiala on turbulenssin kourissa. Kansainvälistymiskehityksen myötä toimialan globaalit muutokset heijastuvat välittömästi myös Suomessa. Tällä hetkellä näyttää USA:ssa syntynyt subprime -asuntoluottojen arvopaperistamisesta liikkeelle lähtenyt, pankkien keskinäisenä luottamuspulana edennyt ja rahan hinnoitteluun kielteisesti vaikuttanut ja jopa yksittäisten valtioiden väliintuloa edellyttävä pankkikriisi johtavan mm. alan

¹ Kulha (2000) s. 20 – 22.

² Haastattelut.

edelleen konsolidoitumiseen³ ja luottoriskien entistä tarkempaan arviointiin sekä näin myös pankkien vakuusvaatimusten lisääntymiseen.

Suomalaisen laman ja sitä seuranneen pankkikriisin heijastuksien ja nyt hämmennystä herättävän kansainvälisen pankkien keskinäisen epäluottamuksen johdosta yritysten kehittyminen ja kasvu ovat usein vaikeiden päätösten takana. Monesti tyydytään olemassa olevaan tilanteeseen⁴ ja pidättäytyään ratkaisevista investoinneista tai niiden rahoittamiseksi ei löydetä osapuolia tyydyttäviä ratkaisuja. Pk -yritysten varovaisuus investoida, kasvaa ja kehittyä on ongelma, koska niiden merkitys työllistäjänä ja talouskasvun moottorina ja näin hyvinvointiyhteiskunnan rakentajana on suuri. Uusia pk -yrityksiä tarvitaan nyt enemmän kuin koskaan ja nykyisten tulisi entistä aktiivisemmin uskaltaa investointien kautta kehittää toimintaansa ja kasvaa.

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja jatkuva lainsäädännön uudistaminen⁵ ovat positiivisuudessaan merkinneet erilaisten rahoitusvaihtoehtojen lisääntymistä ja rahoittajien tuotevalikoiman kehittymistä. Lähinnä suuryritysten kansainväliset rahoitusjärjestelyt, mm. LMA -mallin⁶ mukaiset syndikoidut⁷ luotot, ovat kehittyneet nopeasti. Pk -yritykset turvautuvat kuitenkin yhä edelleen vieraan pääoman ehtoissa rahoituksessa pääosin perinteiseen pankkirahoitukseen⁸. Pk -yrityskenttään on syntynyt ja syntyy yhä kasvavassa määrin innovatiivisia, osaamisintensiivisiä yrityksiä⁹, joiden varallisuus ja voimavarat eivät näy tase-erissä ja joiden toiminnan kehittämisen pullonkaulana ovat rahoituksen saatavuus ja ennen kaikkea siihen liittyvät vakuusjärjestelyt. Myös pankkien ja yritysten välinen kanssakäyminen on saamassa kansainvälisiä piirteitä. Aikaisempi luonteva ja tiivis kumppanuus, tietojen vaihto ja jopa pankin osallistuminen yritysten tärkeiden ratkaisujen

³ Jo ennen 2000 -luvun lopun globaalia taantumaa ovat finanssikonsortiot, rahoitusalan konglomeraatit, Suomessa yleistyneet. Tämä seurauksena yhä useammin keskisuuret yritykset ovat keskittäneet finanssipalvelunsa yhden konsortion eri yhtiöille. Esimerkkejä keskittymistä ovat mm. OKO - Pohjola - OP-Henkivakuutus - Ilmarinen, Sampo Pankki - IF-Henki - Sampo-Varma ja Nordea Pankki - Nordea Vahinkovakuutus - Nordea Henkivakuutus - Varma.

⁴ Mm. Rosendahl (2008), Aamulehti 6.5.2008, jossa siteeraus EK:n ja Ernst & Youngin kasvuyrityskyselystä; "...työnantajayrittäjien määrä on jämähtänyt paikoilleen. Vähissä ovat yritykset, jotka ovat kasvattaneet liikevaihtoaan yli 10 prosentilla vuodessa kolmen vuoden ajan. Näitä oli vuonna 2006 kaikista yrityksistä vajaat neljä prosenttia...".

⁵ Uusi OYL ja AML muutokset.

⁶ LMA (2008), Loan Market Association, www.loan-market-assoc.com.

⁷ Pankkiyhdistys, syndikoidussa luotossa luotonottaja saa luoton pankkien muodostamalta sijoittajaryhmältä eli syndikaatilta. Lainan kokonaismäärä on jaettu osuuksiin, joita syndikaattiin osallistuvat pankit merkitsevät itselleen ensisijaismarkkinoilta.

⁸ Mm. Elinkeinoelämän keskusliitto, EK (2007) s. 10.

⁹ Mm. ICT ja palvelutoimiala.

päätöksentekoon, kaikki tämä ilman sopimuksia, on muuttumassa kohti sopimuksia edellyttävää yhteistyötä.

Pk -yrittäjien pankkirahoitus ei ole teknisesti merkittävästi tai perusteiltaan ratkaisevasti muuttunut kahdenkymmenen vuoden aikana. Kun pankki arvioi yrityksen maksukyvyyn olevan riittävä velvoitteiden hoitoon ja rahoituspäätös on näin ollen lähtökohtaisesti myönteinen, astuu kuvaan pankkirahoituksen tärkeänä ja usein ratkaisevana elementtinä vakuus¹⁰. Pk -yrityksen tulee asettaa vakuus, jonka pankki voi yrityksen luotonhoitokyvyn päätyttyä realisoida ja näin turvata omat saatavansa.

Vakuuslähtöinen ajattelutapa ei *kuitenkaan tue taloudellisesti tehokkaiden yritysten tai hankkeiden rahoittamista*, koska se kohdistaa luottopäätösarviointia vakuuskohteen arvon riittävyteen, eikä velallisen kykyyn suoriutua luottosopimuksen mukaisista velvoitteistaan.¹¹ Panttioikeuden on nähty haittaavan taloudellista kehitystä, koska se vääristää velallisen tekemiä valintoja ja vähentää velkojan valvontahalua¹².

Vakuuksista kovenantteihin

Kansainvälisessä rahoituksessa ja suurimpien kotimaisten yritysten ollessa kysymyksessä vakuuskysymyksissä ratkaisuna toimivat usein erilaiset kovenantit. Kovenanteilla rahoittajat pyrkivät varmistamaan velallisen luotonhoitokyvyn ja rahoituksen perusteena on yrityksen maksukyvyyn varmistava kassavirta, ei vakuus. Kovenanttien käytön laajentamisesta yhä suuremmassa mittakaavassa myös pk -yritysten rahoitukseen keskusteltiin laajasti 1990 -luvun laman hellittäessä ja ne ovatkin nykyään yhä useampien rahoitusjärjestelyiden elementtinä yhä pienemmässä yrityskokoluokassa.

Kovenantteja kutsutaan sopimusvakuuksiksi. *Kovenantit eivät kuitenkaan ole vakuuksia niiden perinteisessä merkityksessä. Niiden käyttöön ei liity vakuusesinettä tai kolmannen antamaa takausta, sitoumusta.* Ne voivat kuitenkin parhaimmillaan riittävästi ja ratkaise-

¹⁰ Mm. Rosendahl (2008), Aamulehti 6.5.2008, jossa siteeraus EK:n ja Ernst & Youngin kasvuyrityskyselystä; ”...rahoitusongelmat himmentävät kasvuhaluja...yritykset ovat törmänneet ongelmiin pankin vaatimien reaali- vakuuksien ja takuiden kanssa” sekä Elinkeinoelämän keskusliitto (2007), s. 9.

¹¹ Mm. Villa (2003), Esipuhe V ja VI.

¹² Tammi-Salminen (2001), s. 145.

vasti tukea vakuusriskiä sisältävää rahoitusta. Teollisuuden ja Työnantajien Keskusliitto¹³ asetti 1995 työryhmän selvittämään mahdollisuuksia käyttää kovenantteja pk -yritysten rahoituksessa¹⁴ ja Kauppa- ja Teollisuusministeriön 1996 asettama työryhmä jatkoi selvitystyön tekemistä¹⁵. Molemmat työryhmät olivat sitä mieltä, että kovenanttipohjaista rahoitusta tulee kehittää ja pk -yrittäjiä tulee kouluttaa ja heille tulee tiedottaa kovenanttirahoituksen mahdollisuuksista.

Kovenanttien käytön asteittainen yleistymisen¹⁶ pienemmässä yrityskokoluokassa onkin ehkä merkittävin pk -yritysten rahoittamisessa viime vuosina tapahtunut kehitysaskel. Kovenanttien käyttöä keskisuudessa yrityskokoluokassa on ”harjoiteltu” ja pankeille on kertynyt kokemuksia niiden käytön laajentamiseksi. Nähtäväksi jää, tuovatko nyt meneillään oleva rahoitusalan globaali kehitys yhdessä Basel II -muutosten kanssa esille ne tekijät, jotka johtavat kovenanttien käytön lisääntymiseen koko yritysrahoituskentässä. Tämä kehitys olisi toivottavaa, koska parhaimmillaan niillä voidaan edesauttaa monien kansantaloudellisesti järkevien, työllisyyttä ja kasvua edistävien hankkeiden rahoittamista, parantaa pankkien ja samalla myös yritysten riskienhallintaa ja tehosta rahoitusmarkkinoiden toimintaa kokonaisuudessaan. Kovenanttien käyttö ei kuitenkaan ole yksiselitteistä. Niiden hyödyntäminen edellyttää sopimusoikeudellisten ja liiketaloudellisten perusteiden kokonaisvaltaista ymmärtämistä.

1.1.2. Tutkimustehtävä, tutkimuksen toteutus ja aiheen rajaus

Tutkimuksessa selvitetään, miten *kovenanttien käytöllä voidaan sopimusoikeudellisin ratkaisuin hallita pankin rahoitusriskiä* perinteisen panttioikeuden keinoista poiketen tai yhdessä niiden kanssa, sekä miten kovenanttien avulla voidaan luottopäätökseen liittyvää arvioinnin painopistettä siirtää perinteisestä vakuusajattelusta yrityksen liiketoiminnan arviointiin. Lähtökohta oletuksena on, että kovenanttien tyypillinen käyttötilanne on sel-

¹³ Teollisuuden ja Työnantajien Keskusliitto ja Palvelutyönantajat yhdistyivät vuoden 2005 alussa Elinkeinoelämän Keskusliitoksi (EK).

¹⁴ Teollisuuden ja Työnantajien Keskusliitto, Sopimusvakuudet lieventämään pk-yritysten vakuusongelmia (1996)

¹⁵ Kauppa- ja Teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja, Kovenantit osana pk -yritysten rahoitusta (1996).

¹⁶ Niskanen (2004), s.137 ja haastattelu Kallioinen, näiden molempien mukaan kovenanttien yleistymisen hidasteena on ollut suomalainen pankkikeskeinen rahoituskulttuuri, jossa yritysten ja pankkien perinteisesti tiivis kanssakäymisen on täyttänyt monitorointitarpeen. Niskanen (2004), s. 137 ”...a distinguishing feature of the bank-based systems is that banks *by nature* monitor the performance of their customer firms more closely than in market-based systems such as that of the U.S” ”...and covenants have until quite recently not been considered to improve the efficiency of monitoring”.

lainen, jossa *luottoharkinta perustuu vakuuden sijaan yrityksen kassavirtaan luoton takaisinmaksun turvaajana*. Tämän tutkimuksen tehtävä on arvioida kassavirran turvaamiseen perustuvia sopimusoikeudellisia riskienhallintakeinoja.

Pyrkimyksenä on tunnistaa relevanttien kovenanttien käyttöön liittyviä mahdollisuuksia ja ongelmia sekä etsiä ongelmiin sopimusoikeuden mahdollistamia ratkaisuja. *Tutkimusongelmana on määrittää liiketaloudellisesti järkevän ja sopimusoikeudellisesti tehokkaan kovenanttirahoituksen lähtökohdat, edellytykset ja elementit*. Tutkimus on *pankkikeskeinen*.

Tutkimuksessa systematisoidaan kovenanttia sopimusoikeudellisena ilmiönä. Tärkeää on selvittää ilmiön syy-seuraussuhteet. Empiria on tällöin vahvasti mukana. Empirian merkitys korostuu myös siinä, että tutkimus kohdistetaan relevantteihin kovenantteihin, jotka ovat vakiinnuttamassa paikkansa yritysten pankkirahoituksessa joko riskienhallinnan apuvälineinä tai muiden syiden johdosta. Tutkimuksessa annetaan kovenanttirahoitukselle konteksti laajalla normistoon sekä sopimusoikeuden periaatteisiin liittyvällä taustoituksella ja tätä tietoa sovelletaan käytäntöön empiirisellä tutkimusotteella. Käytännönläheisenä ja yritysten kannalta konkreettisenä tuloksena syntyy myös malleja siitä, miten kovenantilla voidaan helpottaa yritysten vakuusongelmia.

Yritykset voidaan EU -komission suosituksen mukaisesti henkilöstömäärän ja liikevaihdon tai taseaseman mukaan määrittää pk -yritykseksi. Pk -yrityksen henkilöstön määrä on alle 250 henkeä ja vuotuinen liikevaihto on enintään 50 miljoonaa euroa tai tase enintään 43 miljoonaa euroa.¹⁷ Määritelmästä johdettuna yritys on keskisuuri, kun sen henkilöstön määrä on 50 - 249, vuotuinen liikevaihto on alle 50 miljoonaa euroa ja/tai taseen kokonaissumma on 10 - 43 miljoonaa euroa¹⁸.

Tämän tutkimuksen pääkohderyhmänä ovat *keskisuuret yritykset ja niiden pankkirahoitus*¹⁹ ja *pankkirahoituksen liittyvät rahoitussopimukset ja niiden kovenantit*. Yrityskokoa

¹⁷ 2003/361/EY, yritys on pk -yritys, kun se täyttää molemmat kynnyksarvot ja kun sen pääomasta tai äänimäärästä alle 25 % on toisen yrityksen tai julkisyhteisön hallussa. Suuren yrityksen 25 % omistus ei automaattisesti johda pk -yritysaseman menettämiseen, mutta 25 % julkisyhteisön omistusosuudella yritys ei pääsääntäisesti ole pk -yritys.

Komission suositus määrittää erikseen mikroyritykset (micro enterprises), pienet yritykset (small enterprises) ja mikrot, pienet ja keskikokoiset yritykset (SME, micro, small and medium-sized enterprises).

¹⁸ 2003/361/EY.

¹⁹ Hemmo (2001), sivut 9 - 10, Luottolaitoksia ovat talletuspankit ja luottolaitostoimintaa harjoittavat osakeyhtiöt, osuuskunnat ja hypoteekkiyhdistykset. Luottolaitostoiminnalla tarkoitetaan ns. peruspankkitoimintaa (core banking),

ei kuitenkaan pidetä tiukasti rajaavana tekijänä. Keskisuuria yrityksiä suuremmassakin kokoluokassa voidaan usein perustellusti pitää pankkirahoitusta ensisijaisena rahoitusmuotona. Näin esimerkiksi niissä tilanteissa, joissa rahoitustarve ei yrityksen kokoon nähden ole merkittävä tai yrityksellä on omistuksessaan sellaista vakuusmassaa, joka tekee pankkirahoituksesta joustavuudeltaan ja hinnaltaan kilpailukykyisen vaihtoehdon. Tätä havainnollistaa case esimerkki 2.

Keskisuuria yrityksiä pienemmässä kokoluokassa, pienissä yrityksissä, ei lähtökohtaole-
tusten²⁰ perusteella ole useinkaan riittäviä taloushallintoon liittyviä valmiuksia kovenant-
tien laajempaan käyttöön ja koska kysymys on mittaluokaltaan, määrältään ja riskiltään
pienemmästä rahoituksesta, nousevat rahoittajan yksittäisen rahoituksen transaktio-
kustannukset usein niin suuriksi, että yksilöllisten sopimusten laatiminen ei panos-tuotto-
ajattelun mukaisesti ole perusteltua. Lisäksi pienimmät yritykset voidaan tietyissä sopi-
musoikeuteen liittyvissä näkökohdissa²¹ rinnastaa kuluttajiin²², jolloin sopimustyyppi
muuttuu kuluttajasopimukseksi ja tulkinta sen mukaiseksi.

Rajausta ei kuitenkaan pientenkään yritysten osalta tehdä tiukaksi. Pieni yritys voi omata
laadukkaan ja kattavan taloushallinnon ohjauksen, sen vastuuhenkilöt voivat olla neuvot-
telukumppaneina pankkiin nähden tasavertaisia ammattilaisia ja rahoituksen volyymit ja
riskitasot voivat olla niin suuret, että rahoittajan kannalta on perusteltua edellyttää riskin
hallitsemista kovenantein. Tällaiset pienet yritykset ovat potentiaalisia kasvuyrityksiä²³ ja
sen hetkisestä kokoluokastaan huolimatta potentiaalisia kovenanttirahoituksen kohteita.
Case 1 esimerkin yritys täyttää ennen yrityskauppaa tietyiltä osin pienen yrityksen tunto-
merkit.

joka määritellään LuottolaitosL 1.1 §:ssä. Pankki -nimen käyttö on luottolaitoslaissa tarkkaan säänneltyä. Talletus-
pankilla on oltava pankki -sana tai -yhdysosa toiminimessään. Muutoin vain Suomen Pankki ja Pohjoismaiden In-
vestointipankki saavat käyttää pankki -nimikettä, jonka käyttö on siten kielletty muilta kuin talletuspankimuotoisil-
ta luottolaitoksilta.

²⁰ KTM -raportti (1996), s. 29, Tuomisto (1999) s. 69 ja haastattelut Rimpilä ja Kiiski.

²¹ Mm. tasapuolisuus neuvottelukumppaneina.

²² Jos yrittäjä on yksityinen elinkeinonharjoittaja, esimerkiksi parturi-kampaaja, on rinnastus kuluttajaan ilmeinen ja
perusteltu. Lisäksi pankeilla on erilaiset vakiosopimusehtoiset velkakirjat niille yrityksille, jotka se rinnastaa kulutta-
jiin.

²³ Ks. esim. Seppä (2006), s. 140, jonka mukaan kasvuyritys voidaan karkeasti määritellä yritykseksi, jonka tavoitte-
leman kasvun myötä se viimeistään *lakkaa olemasta vain pieni* tai alkuvaiheen yritys.

Kokoluokkarajauksen perusteella voitaisiin olettaa, että tutkimuksessa rajautuvat pois ne yritykset, joiden osake on julkisen kaupankäynnin kohteena²⁴. Näin ei kuitenkaan automaattisesti tapahdu, sillä monille pienemmillä listoilla noteerattaville pörssiyrityksille perinteinen pankkirahoitus on joustavin ja käytetyin rahoitusvaihtoehto. Julkinen noteeraus aiheuttaa kuitenkin sen, että omistajuus on levinnyt laajalle ja tietyt kovenanttityypit eivät ole relevantteja ja niiden käyttöä tulee tarkasti ja yksilöllisesti harkita²⁵. Lähtökohtaisesti kovenantit toimivat tarkoituksensa mukaisesti parhaiten, jos velallisyhtiön osakkaat liittyvät velkojan ja velallisyhtiön väliseen sopimukseen²⁶. Kovenanttiohjausta voidaan kuitenkin muilta kuin omistuksenpysyvyyden osalta hyödyntää myös tässä kohderyhmässä. Tätä havainnollistetaan case esimerkillä 3.

Yksityisoikeudellisista oikeushenkilöistä yhtiöt voidaan jakaa pääomayhtiöihin ja henkilöyhtiöihin. Suomen oikeus tuntee vain yhden pääomayhtiötyypin eli osakeyhtiön²⁷. Tämän tutkimuksen kohderyhmästä rajataan pois henkilöyhtiöt eli avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt. Näin tutkimus kohdistetaan vain osakeyhtiöihin, joka on Suomessa tärkein liiketoiminnan harjoittamisen muoto²⁸.

Velkasuhteen solmimisessa käytetyt standardoidut vakiovelkakirjalomakkeetkin sisältävät erityisehtoja, kovenanteja. Tässä tutkimuksessa selvitetään myös vakioehtoproblematiikkaa ja mm. vertaillaan niiden käyttöä yksilöllisiin sopimusehtoihin. Tämän tutkimuksen lähtökohtana kuitenkin on, että rahoitussopimus on yksilöllinen, räätälöity sopimus.

Rahoitussopimuksissa voi olla useita osapuolia (multilateraalisopimukset). Myös velkojat voivat laatia keskinäisiä sopimuksia²⁹, joissa voidaan sopia esimerkiksi velkojien mak-

²⁴ OYL jaottelee osakeyhtiöt yksityisiin (oy) tai julkisiin (oyj). Yksityisen osakeyhtiön osakepääoman on oltava vähintään 8.000 euroa ja julkisen osakeyhtiön vähintään 80.000 euroa. Pörssissä yhtiöt jaetaan niiden markkina-arvon mukaan kolmeen luokkaan; 1) Large Cap, markkina-arvo > 1 miljardi euroa 2) Mid Cap, markkina-arvo < 1 miljardi > 150 miljoonaa euroa 3) Small Cap, markkina-arvo < 150 miljoonaa euroa. Markkina-arvo tarkistetaan vuosittain 1.1. ja 1.7. ja se perustuu osakkeiden marraskuun ja toukokuun kaupankäyntimäärillä painotettuun keski-kurssiin.

²⁵ Esim. omistuksenpysyvyys- ja informaatiokovenantit.

²⁶ Mm. Villa (2003), s. 67.

²⁷ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 14.

²⁸ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 15 – 16, kaupparekisterin tilastotiedon mukaan 31.12.2006 eri yhtiömuotoja oli rekisterissä seuraavasti; yksityisiä osakeyhtiöitä 179.270 kpl, julkisia osakeyhtiöitä 212 kpl, avoimia yhtiöitä 13.739 kpl ja kommandiittiyhtiöitä 39.216 kpl.

²⁹ Haastattelut, rahoittajien keskinäiset etusijat ja muut suhteet, ns. intercreditor -sopimukset. Yksinkertainen esimerkki velkojien välisestä sopimuksesta on vakuudenjakosopimus, jossa sovitaan velkojien vastuiden vakuudeksi pantattujen kiinteistö- tai yritys kiinnitysten (panttikirjojen) välinen etuoikeusjärjestys esimerkiksi vetoketjuperiaatteella, vuorotellen.

sunsaantijärjestyksestä vastoin siitä annettua lakia³⁰. Tässä tutkimuksessa pitäydytään pääosin *pankki - yritys ja omistaja* rahoitussopimussuhteessa (bilateraalisopimukset), eikä perusteellisesti analysoida sellaisia kovenanteja sisältäviä sopimuksia, joissa on mukana kilpailevia rahoittajia tai sopimuksia, jotka ovat selkeästi velkojien välisiä rahoittajasopimuksia. Jotta kuitenkin kokonaiskuva käytettävissä olevista relevanteista kovenanteista säilyy ehjänä, ja koska yrityksellä saattaa olla selkeästä pääpankkisuhteesta huolimatta sivupankkisuhde ja rahoitustilanteet muuttuvat, tuodaan esille omana ryhmänään multilateraaliosopimuksissa lähes poikkeuksetta käytettävät tärkeimmät rahoittajien tasapuolisuutta korostavat kovenantivaihtoehdot.

Velkaan liitettyä velkojan oikeutta vaihtaa velkasaaminen velallisyhtiön antamiin uusiin osakkeisiin sekä velkojan oikeutta merkitä velallisyhtiön antamia uusia osakkeita voidaan myös pitää velkaan liittyvinä erityisehtoina eli kovenanteina³¹. Myös OYL:n 5 luvussa säänneltyä pääomalainaa voidaan pitää esimerkkinä kovenanttiehtoisesta velasta³². Tässä tutkimuksessa ei tarkastella oman pääoman ehtoisia tai omaan pääomaan johtavia rahoitusvälineitä, kuten vaihtovelkakirja-, optio- tai pääomalainoja. Kovenanttien käyttöön konsernirakenteessa liittyy erilliskysymyksiä ja sopimuskäytännössä konsernirakenne voidaan huomioida monin eri tavoin. Tutkimuksessa ei käsitellä konsernirakenteen erilliskysymyksiä.

1990 -luvun laman seurauksena kovenantit on usein liitetty kriisiyritysten rahoittamiseen.³³ Tässä tutkimuksessa lähdetään kuitenkin oletuksesta, että sopijaosapuolet, pankki ja yritys sekä omistaja, ovat tasapuolisia sopimusosapuolia, eikä kenelläkään ole määräävää asemaa neuvotteluissa. Kun yritys on insolvenssissa (maksukyvyttömyys) tai välittömässä vaarassa ajautua insolvenssiin, tämä tasapuolinen neuvotteluasema saattaa olla uhattuna. Tämän tutkimuksen ulkopuolelle jätetään saneeraustilassa tai siihen joutumassa olevat yritykset ja niiden ns. ”work out case” -rahoitussopimukset³⁴ ja niiden kovenantit.

Tutkimuksen kohteeksi muodostuu näin ollen normaalin liiketoimintaedellytyksen omaavan keskisuuren osakeyhtiön perinteisen pankkirahoituksen yksilölliset rahoitussopimukset.

³⁰ Villa (2003), s. 64.

³¹ Villa (2003), s. 1.

³² Villa (2003), s. 2.

³³ KTM -raportti (1996), s. 18.

³⁴ Work out case -termi haastatteluista, erityisesti Kiiski.

set, joissa pankin ansainta perustuu korkotuottoon, eikä pankilla ole omistus- tai voitto-osuustavoitteita ja joissa sopimuskumppanina pankin lisäksi on yhtiö ja mahdollisesti yhtiön omistaja. Tietyin kriteerein kohteena ovat myös kasvupotentiaaliset pienemmät yritykset tai sellaiset suuremmat yritykset, joiden rahoitusrakenne ja volyymit muistuttavat keskisuurta yritystä.

1.1.3. Aikaisempi tutkimus ja lähdeaineisto

Suomalaista tutkimusta ja kirjallisuutta kovenanteista ja kovenanttien käytöstä on olemassa niukasti. Esimerkiksi vähittäispankkitoiminnassa käytetyssä perusteoksessa *Pankkitoiminnan ja taloudenpidon lakiasiat*, Kärävä, Riihimäki, Kärävä, ei ole ennen KTM -raporttia ilmestyneissä painoksissa lainkaan mainintaa kovenanteista, eikä esimerkiksi Erkki Kontkasan toimittamassa *Pankkitoiminnan käsikirjassa* (1991) tai Antti Riihimäen toimittamassa *Luotot ja vakuudet* (1993) mainita kovenanteja. Myöskään yliopistollisissa julkaisuissa, esimerkiksi Ari Saarnilehdon ja Jarmo Tuomiston *Luottosopimuksesta* (1995) ei ole kovenanteja huomioitu. Varsinainen suomalainen kovenanttitutkimus ja kirjallisuus on noin kymmenen vuoden ikäistä.

Jyrki ja Mervi Niskanen julkaisivat 1999 tutkimuksensa *Covenants in Finnish small and medium sized firms' loans*. He tutkivat kovenanttien käyttöä pienissä ja keskisuurissa yrityksissä keskittyen erityisesti kovenanttien yleisyyteen luottosopimuksissa, tyypillisiin kovenanteihin sekä siihen, mitkä yrityskohtaiset tekijät vaikuttavat kovenanttien valintaan ja käyttöön. Vuosina 1994 - 1997 kerätty aineisto koostui Hämeen läänissä sijaitsevista erityyppisistä yrityksistä, lukuun ottamatta aivan pienempiä palvelualan yrityksiä. Otos oli 840 yrityksen suuruinen. Yritykset ottivat em. vuosina 642 luottoa. Näistä 72 kpl (11,2 %) sisälsi yhteensä 149 kpl erilaista kovenanttia (keskimäärin 2,1 kovenanttia rahoitussopimusta kohti).³⁵

Vuonna 1999 kovenanteja, niiden oikeudellista asemaa velkasuhdetta säänneltäessä, tutki myös Tero Tuomisto. Tuomiston lisensiaattityön *Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa - tarkasteltavana erityisesti pk -yritykset* -perusteella yrittäjien tietoisuus kovenanteista on

³⁵ Apiladon ja Millingtonin (1992), s. 43, vertaileva tutkimus USA:sta, jonka mukaan pienillä yrityksillä oli luottosopimusta kohden keskimäärin 18,2 kovenanttia. Yi (2005), abstracts, tutkimuksen mukaan kovenanttien määrä kasvaa luottomäärän kasvaessa. "...total debt of a firm increases, the number of debt covenants also increases."

hyvin puutteellista, mutta innovaatio nimeltä kovenantti voisi hyvinkin olla istutettavissa suomalaiseseen sopimuskäytäntöön nykyistä laajemmin. Kysymys on ennen kaikkea osaa-
misen ja tietoisuuden levittämisestä. Tuomiston tutkimuksen mukaan mm. rahoittajien ta-
sapuolinen kohtelu- (pari passu) ja ristiineräännyttämiskovenantit (cross default) ovat
käyttökelpoisimpia ja yleisimpiä pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksessa käytettyjä
kovenantteja.³⁶ Tätä tutkimustulosta ei kuitenkaan voitu enää 2007 – 2008 tehdyissä tee-
mahaastatteluissa vahvistaa.

Eva Tammi-Salmisen väitöskirja kompetenssinrajoituskovenantista, negative pledgedä,
valmistui 2001. Väitöskirjan nimi on *Sopimus, kompetenssi ja kolmas*. Tutkimuksessa
selvitettiin luotonsaajan panttaus- tai luovutuskompetenssia tai molempia rajoittavien eh-
tojen sitovuutta kolmanteen henkilöön, jolle omistaja on perustanut oikeuden kompetens-
sirajoituksen³⁷ vastaisesti.

Vuonna 2002 Heikki Kuuselan tutkimuksessa *Konkurssitakaisinsaanti kovenantti-
luotonannossa* keskitytään selvittämään kovenanttien suhdetta ja ristiriitoja takaisinsa-
ntilain tarkoitukseen. Kuusela vaati tutkimuksessaan selkeämpää lainsäädäntöä juridisen
epävarmuuden poistamiseksi ja *vailla moitittavia motiiveja toimivan luotonantajan ase-
man selkeyttämistä*, kun se pyrkii kovenantein varmistamaan luoton takaisinmaksun.

Useissa uusimmissa suomalaisissa 2000 -luvulla ilmestyneissä rahoitus-, luotto-, ja sopi-
musoikeuden yleisteoksissa³⁸ kovenanteista on usein tiivistetysti mainittu, joten kove-
nanttien käytön yleistyminen ja merkityksen lisääntyminen on nähtävissä myös rahoitus-
alan kirjallisuudessa.

Kansainvälistä tutkimusta kovenanteista on tehty laajasti³⁹. Tutkimukset on tehty maissa,
joissa rahoitusmarkkinat ovat Suomen rahoitusmarkkinoita kehittyneemmät⁴⁰. Ehkä mer-
kittävin perustutkimus on Smithin ja Warnerin tutkimus päämies-agenttiteorian ongelmi-
en lieventämisestä kovenanttien avulla vuodelta 1979⁴¹. Tämä tutkimus tehtiin yhdeksän

³⁶ Tuomisto (1999) mm. sivut 73 - 74 ja 111.

³⁷ Kompetenssinrajoituskovenantti on kuvaava nimike toimintakovenantille.

³⁸ Mm. Hoppu - Hoppu (2008), Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet ja Hemmo (2001), pankkioikeus.

³⁹ Mm. Day - Taylor (1996), s. 4.

⁴⁰ USA, Iso-Britannia, Australia ja Kanada.

⁴¹ Niskanen (1999), s. 4.

vuotta sen jälkeen, kun Akerlof⁴² oli esittänyt tutkimuksen autokauppamarkkinaesimerkeillä haitallisen valikoitumisen tai moraalisen hasardin⁴³ ongelmista.

Smith ja Warner esittivät, että kovenantteja sisällytetään rahoitus sopimukseen, jotta vältetään konflikteja osakkeenomistajien ja rahoittajien välillä. He erottivat neljä erilaista ongelmaa; osinko-ongelman (dividend problem), velkavaateen vesittymisongelman (claim dilution problem), investointien riskin kasvattamisen (asset substitution problem) ja ali-investointiongelman (underinvestment problem). Muita ulkomaisia kovenanttitutkimuksia ovat tehneet mm. Myersin (1977) ja Malitzin (1986) sekä kovenanttien ja kirjanpidon suhdetta ovat tutkineet mm. Press ja Weintrop (1990) ja Begley (1990).⁴⁴

Lisäksi muuta kansainvälistä yritysrahoitukseen liittyvää päämies - agentti tutkimusta on tehty runsaasti⁴⁵ ja sitä voidaan kovenanttirahoituksen arvioinnissa valikoiden hyödyntää. Mm. Hubbard (1998) arvioi epätäydellisen informaation vähentyessä rahoituksen saannin helpottuvan ja Ang, Cole ja Lin (2000) näkivät pankin valvonnan ja yrityksen omistusjohtajuuden (vrt. omistuksenpysyvyysskovenantti) laskevan agenttikustannuksia. Näiden tutkimusten perusteella pankin valvontaa lisäävällä kovenanttirahoituksella on vaikutuksia sekä rahoituksen saatavuuteen että sen hintaan. USA:ssa on 2000 -luvulla ollut usein PhD -tutkimuksen tutkimusaiheena kovenantteja sivuavia aiheita, joita tässäkin tutkimuksessa (mm. Paglia, Fields, Yi ja Janes) käytetään *täydentävinä* lähteinä.

Haastattelut ja case esimerkit

Tutkimuksen empiirisen aineiston keruu tehtiin kahdessa eri osassa. Vuonna 2007 haastatteluja tehtiin 9 kpl ja vuonna 2008 10 kpl, näin haastatteluja tehtiin yhteensä 19 kpl. Empiirisellä aineistolla pyrittiin löytämään käytännön ilmiöiden kautta tukea tai perusteltua kritiikkiä teoreettiselle viitekehykselle ja alan kirjallisuudelle. Tässä tutkimuksessa empiiristä aineistoa taustoitetaan lisäksi kolmella anonyymillä case esimerkillä. Haastat-

⁴² Akerlof G. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.

⁴³ Suomennettu moraaliseksi onnenkaupaksi, termi käytössä mm. Seppä (2006), s. 86

⁴⁴ Niskanen (1999), s. 4.

⁴⁵ Mm. Seppä (2006), s. 171, jossa viittaus tutkimuksiin Fama (1980), Fama & Jensen (1983a) ja (1983b).

telut ja rahoitussopimusten analysointi on tutkimustapa, jota on käytetty aiheen ulkomaisessakin tutkimuksessa⁴⁶.

Tieteellisen tutkimuksen luotettavuutta ja soveltuvuutta tutkimusongelman ratkaisuun arvioidaan tutkimuksen reliabiliteetin ja validiteetin avulla. Reliabiliteetilla tarkoitetaan mittaustulosten toistettavuutta. Reliabiliteetti osoittaa tutkimuksen kykyä antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia. Validiteetti taas tarkoittaa mittarin tai tutkimusmenetelmän kykyä mitata juuri sitä, mitä on tarkoituskin mitata⁴⁷.

Validiteetin kannalta oleellista on tutkimusaineiston ja johtopäätösten suhde. Haastattelututkimuksessa kyse on ennen kaikkea siitä, että haastateltava antaa todenmukaista tietoa. Tämän tutkimuksen osalta validiteettia pyrittiin nostamaan niin, että ensimmäisessä vaiheessa 2007 haastateltiin kovenantteja sisältävien rahoitussopimusten tekijöitä, 7 kpl asiakasvastuullisia johtajia sekä myös 2 kpl luottojohtajia, jotka pystyivät arvioimaan kovenanttien käyttöä kokonaisuutena ja osana pankin luottopolitiikkaa. Haastatteluja tehtiin 6 kpl Nordea Pankissa, 2 kpl Osuuspankissa ja 1 kpl Sampo Pankissa. Haastatteluaikaa varattaessa kerrottiin haastattelun tarkoitus ja aihe.

Haastatteluja ei nauhoitettu. Haastattelut kestivät keskimäärin 1,5 tuntia, joten kokonaisuhaastatteluajaksi muodostui noin 13,5 tuntia. Aineisto kerättiin avoimella haastattelulla sekä lomake- ja teemahaastattelun yhdistelmällä. Avoimella, keskustelun omaisella haastattelulla pyrittiin löytämään näkökantoja kovenanttien käytöstä ja saamaan käsitys asiakasvastuullisten henkilöiden osaamisesta ja toimintatavoista. Kokonaan ja osittain strukturoidulla haastattelulla rajattiin aihepiiri ja tema, mutta kysymykset olivat joko tarkasti muotoiltuja ja edellyttivät yksiselitteistä vastausta (esim. kyllä / ei) tai antoivat mahdollisuuden vapaampaan vastaamiseen. Haastattelija esitti haastattelulomakkeen kysymykset ja täytti lomakkeet saamiensa vastausten mukaisesti. Lomakkeita ei lähetetty etukäteen tutustuttaviksi.

⁴⁶ Day - Taylor (1995), sivut 11 -12, "Consequently, no list of banks is provided here. However, the sample contained the five major UK clearing banks with national coverage and three smaller clearing banks with smaller national branch networks or niche markets. In addition, six merchant banks were present in the sample, including independent institutions and subsidiaries of both UK clearers and overseas banks."... "Data relevant to the research issues were collected from the sample institutions in two ways: by *structured interviews with staff* from the cooperating institutions, and by the analysis of loan contracts provided by the cooperating institutions. The interviews were conducted with loan officers, legal officers (where appropriate) and with senior executives".

⁴⁷ Mm. Hirsjärvi - Remes - Sajavaara (2008), s. 226.

Toisen vaiheen 10 henkilön (osa yhteishaastatteluina) haastattelun informantteina toimivat johtavasta yritysrahoituspankista erikseen valitut asiantuntijat, joilla oli kokemusta niin rahoitussopimusten laatimisesta, kuin myös niiden laatimisen ohjeistamisesta. Lisäksi haastateltiin esimiestasoisia henkilöitä, joiden tehtävänä on mm. valvoa ja oheistaa rahoitussopimusten käyttöä.

Haastattelut tehtiin teemahaastatteluina ja osin ryhmähaastatteluina, lomakkeita ei käytetty, eikä valmiita kysymyksiä laadittu. Erityisesti haastatteluiden loppuvaiheessa lisäselvityksiä vaativia teema-alueita annettiin haastateltaville sähköpostitse etukäteen luettavaksi. Näillä haastatteluilla pyrittiin edelleen validiteetin nostamiseen, koska niillä voitiin tarkentaa epäselvyyksiä ja tulkinnanvaraisia kohtia.

Validiteettia saattaa laskea haastateltavan haluttomuus antaa vastauksia joihinkin kysymyksiin. Mitään tällaisia merkkejä ei haastatteluissa havaittu, päinvastoin etukäteen arvioitu haastattelu-aika pääsääntöisesti ylittyi. Esiymmärryksen muodostamisessa auttoi ja kokonaisvaliditeettia nosti myös se, että tutkija tekee itse työkseen keskisuurille yrityksille kovenanteja sisältäviä rahoitussopimuksia.

Tutkimuksen reliabiliteettia voidaan pitää hyvänä. Aihe oli haastateltavia kiinnostava, he halusivat edesauttaa kovenanttitutkimuksen edistymistä sekä samalla itse kehittyä rahoitusalan ammattilaisina. Rahoitussopimuksia pidettiin jokaisessa haastattelussa hyvin relevanttina tutkimuskohteena. Haastatteluissa saatiin toisiaan tukevia havaintoja ja tutkija analysoi kaikki haastattelut itse, näin haastattelijasta johtuvilta eroilta vältyttiin.

Tutkimuksen taustoittamiseksi, empiirisen materiaalin ja kirjallisuuden tueksi sekä myös tutkielman luettavuuden lisäämiseksi käydään läpi kolme esimerkkiä ja niihin viitataan tutkimuksen eri vaiheissa. Esimerkit on valittu seuraavien kriteerien perusteella; yritys sopii tutkimuksen kohderyhmään ja yrityksen kanssa on tutkijan toimesta laadittu viimeisen vuoden aikana useita kovenanteja sisältävä rahoitussopimus ja rahoitussopimuksessa sovittu rahoitus on toteutettu. Toisin sanoen esimerkit ovat aitoja ja tutkijalla on ollut mahdollisuus perehtyä niihin perusteellisesti ja olla mukana neuvottelujen eri vaiheissa ja näin saada tilaisuus myös ymmärtää yrityksen kantaa ja näkemystä kovenanteista ja niiden relevanttiudesta ja liiketaloudellisista perusteluista. Lisäksi lähtökohdiltaan kahta sa-

manlaista yritystä ei ole otettu esimerkiksi, vaan jokaisella on omat tunnuspiirteensä. Yritysten identiteettejä ei tutkimuksessa paljasteta.

Case 1. Yritys on runsaat kaksikymmentä vuotta toiminut, voimakkaasti sekä orgaanisti ja useamman yrityskaupan myötä kasvanut palvelualan yritys. Yritys on yksityisesti omistettu niin, että suurimman yksityisen omistajan omistusosuus asettuu välille $> 50 \% < 70 \%$. Yrityksen asiakaskunta on laajaa ja vakiintunutta. Kansainvälistä toimintaa ei ole, sen yritys kokee tulevaisuudessa sekä mahdollisuudeksi että uhaksi. Yritys toimii Pohjois-Suomea lukuun ottamatta lähes koko maassa.

Rahoitustarve syntyi yrityksen laajentumissuunnitelmien myötä. Suunnitteilla oli jälleen kerran yrityskauppa, tällä kertaa kuitenkin mittaluokaltaan suurin koskaan toteutetuista. Ostettavan kohteen liiketoiminnan tuotot olivat n. 60 - 70 % case -yrityksen omasta vastaavasta volyymistä.

Yrityksen pääomistaja omaa liikkeenjohtajan kykyjä teknisen kompetenssin lisäksi. Hän toimii yrityksen operatiivisessa johdossa. Yrityksen taloushallinto oli laadukasta. Lähtötilanteessa yrityksen liiketoiminta oli kannattavaa; EBITDA -%⁴⁸ oli 13 - 20 %, SIPO -%⁴⁹ yli 40 %, OVA -%⁵⁰ n. 50 % ja IBD/EBITDA -suhdeluku⁵¹ n. 0,5x. Yritykselle oli kertynyt omaisuutta, mutta sitä oli pätevän arvion perusteella ja rahoittajan käyttämien vakuusarvoin arvioituna n. 25 % hankkeen rahoitustarpeesta.

Kysymyksessä on siis voimakkaasti kasvanut ja edelleen kasvuun pyrkivä, kannattava, yksityisesti omistettu ja pääomistajan johtama yritys, joka oli ostamassa toista suurta alan toimijaa, ja jolla ei ollut käytettävissä riittävästi reaalivakuutta. Rahoitusneuvotteluiden ja rahoitussopimuksen luonnostelun aikana rahoittaja varmistui yrityksen talousjohdon ennusteiden luotettavuudesta ja integraatiosuunnitelmien laadukkuudesta. Rahoitus myönnettiin hyödyntämällä sekä pantti- että sopimusoikeutta.

⁴⁸ EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, tulos ennen korkoja, veroja, poistoja ja lyhennyksiä.

⁴⁹ SIPO -%, sijoitetun pääoman tuotto -%, nettotulos + rahoituskulut + verot (12) / sijoitettu pääoma keskimäärin tilikaudella -%.

⁵⁰ OVA -%, omavaraisuusaste -%, oikaistu oma pääoma / oikaistun taseen loppusumma – saadut ennakot -%.

⁵¹ IBD/EBITDA -suhdeluku, Interest Bearing Debt / EBITDA, korolliset velat suhteessa käyttökatteeseen.

Rahoitussopimuksen kovenanteilla rahoittaja halusi tässä tapauksessa säilyttää yrityksen identiteetin ja omistuksen ennallaan, sopia yhtiön omistaman omaisuuden panttaamisesta, huolehtia tiedoksiannosta, saada etukäteen tietoa tietyn euromäärän ylittävistä investoinneista, jotka voivat vaikuttaa oleellisesti yhtiön kannattavuuteen ja vakavaraisuuteen, sopia kaksisuuntaisesta hintakovenantista, jonka lähtökohtana on sekä kannattavuus - vakavaraisuusmittari (IBD/EBITDA), sopia riittävästä korkoriskin hallinnasta (korkosuojaus johdannaisopimuksin) ja asioinnin keskittämistä sekä eräännyttämisen ja sopimussakon perusteista.

Case 2. Yritys on keskisuuri yhtiö, jonka osakkeet ovat julkisesti noteerattavia (Oyj). Koska pörssiyhtiöitä on Suomessa vain runsas 200 kpl, yrityksen identiteetin paljastumisen välttäminen ei mahdollista tarkempaa taustoitusta.

Rahoitustarve syntyi rahoitusrakenteen yksinkertaistamis- ja selkeyttämistarpeesta sekä maturiteetin pidentämisestä, kun tietyt operatiivisen toiminnan tavoitteet oli saavutettu ja uusia liiketoimintaosia oli integroitu osaksi perusliiketoimintaa ja näin rahoitustilanne ja -tarve oli talousjohdon arvion mukaan stabiloitunut. Kovenanttirahoituksen osalta yhtiön talousjohto oli osaavaa ja ilman identiteetin paljastumisen välttämistarvetta talousjohtoa olisi pyritty haastattelemaan tämän tutkimuksen lähteeksi.

Rahoitussopimus laadittiin ja rahoitus modifioitiin uudelleen. Kovenanttien osalta oli huomattavaa se, että sinänsä aktiivista omistajuutta ei kyetty sitomaan osaksi sopimusta, ei sopimuksen osapuoleksi eikä omistuksenpysyvyyskovenantilla takaamaan henkilökohtaisia panostuksia yrityksen hyväksi tai toimimaan yrityksen menestyksen ”takuumiehenä”. Näin rahoittajan kykenemättä vaikuttamaan asiaan yhtiön omistus voi muuttua ja uusi omistus voi olla rahoittajan kannalta vähemmän toivottu ja mahdollisesti muodostaa jopa riskin luoton takaisinmaksulle.

Tiedoksiantokovenantin osalta voitiin edellyttää ennen rahoitussopimuksen laatimista tarkkaa historiainformaatiota ja suuntaa-antavia ennusteita, mutta sopimuksen voimassaoloaikana rahoittaja toimii pääosin yhtiön yleisölle antamien taloudellisten- yms. pörssi-tiedotteiden varassa. Huomattavista yritysjärjestelyistä yhtiö on kuitenkin sitoutunut informoimaan rahoittajaa etukäteen. Sinänsä arvokkaan omaisuusmassa vakuusjärjestelyt toteutettiin kahdella kompetenssinrajoituskovenantilla: negative pledgellä ja mahdolliseen

myyntitilanteeseen liittyvän, tietyn omaisuuserän kauppasumman kohdistamissitoumuksella.

Case 3. Yritys on pitkän historian omaava monialateollisuusyhtiö. Yhtiöllä on vankka, substanssia omaava omistus ja liikkumavaraa antava omaisuusmassa. Operatiivinen toiminta jakautuu monelle alalle ja on vahvasti osaamisintensiivistä kanssaryrittäjyyttä. Keskeisenä haasteena on sidosryhmien ja verkostojen johtaminen ja ohjaus.

Yhtiö on kokoluokaltaan noussut yli keskisuuren yrityksen mitta-arvojen, mutta omaa perusteet edelleen hoitaa rahoitus joustavasti ja kilpailukykyisesti perinteisen pankkirahoituksen muodossa. Syndikoitua luottoa muistuttavan ns. clubirahoituksen⁵² vahvuudet olivat osoittautuneet heikkouksiksi (mm. joustamattomuus) ja rahoitustarve oli syntynyt olemassa olevan rahoituksen pitkän tähtäimen järjeistämistä ja konvertoinnista sekä lähitulevaisuuden hankkeiden rahoittamisesta. Haasteet yrityksen rahoittamiselle tulivat siinänsä kannattavan liiketoiminnan ennustettavuudesta ja tuloksentekevyyden volatilitiiteetista. Yritykselle ”vuodet eivät ole olleet veljeksiä keskenään”.

Toteutettu rahoitusjärjestely on kombinaatio pantti- ja sopimusoikeuden keinoin toteutetusta rahoituksesta. Luottoriskiä on hallittu ja näin myös luoton lähtöhintatasoa on laskettu vakuuden avulla. Tosin hintataso on myös selkeästi ja yksiselitteisesti kiinnitetty yrityksen toiminnan tuloksellisuuteen. Rahoitusmäärä on suurehko, joten Basel II - vakavaraisuussäännöstenkin toimiessa ajurina hinnan tulee seurata asiakkaan taloudellisen mittareiden monitoroimaa asiakasluokkaa. Toisaalta yrityksellä on kaksisuuntaisen hintakovenantin myötä edelleen mahdollisuus laskea rahoituskustannuksiaan.

Vaikka lähtökohtaisesti finanssikovenanttien avulla pankin toimesta pyritään saamaan rahoittajalle nopea reagoitioikeus, on tässä tapauksessa yritykselle annettu poikkeuksellisen pitkä aika korjata mahdolliset tunnuslukuongelmat. Tämä perustuu liiketoiminnan luonteelle, erinomaiseen taloushallintoon ja sen tuottamaan luotettavaan ennustemateriaa-

⁵² Haastattelut, 1) Myllylä, ns. clubirahoituksessa pankit (n.2-4 kpl) sopivat kokonaisrahoituksesta yhdessä, jakaen rahoitettavan euromäärän erikseen sovittavan suhteen mukaan keskenään (ei välttämättä tasasuhteinen) ja sopivat mm. vakuudenhaltijapankin, joka hallinnoi vakuuksia kaikkien pankkien yhteiseen lukuun. Luotto on LMA – tyyppinen, ei vakiovelkakirja sisältävä, pienimuotoinen syndikoitua järjestelyä vastaava rahoituspaketti. 2) Vuojolainen, clubirahoitussopimuksesta voidaan laatia yksilöllinen multilateraalirahoitussopimus sekä jokainen pankki voi erikseen laatia asiakkaan kanssa standardilomakevelkakirjan liitteineen.

liin, joihin yleensä liittyvät operatiivisen johdon selvitykset korjaavista toimenpiteistä (action plan) ja kohtuullisen hyvään vakuus- ja nettovarallisuusasemaan.

Erityisen haasteen tämän rahoitussopimuksen tiimoilta tarjosi löytää yhteisymmärrys rahoitussopimuksen luonteeseen kuuluvan ja siihen aina sisältyvän pankille kovimman sanktion antavan, kiistattoman eräännyttämisosoikeuden reunaehdoista sopiminen. Näissä neuvotteluissa yritys osoittautui neuvottelutaitoa ja -voimaa omaavaksi tyypilliseksi suuremman kokoluokan yritykseksi.

1.1.4. Tutkimuksen metodologia ja rakenne

Tämä tutkimus on kvalitatiivinen ja lainopillinen. Tutkimuksessa systematisoidaan kovenanttia sopimusoikeudellisena ilmiönä. Tutkimus toteutetaan kirjallisen materiaalin, aikaisemman tutkimuksen ja ennen kaikkea empiirisen tutkimuksen avulla saatujen käytännön ilmiöiden analyysinä. Empiirinen aineisto saa tutkimuksessa merkittävän roolin, koska kirjallinen materiaali on vähäistä.

Tutkimusaihetta taustoittava kirjallisuus on pitkälti sopimusoikeuden yleisteoksia. Suoraan kovenantteihin liittyvää suomalaista tutkimusta tai oikeuskirjallisuutta on käytettävissä hyvin vähän, eikä tutkimusta tukevaa oikeuskäytäntöä ole juurikaan olemassa. Lisämateriaalina käytettävissä on viranomaisohjeita ja lehtiartikkeleita. Aihepiiriin liittyvää, tutkimusta tukevaa ulkomaista tutkimusmateriaalia, artikkeleita ja yleiskirjallisuutta on saatu Englannista. Haastattelujen kohdejoukko on valittu tarkoituksenhakuisesti, koska haastatteluilla ei ole ollut tarkoitus selvittää asioita yleisellä tasolla, vaan päästä ilmiöihin ja niiden taustoihin syvällisesti ja yksityiskohtaisesti kiinni ja käyttää tuloksia ”ammattilaisargumentteina”. Tutkimusaineisto on monitahoista ja sen tarkastelu yksityiskohtaista.

Tutkimus on oikeustaloustieteellinen. Siinä tarkastellaan oikeuden ja markkinoiden välistä suhdetta ja kuinka normeja käytetään ja voidaan käyttää markkinoiden säätelyyn ja miten tehokasta tämä sääntely on. Tutkimuksessa hahmotetaan oikeudellisten normien roolia taloudellista taustaa vastaan. Olemassa olevien oikeussääntöjen taloudellinen tehokkuus ja taloudellisten ilmiöiden kuvaaminen on tutkimuksen teemoja, joten tutkimusta voidaan pitää positiivisen oikeustaloustieteellisen suuntauksen edustajana. Tutkimuk-

nessä on myös otteita kuvailevasta tutkimuksesta, joka pyrkii vastaamaan kysymyksiin ”miten, miksi ja millainen”. Tässä tutkimuksessa arvioidaan mm. sitä, minkälaiset oikeussäännöt olisivat liiketaloudellisesti tehokkaita.

Käsite-analyttisen tutkimusmenetelmän avulla analysoidaan käsitteitä ja luodaan käsitejärjestelmä, jolloin tutkimuskohteena ovat useimmiten tosiasiat ja normit ja tutkimustulokset ovat toteavia tai suosittelevia. Tämän tutkimuksen toinen luku on käsite-analyttinen. Sen avulla perehdytään keskeisiin käsitteisiin ja määritelmiin. Normatiivinen tutkimus on vastakkainen kuvailevalle tutkimukselle ja sillä pyritään vastaamaan kysymykseen ”miten pitäisi toimia” ja esittämään suosituksia. Tutkimuksessa on normatiivisia piirteitä, kun siinä arvioidaan kovenanttien oikeudellista merkitystä ja havainnoidaan kovenanttirahoituksen kehittämiskohtia.

Toiminta-analyttinen tutkimusote on käyttäytymistä ymmärtävää, eräänlainen empirian ja teorian vuoropuhelu. Toiminta-analyttisellä otteella syntyy arvio kovenanttirahoituksen nykytilasta ja kehitystarpeista. Tutkimus on kolmannesta kuudenteen lukuun osittain toiminta-analyttinen. Tutkimusta on haluttu elävöittää narratiivisen tutkimuksen keinoin. Narratiivit ovat kertomuksia, tarinoita tai tapahtumien kulkuja, jotka ovat keskeisiä työkaluja, joiden avulla ihmiset ymmärtävät itseään, asioita ja asioiden yhteyksiä⁵³. Tämän tutkimuksen narratiiveja ovat reaali maailman case esimerkit.

Tutkimus rakentuu kahdeksasta pääluvusta. Johdanto -osuudessa kuvataan tutkimuksen lähtökohdat ja taustat, tutkimuksen keskeiset käsitteet ja kovenanttien määritelmät, havainnollistetaan niiden käyttöä, käytön viitekehystä sekä määritellään tutkimustehtävä rajauksineen ja tutkimusongelma toteuttamistapoineen. Lisäksi tässä osiossa esitellään kolme tutkimuksen aihetta kuvaavaa case esimerkkiä. Johdanto -osiossa pyritään tutkimuskohde kuvaamaan osana sen käytännöllistä viitekehystä ja näin havainnollistamaan tutkimusongelma.

Tämän jälkeen tutkimuksen toisessa luvussa selvitetään kovenanttirahoituksen taustalla olevaa oikeusnormistoa ja rahoitusteorioita sekä tutkimuksen kannalta oleellisia sopimusoikeudellisia määritelmiä, periaatteita, yleisiä oppeja ja muita argumentteja. Tämä luku antaa edellytykset arvioida yksilöllisiä rahoitussopimuksia ja niiden sisältämiä ko-

⁵³ Hirsijärvi - Remes - Sajavaara (2008), s. 213.

venantteja sopimusoikeudellisena ilmiönä sekä osana rahoitusmarkkinoiden laajaa kokonaisuutta.

Tutkimuksen kolmas, neljäs, viides ja kuudes luku muodostavat tutkimuksen empiirisen substanssin. Kolmas luku käsittelee informaatiokovenantteja, neljäs luku kompetenssinrajoituskovenantteja, viides luku finanssikovenantteja sekä kuudes luku hinnoittelukovenantteja ja asiakkuudenhallintaa kovenanttien avulla. Luvuissa käydään läpi kaikki tutkimuksessa esiintyneet relevantit kovenanttityypit, niiden käytön päämäärät ja liiketaloudelliset perusteet ja mahdollisuudet. Finanssikovenanttiselvityksissä esitetään myös vaihtoehtoisia, ei käytössä olevia malleja ja tunnuslukuja sekä kuvataan syndikoitujen luottojen vaihtoehtoja. Kovenanttityyppien ja niiden käyttötilanteiden esittelyssä hyödynnetään case esimerkit ja läpi koko tutkimuksen esitetään sopimusteknisiä esimerkkejä.

Seitsemännessä luvussa käsitellään kovenanttien seuranta, rikkoutumista ja takaisin-saantiriskiä. Kahdeksannessa luvussa arvioidaan tutkimuksen tuloksia ja tehdään niistä johtopäätöksiä.

1.2. Kovenanttirahoitus ja riskienhallintafunktio

1.2.1. Kovenanttirahoituksen lähtökohdat ja määritelmät

Kovenantit ovat lähtöisin Yhdysvalloista⁵⁴, josta ne ovat levinneet ympäri maailmaa ja tulleet Iso-Britannian kautta Eurooppaan⁵⁵. Niitä on käytetty erityisesti suuryritysten rahoituksessa. Suuryhtiöiden muissa maissa toimivien tytäryhtiöiden välityksellä kovenantit ovat levinneet yhä laajemmalle ja myös pk -sektorille. EU -maista kovenanttien käyttö pk -yrityksissä on yleisintä Iso-Britanniassa. Saksassa kovenantteja käytetään vain suuryritysten rahoituksessa, mutta käytön voidaan ennustaa kasvavan pk -yrityksissä. Ruotsissa kovenantteja käytetään pk -yritysten rahoituksessa yleisemmin kuin Suomessa⁵⁶.

⁵⁴ Mm. Tuomisto (1999), s. 56, Day - Taylor (1995), s. 3, joiden mukaan kovenanttitutkimusta on tehty pääosin USA:ssa, mutta myös Australiassa ja Kanadassa.

⁵⁵ Mm. Tuomisto (1999), s. 56.

⁵⁶ KTM -raportti (1996), s. 35.

KTM -raportissa ei pidetä suomalaista kovenanttiterminologiaa vakiintuneena⁵⁷ ja TT:n työryhmä käyttää omassa selvityksessään ensisijaisena termiä sopimusvakuus⁵⁸. Tuomisto sen sijaan toteaa englannin kielestä tulevan covenant -sanon suomenkieliseksi vastineeksi vakiintuneen kovenantin. Tämä lisäksi Tuomisto tarjoaa vastineeksi *välipuheen*, *sopimusvakuuden* ja *negatiivisen ehdon*. Edellä mainittujen lisäksi KTM -raportissa mainitaan termit *luottojen erityisehdot*, *lisäehdot* ja *finanssikovenantit* ja Seppo Villa lisää omassa teoksessaan luetteloon *sivuvälvoitteen*.

Haastateltujen asiantuntijoiden mukaan heidän edustamiensa pankkien sisäisessä materiaalissa esiintyvät lisäksi termit *lisäehdot* ja *erityiset luottoehdot*. Esimerkkisopimukset on nimetty pääosin *rahoitussopimuksiksi* tai pelkästään *sopimuksiksi*, ei kuitenkaan kertakaan kovenanttisopimuksiksi. Haastatteluissa tuli edellä mainittujen lisäksi satunnaisesti esille termit *herrasmiessopimus* ja *räätälöity rahoitussopimus*.

Haastatteluissa ei kukaan haastateltava maininnut välipuheesta, sopimusvakuudesta tai sivuvälvoitteesta. Finanssikovenantit ja negatiiviset ehdot ovat erikseen määriteltäviä kovenanttityyppejä, ehtojen alalajeja. Käytännössä *rahoitussopimus*, *luoton lisä-* tai *eritysehto* ja *kovenantti* ovat termejä, joita rahoitusammattilaisten puhekielellä käytetään jo vakiintuneesti. Näiden keskinäinen suhde on selvä; rahoitussopimus on laadittavan sopimuksen yleisnimi ja kovenantit ja lisä- tai erityisehdot ovat käsitteellisesti synonyymejä muodostaen rahoitussopimuksen substanssin. Tämän tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että runsaan kymmenen vuoden aikana terminologia on vakiintunut; rahoitussopimuksia laaditaan ja ne sisältävät ehtoja, kovenantteja. Tältä osin havainto on yhtenäinen KTM -raportin kanssa, joka linjaa asian toteamalla, että *kovenantit ovat osa rahoitussopimusta*⁵⁹.

Rahoitussopimukset sisältävät Niskasen tutkimuksen mukaan keskimäärin 2,1 kovenanttia⁶⁰. Tämän tutkimuksen haastattelujen perusteella voidaan päätellä, että kovenanttien määrä sopimusta kohden on lisääntynyt ja määrä vaihtelee; kovenanttikokoelma sisältää haastattelujen mukaan keskimäärin 4-8 erilaista kovenanttia per rahoitussopimus. Dayn ja

⁵⁷ KTM -raportti (1996), s. 20.

⁵⁸ TT -raportti (1996), otsikko.

⁵⁹ KTM -raportti (1996), s. 22.

⁶⁰ Niskanen (1999), s. 2.

Taylorin (1995) tutkimuksessa todetaan, että kovenanttien lukumäärä ja tiukkuus voivat vaihdella velan luonteesta riippuen ⁶¹.

Kovenanteista ei ole olemassa tyhjentävää määritelmää tai luokittelua⁶². Haastatteluissa korostui tietoisuus siitä, että kovenantteihin ei sisälly vakuusesinettä eikä kolmannen antamaa sitoumusta eli takausta velallisen puolesta. Kovenantteja sisältävä rahoitussopimus kuvattiin ”*pankin ja yrityksen väliseksi yhteiseksi poluksi, jonka rajat ja raamit kovenantit asettavat*”. Useiden haastateltavien mukaan oleellista on säilyttää ne seikat (mm. omistajat, kassavirta, vakuudet ja omavaraisuus) *ennallaan, joihin myönteinen luottopäätös perustui*.

KTM -työryhmä määritti (1999) kovenantit seuraavasti:

Kovenantti on rahoitussopimuksen erityisehto, jossa rahoittaja ja yritys sopivat siitä, että yritys sitoutuu ylläpitämään tietyt taloudelliset tai toiminnalliset edellytykset koko luottosuhteen ajan. Kovenantteihin liittyy tavanomaisesti laajempi yrityksen tiedonantovelvollisuus rahoittajaa kohtaan.

Tero Tuomiston kovenanttimääritelmä (1999) on seuraava:

Kovenantti on tulevaisuudessa luoton takaisinmaksun varmistamiseen pyrkivä ja edellytykset luoton takaisinmaksulle mahdollistava luottosopimuksen erityinen ehto, jonka avulla luotonottajalle asetetaan luotonantajan luottoriskin ennalta ehkäisemiseksi tarpeelliset taloudelliset ja toiminnalliset menettelyohjeet ja rajat, joiden puitteissa luotonottaja sitoutuu pysymään koko luottosopimussuhteen ajan.

Molemmat määritelmät pitävät kovenanttia rahoitus- tai luottosopimuksen erityisenä ehtona ja sellaisena ehtona, jossa vain yritykselle asetetaan velvoitteita. Vaikka käytännössä lähes kaikki ehdot ovatkin yritystä velvoittavia, voivat kovenantit sisältää velvoitteita myös pankille, esimerkiksi hintakovenantin. Kovenantteja sisältävä sopimus voi siis olla kaksipuolinen, molemmille sopimusosapuolille velvoitteita ja oikeuksia synnyttävä. Näin

⁶¹ Day - Taylor (1995), s. 7, jossa viittaus tutkimuksen Whittred and Zimmer (1986), “...more senior the debt the greater the number of covenants and the greater their degree of restrictiveness”.

⁶² Villa (2003), s. 2.

kovenanttimääritelmässä rahoitussopimuksen ehtoja, kovenantteja, ei tule rajata vain yhtä osapuolta koskeviksi. Tämä näkemys on yhtenevä TT:n kovenanttiyöryhmän kanssa, joka määrittää kovenantit seuraavasti:

Sopimusvakuudet eli kovenantit (covenants, undertakings) ovat luottoihin liitettäviä erityisehtoja, jotka vaikuttavat sekä luotonottajaan että luotonantajaan. Niiden käyttö on lähtöisin pääasiassa amerikkalaisesta ja englantilaisesta sopimusoikeudesta ja kansainvälisistä luottosopimuksista.

Rahoitussopimukset ovat haastattelujen perusteella kehittymässä yhä enemmän yksipuolisesta kaksipuoliseen sopimukseen. Rahoitussopimukset kovenantteineen ovat aikaisemmin, lamavuosina, olleet yksinomaan negatiivissävytteisiä riskienhallintasopimuksia, joihin rahoittaja on velvoittanut yrityksen suostumaan, mikäli yritys on halunnut luottoa tai kriisitilanteessa yleensä ottaen halunnut jatkaa toimintaansa. Näiltä lamavuosilta on jäänyt kovenanttien negatiivinen mielikuva. Tämä ei nykyisin enää pidä paikkaansa. Kovenanttirahoitus asettaa myös yritykselle useita ”laatuvaatimuksia” ja rahoitussopimuksilla on yhä enenevässä määrin muitakin kuin pelkkiä riskienhallinnallisia päämääriä.

Tuomiston ja KTM -raportin määritelmässä on yhteistä näkemys kovenantin voimassaolosta koko luottosuhteen ajan. Tämän perusteella kovenantti ei siis voi olla voimassa määrääjän tai päättyä tietyn erikseen yksilöidyn edellytyksen täytyttyä. Haastattelujen perusteella on selvinnyt, että käytössä on varsinaisen velkakirjan voimassaoloajasta poikkeavia rahoitussopimuksen voimassaoloperusteita. Rahoitussopimuksen voimassaolo voi esimerkiksi päättyä, kun tietty kokonaisluottomäärä alittuu tai kun tietyt, erikseen määritellyt luotot, on maksettu pois.

KTM -raportin määritelmässä puhutaan rahoitussopimuksesta, Tuomisto taas luottosopimuksesta. Molemmat pitävät kovenantteja erityisehtoina. Näistä kovenanttimääritelmistä voidaan tehdä se johtopäätös, että rahoitus- tai luottosopimuksessa on sekä tavallisia ehtoja että erityisehtoja.

Tässä tutkimuksessa luottosopimus tarkoittaa velkasuhdetta ja luottosopimussuhdetta, jonka syntymisen varmentamiseksi laaditaan kirjallinen pankin vakiosopimusvelkakirja. Rahoitussopimus sen sijaan tarkoittaa vakiosopimusvelkakirjan lisäksi tai sen sijaan laa-

dittavaa yksilöllistä sopimusta. Kovenantit ovat rahoitussopimuksen ehtoja, eivät niinkään erityisehtoja, koska rahoitussopimus sisältää nimenomaan kovenantteja.⁶³ Sen sijaan suhteessa vakiosopimusvelkakirjaan, luottosopimukseen, velan yleisten ehtojen kovenantteja voidaan pitää erityisehtoina.

KTM -raportissa painotetaan yritystä velvoittavien erityisehtojen olevan sellaisia, joissa yritys ylläpitää tietyt taloudelliset ja toiminnalliset edellytykset ja sitoutuu tavallista laajempaan tiedonantovelvollisuuteen. Tuomisto lisää määritelmäänsä rahoittajan motiivin, luottoriskin ennalta ehkäisemisen. Mikäli määritelmään otetaan sopimusosapuolten kaikki mahdolliset päämäärät, motiivit ja sopimuksen tarkoitus, määritelmästä muodostuu hyvin laaja, eikä siitä kuitenkaan yksilöllisyyden johdosta saada kaiken kattavaa. KTM -raportin tai Tuomiston kovenanttimääritelmä ei huomioi hintakovenanttia tai mahdollisia sanktioita.

Tämän tutkimuksen kovenanttimääritelmässä huomioidaan sekä rahoittajan että velallisen näkökanta sekä hintakovenantit, asiakkuudenhallintaelementti ja sanktiot.

Kovenantit ovat rahoitussopimukseen liittyviä sopimusehtoja, joilla rahoittaja voi yrityksen tulevaisuuden luotonhoitokyvyn varmistamiseksi ja oman luottoriskinsä hallitsemiseksi asettaa velalliselle menettelytapa- ja informaatiovelvoitteita sekä monitorointimekanismeja, taloudellisia ja toiminnallisia rajoitteita sekä vaatimuksia, määrittää rahoituksen tuottoriskin ja asiakkuuden hallitsemiseksi rahoituksen hintaan vaikuttavia mekanismeja ja mittareita sekä sopia sopimusrikkomukseen liittyvistä sanktioista. Kovenanttien avulla yritys pyrkii parantamaan luotonsaantimahdollisuuksiaan, laskemaan vieraan pääoman hintaa, nopeuttamaan luottopäätösprosessia ja saamaan pankilta yksilöllisempiä rahoitustarjouksia.

1.2.2. Kovenanttityypit, käyttötilanteet ja päämäärät

Kovenantit voidaan tyypittää monella eri tavalla. Ferran (1999) jakaa kovenantit niihin, joiden perusteella velallinen on luvannut tehdä (positiiviset) ja niihin, joiden perusteella

⁶³ Haastattelut, erityisesti Myllylä, suomalaisessa käytännössä rahoitussopimuksen kaikki varsinaiset ehdot (pl. sopijapuolet, sopimuksen tarkoitus yms.) käsitetään yksilöllisen sopimuksen kovenanteiksi.

velallinen on luvannut olla tekemättä (negatiiviset)⁶⁴. Day ja Tailor (1995) jakavat kovenantit negatiivisiin ehtoihin, joissa velallinen on lupautunut noudattamaan tiettyä käyttäytymistä, positiivisiin ehtoihin, joissa velallinen lupautuu jatkamaan tiettyä käyttäytymistä ja finanssikovenantteihin⁶⁵. Yleisin tapa on jakaa kovenantit tunnuslukupohjaisiin finanssikovenantteihin ja toiminnallisiin kovenantteihin. Sekä tunnusluku- että toimintakovenantit voidaan jakaa negatiivisiin ja positiivisiin kovenantteihin⁶⁶.

Tunnuslukukovenantit voidaan ryhmittää tuloslaskelmakovenantteihin ja tasekovenantteihin sekä toiminnalliset kovenantit yrityksen toimintaa sääteleviin ja yritystä velvoittaviin kovenantteihin. Villa ryhmittää kovenantit vakuus-, tuotto-, tiedonsaanti tai kontrollioikeutta lisääviin erityisehtoihin ja jakaa ne insentiivi-, informaatio- sekä kontrollikovenantteihin⁶⁷.

Tyypitystä voidaan tehdä monista lähtökohdista. Absoluuttista kategorointia ei ole syytä pyrkiä tekemään, koska monilla kovenanteilla on useita vaikutuksia. Esimerkiksi lisäluotonottoa säätelevä kovenantti on lähtökohtaisesti yrityksen toimintaa säätelevä negatiivinen ehto, mutta vaikuttaa samoin kuin esimerkiksi nettovelkaantumisaste, joka on velkaantumista rajoittava finanssikovenantti. Lisäksi on huomattava, että erilaisia sopimusehtoja voi olla rajaton määrä⁶⁸, koska kovenantti on yksilöllisen rahoitussopimuksen sopimusehto.

Tässä tutkimuksessa analysoidut, yleisimmin esiintyvät ja haastatteluissa esille tulleet relevantit, käytetyt ja toimiviksi havaitut kovenantit jaetaan niiden olennaisimman ja ensisijaisen funktion mukaisesti seuraavasti: 1) informaatiokovenantit, 2) kompetenssinrajoituskovenantit, 3) finanssikovenantit sekä 4) hinnoittelukovenantit ja asiakkuuden hallinta.

⁶⁴ Ferran (1999), s. 470. "Covenants divide, broadly, into things that the borrower promises to do (positive covenants) and things that it promises to refrain from doing (negative covenants), Ferran viittaa seuraavaan lähteeseen: Megginson, WL, Corporate Finance Theory (1997) s. 407.

⁶⁵ Day - Tailor (1995), s. 6.

⁶⁶ KTM -raportti (1996), sivut 19 - 20, positiiviset ehdot käsittävät luotonottajan sitoumukset toimia tietyllä ennakkolta sovitulla tavalla. Negatiiviset ehdot rajoittavat sopimuksessa määritellyllä tavalla luotonottajan toimintaa luoton juoksuaikana.

⁶⁷ Villa (2003), s. 2 ja s. 145.

⁶⁸ Paglia (2000), Abstract, "... we analyze 238 bank loan contracts...we identify 84 different covenant types".

Käyttötilanteet ja käytön päämäärät

Rahoitussopimus ja sen kovenantit ovat pankille ensisijaisesti riskienhallintatyökalu, toissijaisesti keino hallita omia tuottojaan ja asiakkuuksia. Pankki käyttää kovenanteja havaitessaan sellaisia riskejä, joita se voi osittain tai kokonaan hallita sopimusteitse. Riskit liittyvät yleensä vakuusvajeeseen tai/ja maksukyvyyn ennustettuun epätydyttävään kehitykseen. Vakuusvaje voi syntyä täysin vakuudettomasta luotonannosta tai tilanteesta, jossa esinevakuuden tai takauksen määrä ei ole riittävä. Pankeilla on esinevakuuksien arvoistamiseen liittyviä sisäisiä ohjeita⁶⁹ ja vakuusarvostusprosentti vaihtelee sen mukaan, kuinka eri omaisuuserien likvidisyys pankissa kulloinkin arvioidaan⁷⁰.

Vakuusvajetilanteessa pankin myönteisen luottopäätöksen taustalla korostuu ajatus yrityksen kassavirrasta luotonhoitokyvyn varmistajana. Näin ollen kovenanteilla pyritään varmistamaan ja turvaamaan yritykselle tulevaisuudessa riittävä, luotonhoitokyvyn varmistava kassavirta ja maksukyky. Keskisuurten yritysten kovenanttirahoituksessa on useimmiten kyse siitä, että vakuutta käytetään, mutta sen vakuusarvo ei ole riittävä ja luotonhoitokyvyn varmistamiseen pyrkivien kovenantein pitää tämän syntyvä vakuusvaje, riski, saada katettua ja hallittua. Puhtaimmillaan kassavirtapohjainen rahoitus on syndikoidussa luotonannossa, joka toteutetaan täysin ilman vakuutta ja rahoituksen perusteena on yksinomaan yrityksen tai yritysten ennakoitavissa oleva kassavirta.

Merkitykseltään kasvavana kovenanttien käyttötarkoituksena on pankin tuotto-kulusuhteen ja riskin hinnoittelun hallinta. Alhainen marginaalitaso voi muodostua pitkäaikaisessa luottosopimuksessa pankin kannalta kestävämmäksi, jos asiakassuhteen tuotot eivät koko maturiteetin ajan kata kustannuksia. Luottosopimuksen keskeinen piirre, pitkäkestoisuus, lisää riskiä tuottoriskien syntymiselle. Yritysrahoituksessa keskimääräinen laina-aika on 5-8 vuotta⁷¹. Hintakovenantti antaa joustavan ja riidattoman mekanismin puuttua marginaaliin ja näin pankki pystyy vaikuttamaan asiakassuhteen kannatta-

⁶⁹ Haastattelut, erilaisia vakuustyyppejä ovat kiinnitykset kiinteistöomaisuuteen, yrityskiinnitykset, asunto-osakkeet ja muut käteispannit sekä takaukset.

⁷⁰ Haastattelut, esimerkiksi asuntojen vakuusarvo on n. 70 - 75 %, teollisuus- ja liiketilojen n. 50 - 70 % ja metsätilojen n. 50 - 60 % arvioidusta käyvästä hinnasta.

⁷¹ Haastattelut, mm. Vuojolainen.

vuuteen. Kovenanttien käyttö kokonaisuudessaan lisääntyy laina-ajan pidentyessä⁷² ja näin käy haastattelujen perusteella myös hintakovenantille.

Pankin kannalta kovenanttien käyttö edellyttää seuraavien minimiedellytysten täyttymistä; pankin on tunnettava ja ymmärrettävä asiakkaan liiketoimintaa, pankin on luotettava yritysjohtoon ja omistajiin, asiakkaan ja pankin on ymmärrettävä kovenanttien merkitys samalla tavalla, asiakkaan on kyettävä tuottamaan sovittu informaatio, kovenantit tulee pystyä asettamaan realistisesti ja niiden tulee perustua asiakkaan suunnitelmiin ja laskelmiin. Kovenantit tulee myös pystyä asettamaan niin, että niiden sisältö ja käytön perusteet ovat sopimusosapuolille ehdottoman selvät, niiden päämäärät eivät ole ristiriitaisia, eikä niiden tulkinta jää moniväitteiseksi.

Keskisuurten yritysten rahoitussopimusten ja kovenanttien tyypilliset yrityslähtöiset käyttötilanteet liittyvät yrityskauppoihin (case 1), sukupolvenvaihdoksiin, suuriin investointeihin, potentiaalisten kasvuyritysten rahoittamiseen, pääomavaltaisten toimialojen perusrahoitukseen sekä pankinvaihto- tai rahoituksen keskittämisen- ja uudelleenjärjestelytilanteisiin (case 2 ja 3). Usein käyttötilanteet ovat näiden kombinaatioita, kuten kasvuyrityksen investoinnit, yrityskauppatilanteiden rahoituksen keskittämiseen liittyvät pankinvaihto- ja rahoituksen keskittämistilanteet tai pääomavaltaisten alojen sukupolvenvaihdokset. Kovenanttien käyttö ei edellytä mitään tiettyä toimialaa, mutta esimerkiksi liiketoiminnan kausiluontoisuus usein lisää rahoittajan riskiä ja näin kovenanttien käyttöä. Kovenanttirahoituksessa on lähes poikkeuksetta kysymys pitkäaikaisesta rahoituksesta.

Pankki on yleensä kovenanttien suhteen aktiivinen toimija. Haastattelujen perusteella voidaan todeta, että ehdotus kovenanttien käytöstä tulee lähes aina rahoittajalta⁷³. Rahoittajan aktiivisuuden taustalla on myöhemmin tässä tutkimuksessa selvitettävät epäsymmetrisen informaation ongelma, moraalisen hasardin riski ja agenttien intressiristiriidat. Pankilla voi olla useita, yrityskohtaisia, yksilöllisiä päämääriä vaatiessaan kovenanttien käyttöä. Yrityksen päämäärät ovat sen sijaan usein pelkistetyt. Yritys odottaa pankilta lähtökohtaisesti kohtuujassa myönteistä, kilpailukykyistä luottopäätöstä ja pyrkii pitämään kovenanttien ehdot hyväksyttävänä. Yritys pyrkii säilyttämään liiketaloudellisen jousa-

⁷² KTM -raportti (1996), s. 24.

⁷³ Haastattelut, poikkeuksen muodostavat ne yrityskaupat ja yritysjärjestelyt, joiden suunnitteluun ja sopimusneuvotteluihin osallistuvat talousalueella toimivat yrityskauppakonsultit. Konsultit ovat usein kovenanttien suhteen aktiivisia. Monella heistä on pankkitausta.

vuutensa mahdollisimman hyvänä ja vapauden toteuttaa itse valitsemaansa strategiaa ja sen implementointikeinoja ilman kovenanttien kohtuuttomia rajoituksia.

Pankin tavoite on kovenanteilla pyrkiä ennalta ehkäisemään sopimusolosuhteisiin ja sopimusosapuoleen liittyvät negatiiviset muutokset tai ainakin saamaan niistä tieto mahdollisimman aikaisin⁷⁴. Rahoittaja pyrkii usein sopimuksella säilyttämään velallisen oikeudellisen aseman, identiteetin ja toimintakyvyn. Toimintakyky tarkoittaa vähimmillään maksuvalmiutta, tervettä pääomarakennetta ja vakavaraisuutta. Kovenantin tarkoituksena on usein säilyttää velallisen asema kaiken kaikkiaan luottosuhteen ajan sellaisena kuin se luottopäätöstä tehtäessä oli.

Tärkeä rahoittajan kovenantille asettama päämäärä on nopea tiedonsaanti, joka antaa rahoittajalle mahdollisuuden reagoida suoraan velalliseen tai velallisen toimintaolosuhteisiin liittyviin kielteisiin muutoksiin nopeasti (early warnings). Vakuudettomassa rahoituksessa rahoittaja tarvitsee enemmän, tuoreempaa ja tarkempaa tietoa kuin vakuuden turvaama rahoittaja⁷⁵. Informaatiomielessä rahoittajan päämääränä on usein myös selkeästi viestittää asiakkaalle omat lähtökohtansa, joilla se on halukas rahoittamaan yrityksen toimintaa. Kovenantti lisääkin parhaimmillaan osapuolten tietoisuutta toisen osapuolen pyrkimyksistä ja tavoitteista, lisää yhteisymmärrystä ja informaatiota. Kaikissa tilanteissa kuitenkin korostuu se, että asiakasvastuullisen johtajan tulee tietää, mihin hän kovenantilla pyrkii ja päämäärän tulee olla selkeä. Kovenantti ei siis saa olla itseisarvo, vaan pankin on pyrittävä sillä todelliseen ohjausvaikutukseen.

Haastattelumateriaalin perusteella voidaan päätellä, että hyvin laaditulla kovenantilla voi olla pankille myös sisäisiä sekä johtamiseen, että myös tuottotavoitteiden saavuttamiseen liittyviä päämääriä. Kovenantti voi parhaimmillaan lisätä asiakastuntemusta ja olla tärkeä osa asiakkuuden kokonaishallintaa. Kaksisuuntaisten hintakovenanttien päämääränä on myös lisäarvon tuottaminen asiakkaalle ja näin asiakasuskollisuuden lisääminen. Hintakovenantilla pankki hallitsee myös luoton hinnoitteluun liittyviä riskejä. Rahoitussopimus

⁷⁴ Anousha (2008), artikkelissa reagointisignaali ilmaistiin kuvaavasti ”...red flags warning of any sign that a company may start to struggle to meet debt repayments...”.

⁷⁵ Aalto (2005), s. 3.

kokonaisuudessaan voi olla riski- ja hintakovenanteineen eräänlainen yhteistyösopimus rahoittajan ja yrityksen välillä⁷⁶.

Kovenantit voidaankin tämän näkemyksen perusteella jakaa kahteen varsin erilaiseen kategoriaan; riskienhallinta- ja asiakkuudenhallintakovenanteihin. Tosin asiakkuudenhallinta on päämääränä vielä toissijainen, eikä tässä tutkimuksessa saatu havaintoja yksin asiakkuudenhallintaan liittyvistä rahoitussopimuksista, vaan asiakkuudenhallintaan liittyviä hinta- yms. kovenanteja käytettiin aina yhdessä riskienhallintakovenanttien kanssa. Pankkien ollessa ylikvidejä ja kilpailutilanteen kiristyessä kovenanttien uusi merkitys voi kasvaa. Pankeilla on pyrkimys toimia niin, että asiakkailta ei ole tarvetta kilpailuttaa rahoituksen hintaa tai asiakassuhdetta.

Kovenanttien käytön muuttuminen yksipuolisesta riskienhallintasopimuksesta kaksipuoliseksi molempia osapuolia sitovaksi ja myös yhä enemmän yritystä kiinnostavaksi sopimukseksi linkittyy kulloinkin olemassa olevaan pankkien kilpailutilanteeseen ja yleiseen suhdannetilanteeseen. Usein väitetään, että nousu- ja laskusuhdanteissa sopimuspolitiikalla on olennainen ero⁷⁷. Tämä suhdanne-ero on haastattelujen perusteella havaittavissa rahoitussopimusten⁷⁸ sisällön kehittymisessä 2000 -luvulla, kun ylikvidit pankit hyvässä taloussuhdanteessa kiinnittivät kasvavassa määrin huomioita asiakkuudenhallintaa. Näin väitteellä on selitysvoimaa.

Yritykselle kovenanttien päämääränä on ensisijaisesti parantaa rahoituksen saatavuutta. Kovenanttien merkitys korostuu, kun yrityksellä ei ole riittävää vakuusmassaa. Haastattelujen perusteella voidaan todeta, että silloin kun kovenanteja käytetään, ne ovat pääsääntöisesti olleet myönteisen luottopäätöksen edellytys. Hyvällä kovenantilla voi olla positiivista vaikutusta pankin luottopäätösprosessiin. Toimivista kovenanteista ja esimerkiksi niihin liittyvistä tiedonantovelvollisuuksista saadut positiiviset kokemukset kasvattavat luottamusta ja lisärahoituspäätökset saattavat jatkossa syntyä entistä nopeammin.

⁷⁶ Haastattelut, esim. Kahilainen; rakennusliikkeen kanssa oli laadittu rahoitussopimus, jossa oli sovittu rahoittajan intressien lisäksi sellaiset kohdekohtaiset pelisäännöt (mm. vaadittava ennakkovarausmäärä, kokonaisrahoitus), jonka pohjalta rakentaja uskalsi lähteä toteuttamaan hanketta.

⁷⁷ Hemmo (2008), s. 356, haastattelut, erityisesti Takala.

⁷⁸ Myös Yi (2005), vahvistaa omassa tutkimuksessaan, että suhdanteilla on rahoitussopimukseen vaikutusta, hänen mukaansa käytettävien kovenanttien määrä vaihtelee suhdannevaihteluiden myötä, abstracts, ”...we also find that banks use *relatively fewer covenants during the period of economic downturns* than during the period of economic booms...”.

KTM -raportin⁷⁹ ja TT:n työryhmän⁸⁰ mukaan kovenanttien avulla, esimerkiksi avoimella ja laadukkaalla informaatiolla, yritys voi edesauttaa rahoittajan arvioiman riskin vähentämistä niin paljon, että rahoituksen hinta laskee. Myös ulkomaisen tutkimuksen mukaan pankin valvonta vähentää agenttikustannuksia ja näin laskee rahoituksen hintaa. Tätä ei kuitenkaan Niskanen omista tutkimuksissaan⁸¹ vahvista, eikä tämä käynyt selkeästi ja yksiselitteisesti ilmi tämän tutkimuksen haastatteluissa. Myöskään kovenanttien lähtökohtaisella tiukkuudella ei nähty suoraan luoton hintaan korreloivaa vaikutusta⁸². Myönteistä hintavaikutusta varten tulee yrityksen tämän tutkimuksen perusteella tavoitella erillistä hintakovenanttia, jolloin yrityksen menestys heijastuu sopimusperusteisesti myös rahoituksen marginaaliin.

Pyrkiessään saamaan tarvitsemansa rahoituksen ja pankin vaatiessa normaalin velkakirjasopimuksen lisäksi kovenanteja, yrityksen tärkeäksi päämääräksi jääkin usein pyrkiä säilyttämään *kovenanttien ehdot hyväksyttävänä*. Näitä ehtoja tulee yrityksen arvioida omista lähtökohdistaan. Kovenantit eivät saa kohtuuttomasti rajoittaa⁸³ yrityksen toimintaa tai aiheuttaa kustannuksia. Normaalin liiketoiminnan kannalta välttämättömät päätökset tulee pystyä tekemään kovenanttien niitä rajoittamatta. Yritykselle saattaa syntyä huomattavia kustannuksia, jos voimavaroja sitoutuu jatkuvasti tiedonantovelvoitteen täyttämiseen tai jos taloushallinnonjärjestelmiä on monitorointivelvoitteen täyttämiseksi merkittävästi uudistettava.

Kovenanttien merkitys case yrityksille

KTM -raportissa listataan yrityksen kovenanteista saamiksi hyödyiksi rahoitusmahdollisuuksien parantumisen, rahoituksen hinnan alentumisen, rahoitusneuvotteluiden ja rahoitusprosessin nopeutumisen ja yhteisymmärryksen ja tiedonvälityksen myötä rahoittajan paranevan kyvyn tarjota yrityksen tarpeisiin soveltuvia rahoitusratkaisuja.⁸⁴

⁷⁹ KTM -raportti (1996), s. 26.

⁸⁰ TT -raportti (1996), s. 3.

⁸¹ Niskanen (1999), s. 10.

⁸² Demiroglu - James (2007), abstract, tutkimuksen mukaan tiukat kovenanttiehdot laskevat luoton hintaa, ”...we find that tighter covenants are associated with lower borrowing costs...”.

⁸³ Dichev - Skinner (2001), abstract, kuvaavat kovenanteja rahoittaja asettamaksi ”liekanaruksi”, joka asettaa rajoitukset yrityksen liikkumalalle. Yrityksen tavoitteena on saada riittävän ”pitkä nuora” ja operatiivinen pelivara, abstract ”...we find that private lenders set debt covenants tightly and use them as ”trip wires” for borrowers...”.

⁸⁴ KTM -raportti (1996), sivut 26 – 27.

Case 1 yrityksen kohdalla edellä mainitut hyötyarviot pitivät paikkansa. Vaikka yritys oli menestynyt hyvin ja sillä oli näyttöä yritysjärjestelyiden onnistuneesta toteutuksesta ja pankilla oli halu rahoitus myöntää, ei luotonanto rahoitussopimuksen mukaisilla ehdoilla olisi onnistunut ilman kovenantteja. Rahoitus olisi ensinnäkin vaatinut lisävakuutta, esimerkiksi Finnvera Oyj:n riskinjakotakauksen, joka omalta osaltaan olisi nostanut rahoituksen hintaa. Lisäksi hyvin todennäköisesti myös omistajayrittäjä(t) olisi tullut sitoa rahoitukseen omistuksenpysyvyyskovenantin sijaan rajatulla omavelkaisilla takauksilla. Luoton maturiteetiksi sovittiin seitsemän vuotta, joka on poikkeuksellisen pitkä. Ilman hintakovenantteja maturiteettitarjous pankilta olisi ollut mahdollisesti korkeintaan viisi vuotta ja luoton lähtöhintataso olisi ollut korkeampi. Yhtenä havaintona case 1 yrityksen kohdalla oli, että rahoitussopimusluonnos laadittiin välittömästi ja myönteinen rahoituspäätös saatiin yritykselle hyvin nopeasti. Yrityksellä oli jo yrityskauppaneuvotteluiden alkuvaiheessa käytössään lähtökohtaisesti myönteinen luottopäätös. Tämä ei olisi ollut mahdollista, mikäli järjestelyn rahoitukseen olisi osallistunut useampia riskinjakajia, vakuudenantajia tai rahoittajia.

Case 2 yrityksen osalta tilanne olisi muodostunut osittain vastaavaksi. Finnvera Oyj:n tai omistajan takauksia luotto ei olisi edellyttänyt, eikä maturiteetti olisi muuttunut, mutta pankki olisi todennäköisesti edellyttänyt negative pledgen sijaan yrityksen omaisuuspannasta ja luoton lähtöhintataso olisi ollut ilman taloudelliseen menestykseen sidottuja hinnoitteluportaita toteutunutta korkeampi.

Myös case 3 yrityksen osalta kaikki KTM -raportin mainitsemat elementit saatiin yrityksen hyödyksi. Kun clubirahoitus konvertoitiin bilateraalirahoitussopimuksella, rahoituksen hintaa laskettiin ja määrää lisättiin ilman, että yrityksen kannalta vakuustilanne kiristyi tai järjestelyssä käytettiin kustannuksia aiheuttavia riskinjakajia tai muita rahoittajia. Yhteisymmärryksen ja runsaan ja avoimen tiedonvaihdon avulla kovenanttitasot määriteltiin aikaisempaa paremmin operatiivista toimintaa vastaavaksi, aikaisempi liian waiver herkkä trigger -porrastus muutettiin maltillisemmaksi sekä hyvin räätälöidyllä korkoriskinhallintasopimuksella saatiin sekä ”vakuutus” korkoriskin hallintaan, että järjestelyhetken korkomarkkinatilanne hyödyntäen yrityksen korkotasoa lyhytaikaisesti laskeva elementti.

Kaikkien case yhtiöiden rahoituspäätökset olisivat ilman rahoitussopimusta olleet yhtiölle kalliimpia, päätökset olisivat kestäneet kauemmin ja vakuutta olisi tarvittu enemmän. Jokaisen osalta rahoitusratkaisu ja -sopimus kyettiin suunnittelemaan sellaiseksi, että ilman merkittäviä olosuhde- ja ympäristömuutoksia ne kestävät koko maturiteetin vähäisin muutostarpein ja vähäisin juoksevin kustannuksin.

1.2.3. Riskit ja niiden hallinta kovenantein

Riski on määritelty olosuhteeksi, jossa tapahtuman lopputulos poikkeaa toivotusta tai odotetusta lopputuloksesta. Riskiin liittyy tappion mahdollisuus ja menettämisen uhka. Olennainen riskiin liittyvä piirre on epävarmuus, riski on siis epäedullisen tapahtumakulun mahdollisuus. Tapahtumien poikkeamista odotetusta voidaan arvioida todennäköisyyksien avulla⁸⁵. Riskiä määriteltäessä onkin tarkasteltava epätoivotun seurauksen haitallisuutta eli tappion suuruutta ja todennäköisyyttä. Näillä kahdella muuttujalla voidaan arvioida riskiä ja verrata sitä hyötyyn. Siis yksinkertaistaen, jos tappion todennäköisyys on 10 % ja aiheutuessaan vahingon suurus on 100.000 euroa, on riski 10.000 euroa. Jos sopimuksen nettohyöty on yli 10.000 euroa, taloudellisesti arvioiden riski on hyväksyttävä.

Päätöksenteko vaikeutuu heti, kun todennäköisyys ja vahingon suuruus eivät ole pitävästi arvioitavissa ja, kun mukaan otetaan muuttujaksi yrityksen vaihteleva riskinottohalu ja -kyky, kilpailutilanne, riskinoton merkitys tuleville tuottomahdollisuuksille sekä monet muut liikkeenjohtamisen muuttujat. Riskin suuruus on aina arvio ja siihen vaikuttavat useat tekijät. Arvio lähtee liikkeelle riskien tunnistamisesta.

Jotta riskien tunnistaminen ja myös hallinta olisi mahdollista, päätöksentekijän on välttämättä hankittava mahdollisimman runsaasti riskeihin liittyvää tietoa ja tarkastella riskikenttää mahdollisimman kokonaisvaltaisesti.⁸⁶ Riskienhallinnan menestykselliseen prosessiin on perinteisesti liitetty useita vaiheita. Toimiva riskienhallinta eteneekin suunnitelmallisesti, vaiheittaisena prosessina. Esimerkiksi Harrington ja Niehaus (1999)⁸⁷ tarkastelevat riskienhallintaa prosessina, johon sisältyvät viisi seuraavaa vaihetta:

⁸⁵ Kuusela - Ollikainen (2005), sivut 28 – 29.

⁸⁶ Kuusela - Ollikainen (2005), s. 151.

⁸⁷ Kuusela - Ollikainen (2005), s. 156.

- 1) *Merkittävien riskien tunnistaminen*
- 2) *Vahinkojen todennäköisyyden ja vakavuuden arviointi*
- 3) *Riskinhallintamenetelmien kehittäminen ja sopivien menetelmien valinta*
- 4) *Riskienhallintapäätökset*
- 5) *Toteutettujen riskienhallintaratkaisujen arviointi*

Vastaavalla tavalla Rahoitustarkastuksen mukaan rahoittajien riskienhallinnassa olennaisessa asemassa on riskien tunnistaminen, arviointi, rajoittaminen ja valvonta. Riskienhallinnan tulee kattaa kaikki olennaiset liiketoimintaan liittyvät riskit, niin sisäiset kuin ulkoiset.⁸⁸ Pankkitoiminnan keskeisin riski on luottotappioriski⁸⁹, joka realisoituu silloin, jos velallinen ei vastaa sitoumuksistaan, luotot jäävät hoitamatta, eikä niitä myöhemminään saada katettua vastuiden vakuudeksi pantatuista vakuuksista.

Luottolaitoslain yleissäännöksen mukaan luottolaitos tai sen konsolidointiryhmään kuuluva yritys eivät saa toiminnassaan ottaa niin suurta riskiä, että siitä aiheutuu olennaista vaaraa luottolaitoksen vakavaraisuudelle tai konsolidoidulle vakavaraisuudelle. Luottolaitoksen ja konsolidointiryhmään kuuluvalla yrityksellä on oltava toimintansa nähden riittävä sisäinen valvonta ja riskienhallintajärjestelmä.⁹⁰ Luottolaitosten luottoriskien hallinnan järjestämistä valvoo Rahoitustarkastus⁹¹ ja pankin luottoriskistrategian tulee olla yhdensuuntainen pankin yleisen liiketoimintasuunnitelman kanssa.⁹²

Baselin pankkivalvontakomitean syyskuussa 2000 julkaiseman suosituksen Principles for the Management of Credit Risk⁹³ mukaan kattava luottoriskien hallinta koostuu neljästä osa-alueesta: 1) luodaan tarkoituksenmukaiset ja kattavat luottoriskien hallintaperiaatteet ja menettelytavat, 2) toimitaan luotettavien luotonmyöntöä koskevien menettelytapojen mukaisesti, 3) huolehditaan luottohallinnan ja luottoriskien jatkuvasta mittaamisesta ja seurannan ylläpidosta ja 4) varmistetaan luottoriskien hallinnan jatkuva arviointi.

⁸⁸ Rahoitustarkastus, standardi 4.1, luku 6.2.

⁸⁹ Rahoitustarkastus, standardi 4.4 a, pankeissa luotonanto muodosta oleellisimman luottoriskin lähteen, mutta luottoriskiä voi syntyä myös muunlaisista saamisista, kuten joukkovelkakirjalainoista, lyhytaikaisista saamistodistuksista ja johdannaissopimuksista sekä taseen ulkopuolisista sitoumuksista, kuten käyttämättömistä luottojärjestelyistä ja limiiteistä, takauksista ja rembursseista. Myös maariskit ja selvitysriskit luetaan luottoriskeihin. Rahoitustarkastus yleisohje, s. 2, Luottoriskillä tarkoitetaan sitä, että asiakas ei mahdollisesti täytä luottosuhteesta syntyviä velvoitteita eikä asetettu vakuus ole riittävä kattamaan luottolaitoksen saamista.

⁹⁰ LuottolaitosL 68§.

⁹¹ Rahoitustarkastus, standardi 4.1.

⁹² Rahoitustarkastus, standardi 4.4a.

⁹³ Basel Committee on Banking Supervision (2000).

Rahoittaja hankkii tietoa luottopäätöksen tai asiakaskohtaisen luottolimiitin⁹⁴ arvion pohjaksi pankin ulkopuolisista ja/tai sisäisistä lähteistä saatavista toimiala-analyyseistä. Näissä mm. suhdanneherkkyys, kilpailutilanne ja toimialan yleiset näkymät ovat oleellisia arvioitavia asioita. Näiden ja yrityksestä ja yritykseltä saatavien tietojen ja ennusteiden perusteella laaditaan yritysanalyysi. Yritysanalyysin oleellinen osa on tilinpäätöksistä laadittava tilinpäätösanalyysi erilaisina tunnuslukuineen ja vertailutietoineen. Tilinpäätösanalyysin ja operatiivisten tietojen perusteella laaditaan ennusteet ja estimoidaan yrityksen taloudellista menestystä tuleville vuosille.⁹⁵

Yrityksen johdolta edellytetään ennusteet omasta toimialastaan ja ennusteet yrityksen operatiivisesta toiminnasta, ja talousjohdolta ennusteet yrityksen taloudellisen aseman kehityksestä, usein erilaisin muuttujin, jotta varmuusmarginaalit ja liiketoiminnan eri osaluokkien vähimmäistasot voidaan hahmottaa⁹⁶. Yrityksen omien analyysien ja näkemysten tulevaisuudesta tulee olla linjassa pankin näkemysten kanssa.⁹⁷

Pankki selvittää myös yrityksen taustat mahdollisimman hyvin ja arvioi mm. omistajien halukkuutta ja kyvykkyyttä mahdollisiin lisäpanostuksiin, operatiivisen johdon- ja talousjohdon liikkeenjohtokompetenssia sekä valmiutta myös tarvittaviin korjaaviin toimenpiteisiin, jos yritys ei menesty toivotulla tavalla.

Usein pankin saama informaatio painottuu historiatietoon niin toimialan kuin yrityksenkin osalta. Historiatiedolla on tärkeä merkitys riskiä arvioitaessa, onhan se osoitus yrityksen ja sen johdon aikaisemmasta menestyksestä ja näyttöpohja tulevaisuudesta. Mutta pitkäaikainen, *sopimusperusteinen rahoituspäätös perustuu aina selkeään näkemykseen ja arvioon tulevaisuudesta ja yrityksen tulevasta luotonhoitokyvystä* erilaisissa tilanteissa.

Pankin tulee siis ensin 1) selvittää, miten yritys saa tulevaisuudessa aikaiseksi sen kassa-

⁹⁴ Haastattelut, tietyn suuruusluokan luottomäärän ja riskintason omaaville asiakkaille määritellään asiakaskohtainen luottolimiitti (keskimäärin vuodeksi kerrallaan), jonka puitteissa asiakasvastuullinen voi tehdä luottopäätöksiä. OKO Pankki Oyj, Toimintakertomus (2007) ” luottoriskien limitointi. Limiitti on asiakas- tai maakohteisesti asetettu vastuiden tai avoimen position enimmäismäärä. Limiittipäätöksessä voidaan lisäksi asettaa ajallisia ja tuotekohtaisia rajoituksia, esimerkiksi enimmäismäärät lyhytaikaisille ja pitkäaikaisille vastuille. Useimmille yritys- ja yhteisöasiakkaille vahvistetaan myös asiakaskohtainen riskinotto politiikka eli vakuuksien vähimmäismäärä ja käytettävät kovenantit. Vastuuraja on euromääräinen asiakaskohtaisten vastuiden enimmäismäärä.”.

⁹⁵ Haastattelut.

⁹⁶ Yrityksen rahoitussuunnittelun tärkeimmät osa-alueet ovat 1) tulorahoituksen ennakointi eli erilaiset rahoitusbudjetit 2) käyttöpääomatarvelaskelmat 3) investointien rahoituksen suunnittelu 4) koko pääomarakenteen suunnittelu (oma / vieras pääoma) ja 5) verosuunnittelu.

⁹⁷ Haastattelut.

virran, jolla korot hoidetaan ja luotto maksetaan pois, 2) arvioida sen jälkeen tähän kassavirtaan liittyviä riskejä ja lopuksi 3) arvioida yrityksen (ja pankin) keinoja kassavirtaan liittyvien riskien hallitsemiseksi.

Rahoittajan luottopäätökseen tai asiakaskohtaiseen luottolimiittiin liittyvää riskienhallintaprosessia⁹⁸ voidaan kuvata seuraavasti:

- 1) Arvioidaan toimialan ja yrityksen kaupalliset riskit, niiden ominaispiirteet ja tulevaisuuden näkymät.*
- 2) Arvioidaan yrityksen liiketaloudelliset riskit, kuten maksukyky, vakavaraisuus ja kassavirta.*
- 3) Arvioidaan henkilöriskit, ympäristöriskit ja muut toimialaan tai yritykseen liittyvät yksilölliset riskit.*
- 4) Arvioidaan luottoriskin suuruus (luottotappioriski) ja sen hallitsemiseksi esitetyt keinot, kuten vakuudet, takaukset ja kovenantit ja niiden merkitys mahdollisessa insolvenssissa ja mahdollisuudet estää insolvenssi tai/ja antaa rahoittajalle tehokas tapa vetäytyä rahoituksesta ennen insolvenssia.*
- 5) Arvioidaan edellä mainittujen osa-alueiden avulla yrityksen rahoittamiseen liittyvä riskipositio / kokonaisluottoriski. Selvitetään yrityksen nykyinen tuottotaso ja arvioidaan tuottopotentiaali ja johdetaan näistä noudatettava asiakas- ja luottostrategia.⁹⁹*
- 6) Päätetään, onko rahoitus liiketaloudellisesti perusteltua ja kannattavaa. Tehdään luotto- tai limitointipäätös.*

Luottoriskiä arvioitaessa esitetään myös keinot sen hallitsemiseksi. Rahoitussopimuksen kovenanttien ensisijainen tehtävä on toimia rahoittajan riskienhallinnan apuvälineenä¹⁰⁰. Kun vakuudella varmistetaan se, että insolvenssissa rahoittajalle kertyy varoja vastuiden kattamiseksi, niin sopimusoikeuden keinoin, rahoitussopimuksen kovenanteilla, pyritään etukäteen varmistamaan se, että yritys pysyy solvenssina. Kovenantteihin liittyvä pohdinta on osa rahoittaja luottopäätökseen ja luottolimitointiin liittyvää riskienhallintaprosessia.

⁹⁸ Haastattelut, ensisijaisesti S. Lepistö.

⁹⁹ Haastattelut, luottostrategia voi olla esim. irtaantuva, vastuita alentava, säilyttävä tai laajentava ja asiakasstrategia esim. luopuva, säilyttävä tai laajentava.

¹⁰⁰ Kaikki haastattelut.

Kovenanttien käyttöön liittyvää arviointi- ja riskienhallintaprosessia voidaan kuvata seuraavasti¹⁰¹:

- 1) Arvioidaan luottoriskin suuruus, sen eri osa-alueet ja hallintakeinot ja arvioidaan riskin toteutumisen merkitys, todennäköisyys ja riskienhallinnan tarve.*
- 2) Määritellään ne riskit, joita voidaan kovenantein hallita ja arvioidaan kovenanteja sisältävän yksilöllisen rahoitussopimuksen laatimisen taloudellista hyötyä ja sen vaikutusta rahoituksen kokonaisjärjestelyyn.*
- 3) Valitaan relevantit kovenantit, niiden määritteiden tasot ja toleranssit sekä päätetään toimenpiteet mahdollisten rikkomusten yhteydessä, eräännyttämisperusteet ja muut sanktiot.*
- 4) Arvioidaan sopimusriskit, laaditaan rahoitussopimus.*
- 5) Arvioidaan vähintään vuosittain kovenanttien sekä niiden määritteiden, tasojen ja eräännyttämisperusteiden relevanttius.*

Rahoitussopimus ja sen kovenantit ovat osa luottoriskien hallintaa, mutta itse sopimukseen liittyvät riskit tulee myös hallita. Lähtökohtaisena riskinä sopimukseen liittyy aina odottamattoman kehityksen mahdollisuus, mutta on olemassa tunnistettavissa lukuisia muitakin sopimusoikeudellisia riskejä. Tällaisia ovat mm. sitovuusriski, jonka realisoituessa sopimus jää tekijänsä odotuksista poiketen sitomattomaksi. Syynä tähän voi olla esimerkiksi toista osapuolta koskeva edustusvirhe tai se, että sopimus on kilpailuoikeudellisen lainsäädännön vastainen. Tulkintariski on kysymyksessä silloin, kun sopimuksen soveltamisessa päädytään toiseen tulokseen kuin osapuoli on odottanut. Tämä johtuu yleensä sopimusehtojen epätäsmällisestä muotoilusta ja siitä, että osapuolen käsitys sopimussisällöstä ei saa riittävää tukea tulkinta-aineistosta. Sopimuksen valmisteluvaiheeseen voi myös liittyä riski, mikäli valmisteluvaiheessa annetut, suorituksen sisällölle vaatimuksia asettavat tiedot eivät vastaa sopimusosapuolen käsitystä suorituksen sisällöstä.¹⁰²

Riskienhallinta on oleellinen osa pankkitoimintaa ja luotonantoa. Hallinta lähtee liikkeelle suurista linjauksista, kuten direktiivi- ja rahoitustarkastusohjatusta riskienhallintaprosessien määrittelystä ja luottoriskiin liittyvistä toimiala-analyyseistä päätyen lopulta esimerkiksi rahoitussopimuksen pienimpiin yksityiskohtiin, kuten sopimuksen luonnosteluvai-

¹⁰¹ Haastattelut, ensisijaisesti S. Lepistö.

¹⁰² Hemmo (2005), sivut 41 - 42.

heessa sopimuskumppanille annettavaan ennakkokäsitykseen sopimusehdon merkityksestä. Kovenantit ovat osa tätä prosessia. Pankilla tulee olla ylimmän johdon vahvistamat periaatteet¹⁰³ kovenanttien käytöstä ja kovenanteista neuvottelevilla pankin työntekijöillä tulee olla tarvittava osaaminen ja käsitys kovenanteista osana riskienhallintaprosessia.

1.2.4. Basel II ja hinnoitteluriski

Pankkien vakavaraisuuslaskennan perusteet ovat muuttumassa. Kolmentoista maan edustajista koostuva Bank of International Settlements (BIS) säätö Basel II -direktiivin, joka tuli voimaan 2007, mutta siihen sisältyy 2010 saakka ulottuva ja tällä hetkellä menossa oleva siirtymävaihe. Direktiivi korvaa vuodesta 1988 sovelletun Basel I -direktiivin. Uudistuksen lähtökohtana on ollut huomio, että vakavaraisuussäännökset eivät enää ole vastanneet pankkien liiketoiminnallista riskiä ja luonnetta sekä riskienhallinnan vaatimuksia.¹⁰⁴

Uudet vakavaraisuusvaatimukset kannustavat luottolaitoksia soveltamaan kehittyneempiä riskienhallintamenetelmiä. Ne edistävät rahoituksen ja siihen liittyvien kustannusten ja hinnoittelun kohdentamista oikein rahoitusriskien perustella ja näin pankkeja ohjataan entistä *enemmän riskiperusteiseen hinnoitteluun*. Rahoitusjärjestelmän tehokkuus pyritään toteuttamaan vaarantamatta pankkijärjestelmän vakavaraisuutta säilyttämällä luottolaitoksen omien pääomien määrä nykyisellä tasolla. Uudistus tulee edistämään pääomien nykyistä tarkempaa kohdentumista ja selkeyttämään lainsäädännön rakennetta.¹⁰⁵

Tämän tutkimuksen kannalta ei ole relevanttia selvittää Basel II -muutoksia kokonaisuudessaan, eikä käydä tarkasti läpi Basel II -ominaisuuksia tai kaikkia sen elementtejä. Mutta koska muutoksilla ennustetaan ja arvioidaan¹⁰⁶ olevan vaikutuksia kovenanttirahoitukseen, selvittäään uudistus tässä yhdessä riittävällä tarkkuudella kokonaiskuvan saamiseksi ja merkityksen arvioimiseksi.

¹⁰³ Ratan yleisohje s. 3 ja erityisesti s. 7, ”kovenanttien käyttö on mahdollista näiden käyttöä ja seuranta koskevien johtokunnan vahvistamien periaatteiden mukaisesti. Kovenantit ja niihin tehdyt muutokset on dokumentoitava. Kovenanttien käyttämisessä on noudatettava asiakkaan näkökulmasta kohtuullisuutta”.

¹⁰⁴ Valtiovarainministeriö (2004), s. 11.

¹⁰⁵ HE 21 / 2006, Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, 3.1. tavoitteet.

¹⁰⁶ Mm. Vauhkonen (2006), Kauppalehti 14.6.2006 ja Rauthovi (2005), Defensor Legis N:o 6/2005 mm. sivut 1260 ja 1261.

Pankkien vakavaraisuudella tarkoitetaan tiivistäen sitä, että pankki laskee antolainauksensa ja muut velvoitteensa suhteessa omaan pääomaan. Pankilla pitää olla riittävästi omaa pääomaa ja näin riittävä vakavaraisuus odottamattomien tappioiden kattamiseksi. Aikaisempien vakavaraisuusvaatimusten mukaan luottolaitoksella oli oltava omia varoja määrää, joka vastasi kahdeksaa prosenttia luottolaitoksen riskipainotetuista varoista ja taseen ulkopuolisista sitoumuksista. Varat ja sitoumukset jaettiin neljään ryhmään, joiden vakavaraisuusvaatimus vaihteli riskin mukaan. Esimerkiksi luotot kunnille eivät sisältäneet vakavaraisuusvaatimusta lainkaan ja vakuudettomien luottojen vakavaraisuusvaade oli täysimääräinen.¹⁰⁷

Pankki voi käyttöönotettavassa Basel II -mallissa valita vakavaraisuuslaskentaansa varten laskentamenetelmän kolmesta eri vaihtoehdosta, standardimenetelmästä tai sisäisen luottoluokitusten menetelmistä perus- tai kehittyneestä menetelmästä. BIS suosittelee pankkeja soveltamaan kehittyntä menetelmää, jossa sisäinen luottoluokitus perustuu ja määrittellään pankin oman historiallisen datan ja riskiestimointiin hyväksytyjen tilastollisten menetelmien avulla.¹⁰⁸ Yritysrahoituksen kannalta suurimmat Suomessa toimivat pankit, Nordea Pankki, Sampo Pankki ja Op-ryhmä, ovat ottamassa ja ottaneet käyttöönsä luottoriskin arviointia varten kehittyneet menetelmät.¹⁰⁹ Koska nämä pankit ovat markkinajohdajia keski suurten yritysten rahoittajina Suomessa, arvioidaan tässä yhteydessä kehittyneen menetelmän mukanaan tuomia muutoksia.

Riskipainotettujen vastuiden määrien laskenta perustuu jatkossa riskiparametreihin, joita ovat maksukyvyttömyyden todennäköisyys, laskennallisen luottotappion ennuste, vastuun määrä maksukyvyttömyyshetkellä, vastuun maturiteetti ja liikevaihto tai taseen loppusumma. Pankit määrittelevät itse nämä sisäiset parametrit. Näin pankki tiivistäen todettuna Basel II -mallissa luokittelee omat asiakkaansa ja jatkossa jokaisen asiakkaan pankki vastuulle lasketaan niiden vaatima vakavaraisuuden edellyttävä oma pääoma, joka yksinkertaistaen riippuu kyseisen asiakkaan vastuiden tappion todennäköisyydestä.¹¹⁰

¹⁰⁷ Mm. haastattelut.

¹⁰⁸ BCBS (2006), Introduction, s. 2.

¹⁰⁹ Haastattelut.

¹¹⁰ Rata (2006a), luku 9, odotettujen tappioiden laskenta ja käsittely.

Luottolaitosten on dokumentoitava sisäisten luokittelujen käyttö luottoprosesseissaan ja riskienhallinnassaan sekä päivitettävä niitä säännöllisesti¹¹¹. Luokittelua valvovat kansalliset organisaatiot, Suomessa Rahoitustarkastus. Vaikka asiakasluokituksen taustalla on useita parametreja sisältäviä laskentamalleja, käytännön pankkityössä kysymys on pankkitoiminnan perusasioista yksittäisen asiakkaan luottoriskiä arvioitaessa. Luottoriski, ja näin myös asiakkaan luokitus, koostuu tiivistäen kahdesta komponentista; 1) luotolle asetettavasta vakuudesta ja sen kattavuudesta sekä 2) velallisen takaisinmaksukyvyistä ja siihen oleellisesti vaikuttavista seikoista¹¹².

Reaalivakuuden kattavuuden noustessa asiakasluokka paranee ja näin vakuuden merkitys korostuu asiakasluokkaa laskettaessa¹¹³. Koska perinteiseen panttioikeuteen perustuva reaalivakuus on jatkossa vielä nykyistäkin enemmän yrityksen keino laskea luoton hinta, niin johtopäätöksenä hyvin todennäköisesti *reaalivakuuksien käyttö Basel II - mallin myötä lisääntyy*. Yritykselle on taloudellisesti tehokasta täysimääräisesti hyödyntää panttaamiskelpoista ja vakuusarvon omaavaa omaisuusmassaa.

Yrityksen takaisinmaksukyvyyn arviointi perustuu pitkälti tilinpäätöksen analysointiin. Tilinpäätös on elementti, joka muuttuu yrityksen menestyksen myötä ja näin muuttuu myös pankin määrittämä asiakasluokka. Riskienhallintakovenantti ei ole vakuus, eikä sillä näin ollen ole suoraan asiakasluokkaa parantavaa vaikutusta. Basel II -malli ei tässä mielessä suoraan edistä riskienhallintakovenanttien käyttöä. Mutta se ei myöskään muuta tai vähennä rahoittajan tarvetta hallita riskiä myös kovenantein. Välillisesti voidaan nähdä Basel II -mallin tukevan riskienhallintaan liittyvien kovenanttien käyttöä, koska näillä pyritään pitämään yrityksen tilinpäätöksen tunnusluvut (asiakasluokitus) ja takaisinmaksukyky kunnossa¹¹⁴.

Luottosopimus on pitkäaikainen ja standardilomakkeita käytettäessä luoton yksityiskohdat, kuten pankin tuottotason määrittelemä marginaali, sovitaan järjestelyhetkellä koko maturiteetille. Tämä aiheuttaa sen, että pankki hinnoittelee riskin ja vakavaraisuusvaateen sopimushetken asiakasluokituksen mukaan. *Jos asiakasluokka laskee, mutta luoton hinta*

¹¹¹ Rata (2006a), standardi 4.3d. Luku 10.2:kohta 18.

¹¹² Haastattelut.

¹¹³ Haastattelut, erityisesti S. Lepistö.

¹¹⁴ Rauthovi (2005), Defensor Legis n:o 6/2005, s. 1261 ” Myös liiketoimintaa rajoittavien ja täten luottokelpoisuutta turvaavien kovenanttien käytön voidaan odottaa tulevaisuudessa yleistyvän”.

pysyy samana, ei hinnoittelu ole pankin kannalta kestävä. Tämän perusteella voidaan ennustaa *hinnoittelukovenanttien* yleistyvän hyvinkin nopeasti¹¹⁵. Yritysrahoituksen hinnoittelun voidaan kokonaisuudessaan ennustaa muuttuvan niin, että hintaerot yritysten luottojen välillä kasvavat¹¹⁶, hyvälle asiakkaille hintataso laskee, huonoille nousee ja että hinnoittelusta tulee kokonaisuudessaan nykyistä dynaamisempi osa yritysrahoitusta¹¹⁷.

Hinnoittelukovenanttien käyttö edellyttää, että luottosopimuksessa on sovittu taloudellisten tunnuslukujen vaikutukset luotosta maksettavaan marginaaliin. Hinnoitteluportaita ei voida määrittää suoraan pankin asiakasluokituksen perusteella. Hintakovenantin määrittäminen ja sopimusehdon täytyy olla läpinäkyvä, selkeä, yksiselitteinen ja molempien osapuolten laskettavissa oleva. Tulkintaongelmia ei saa syntyä. Asiakasluokitus on pankin sisäisesti käyttämä arvo, eikä sellaisenaan näin suoraan sovi hintakovenantin perusteeksi. Tästä syystä luoton hintaa ei saada absoluuttisesti korreloimaan vakavaraisuusvaadetta, vaan kysymyksessä on arvio hinnan ja luokituksen oikeasta suhteesta¹¹⁸.

Hintakovenanttia ei voida sopia yleisellä tasolla kaikille keskisuurille yrityksille joidenkin tunnuslukujen perusteella, koska jo pelkästään toimialavaihtelut takaavat tunnusluuille suuren toleranssin. Jokainen tunnusluku on yksilöllinen, yritysten tunnuslukujen lähtö- ja tavoitetasot ja niiden vaikutukset asiakasluokitukseen ovat yksilöllisiä. *Näin ollen jatkossa yhä useampi luottosopimus sisältää yksilöllisen elementin.*

Basel II:n myötä pankkien riskienhallinta tehostuu ja yksilöityy. Jokainen merkittävä luottoasiakas arvioidaan ja luokitellaan. Luokitus vaikuttaa vakavaraisuusvaateeseen ja antaa perusteen sekä luo vaatimuksen luoton yksilölliselle hinnoittelulle. Tämä edellyttää yksilöllistä sopimista. Vaikka Basel II ei huomioi riskienhallintakovenanttia suoraan asiakasluokkaan vaikuttavana tekijänä, eikä näin tässä mielessä välttämättä ainakaan välittömästi ja suoranaisesti vaikuta kovenanttien käyttöä lisäävästi, aiheuttaa muutos hinnoittelun kautta pankeille painetta kehittää yksilöllistä luottodokumentaatiota.

¹¹⁵ Rauthovi (2005), Defensor Legis N:o 6/2005, s. 1260 ”Luottojen korot heijastanevat jatkossa aikaisempaa tarkemmin asiakkaan luottoluokitusta. Pankit saattavat jatkossa sisällyttää eteenkin yritysten kanssa tehtäviin luottosopimuksiinsa hinnoitteluportaita, jotka reagoivat asiakkaan luottoluokituksen muutoksiin.”

¹¹⁶ Taloussanomien (2008) ”...Basel II uudisti pankkien vakavaraisuuslaskentaa. Uudistuksen olisi pitänyt näkyä pk-yritystenkin luottojen hintahaitarin levenemisenä, mutta tämä ei ainakaan täysin toteutunut, kun markkinoilla liikkui selvästi rahaa yli tarpeen...” ”...hyvä yritys voi saada rahaa halvemmalla. Tämä pätee tietysti toisinpäinkin. Riskiyritysten luottojen marginaalit kasvavat...”.

¹¹⁷ Haastattelut, erityisesti Mattila ja Takala.

¹¹⁸ Haastattelut, erityisesti S. Lepistö.

Tämä tarkoittaa sitä, että jatkossa laaditaan yhä enemmän yksilöllisiä luottosopimuksia, jolloin operatiivinen kynnys kaikkien kovenanttien käytölle madaltuu. Kestävä hinnoittelu nousee yksilöllisten sopimusten laatimisen työkustannuksia merkittävämmäksi taloudelliseksi ajuriksi. Haastattelujen perusteella tutkimustuloksena on se, että yksilöllisen hinnoittelun kasvava tarve avaa mahdollisuudet kaikkien kovenanttien laajemmalle käytölle.

2. KOVENANTTIRAHOITUKSEN ASEMOINTI OIKEUSJÄRJESTELMÄÄN JA RAHOITUSTEORIOIHIN

2.1. Kovenanttirahoituksen normipohja

2.1.1. Rahoitusoikeus, luotto-oikeus, luottosopimus ja sopimusoikeus

Rahoitusmarkkinat muodostavat oikeudellisesti tarkastellen laajan osa-alueen, jota ympäröivän ja sääntelevän normiston voidaan katsoa muodostavan *rahoitusoikeuden*. Rahoitusoikeus sijoittuu pääasiallisesti siviilioikeuteen ja siinä erityisesti velvoite- ja sopimusoikeuteen sekä yhtiöoikeuteen¹¹⁹. Rahoitusjärjestelmä on monimutkainen kokonaisuus, johon liittyy merkitsevä osatekijänä osake- ja velkakirjamarkkinat sekä osana erityyppisiä instituutioita, kuten pankkeja, vakuutusyhtiötä, rahastoja ja pääomarahastoja¹²⁰. Rahoitusmarkkinat ja -järjestelmät ovat ajassa ja käytännössä kiinni olevia dynaamisia rakenteita ja rahoitusoikeudella on erilaisia ulottuvuuksia moneen suuntaan ja vaihtelevin painotuksin. Rahoitussopimukset kovenantteineen ovat osa dynaamisia, kehittyviä rahoitusmarkkinoita.

Luotto-oikeus on laajan rahoitusoikeuden yksi moniulotteinen oikeudellinen asiakokonaisuus, joka rakentuu vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen liittyvän luottosuhteen ja luoton ympärille. Luotto-oikeus on oikeusnormien ja viranomaismääräysten kokonaisuus ja voidaan rahoitusoikeuden tapaan sijoittaa siviilioikeuteen, erityisesti velvoite- ja sopimus- ja esineoikeuteen. Rahoitus- eikä luotto-oikeus muodosta omaa itsenäistä oikeudenalaa¹²¹, vaan normiston tulkinnat ja soveltamiset ovat usein päällekkäisiä ja niiden yhteensovittamiset arkipäivää ja keskeisessä suhteessa käytäntöön.

*Luottosopimus*¹²² on laajan luotto-oikeuden yksi kokonaisuus¹²³. Luottosopimus voidaan määritellä niiden osapuolten sopimien kaikkien ehtojen ja sääntöjen kokonaisuudeksi, jotka määrittelevä luoton (velan) antamista ja takaisinmaksua. Luottosopimuksen synty-

¹¹⁹ Tuomisto (1999), s. 33.

¹²⁰ Laurila (2008), s. 47.

¹²¹ Tuomisto (1999), s. 36, jossa viittaus ks. Havansi 1984, s. 25

¹²² Rata 2.3, s. 25 ”luottosopimuksella tarkoitetaan kokonaisuutta, joka muodostuu velkakirjasta tai muusta saamistodisteesta ja siihen liittyvästä lyhennysasiakirjasta”.

¹²³ Tuomisto (1999), s. 37.

vaiheeseen soveltuvat Lain varallisoikeudellista oikeustoimista (OikTL) 1 luvun yleiset säännökset sopimuksen tekemisestä sekä velkasuhdetta koskeva lainsäädäntö keskeisenä osanaan Velkakirjalaki (VelkakirjaL) ja Korkolaki (KorkoL)¹²⁴. Kovenanteja sisältävässä rahoitussopimuksessa sovitaan luottosopimuksen tai -sopimusten laatimisesta. Luottosopimukseen liittyvä dokumenttikokonaisuus muodostuu yleensä velkakirjasta, maksusuunnitelmasta, velan yleisistä ehdoista ja mahdollisista panttaus- ja vakuusasiakirjoista.

Velallisen ja velkojan oikeudellista suhdetta rahaveloissa on tarkasteltu pitkään velkakirjaoikeuteen liittyvänä kysymyksenä. Selityksenä tälle on lainsäädäntö, jossa velkakirjalailalla on yhä keskeinen asema luottosuhteita koskevana normistona. Velkakirjaoikeudessa kysymys on pääasiassa asiakirjasidonnaisista oikeusvaikutuksista ja dokumenttien siirtolanteisiin liittyvästä suhteesta kolmanteen¹²⁵. Sopimusoikeudelliset¹²⁶ kysymykset luottosuhteen osapuolten keskinäisistä velvoitteista ovat velkakirjalaisissa lähes näkymättömissä. Tämän tutkimuksen kannalta velkakirjaoikeus ei muodosta merkittävää oikeuslähdettä. Luotonantoa voidaankin toisen näkökulman mukaan korostaa *omana sopimustyyppinä*, jonka oikeudellinen sisältö mukailee suurelta osin sopimusoikeuden yleisiä oppeja. Näitä ovat mm. sopimuksen syntyminen, vakioehto-oppien merkitys, sopimuksen sisällön myöhempi muuttaminen, ehtojen tulkinta ja osapuolten sopimusrikkomusten seuraamukset.¹²⁷

Sopimukseen saattavat soveltua erilaiset normit, jotka ovat ristiriidassa keskenään. Sopimuksen oikeudellisten perusteiden lähtökohtana on aina normien soveltamisjärjestys¹²⁸, joiden tunteminen on välttämätöntä, jotta sopimusta hallitaan riskienhallinnan välineenä. Sopimusperusteisen velvoitteen sisältö määräytyy sopimuksen perusteella. Sopimus voi kuitenkin olla epäselvä, sen ohella voidaan joutua noudattamaan muita määräyksiä tai sopimus voi olla aukollinen. Lähtökohtaisesti kuitenkin on selvää, että sopimusperusteisen

¹²⁴ Tuomisto (1999), s. 38, jossa viittaus teokseen Saarnilehto, Ari; Tuomisto, Jarmo: Luottosopimuksesta. Turku 1995, s. 13.

¹²⁵ Aurejärvi - Hemmo (2004), s. 3.

¹²⁶ Hemmo (2007), s. 4, sopimusoikeus on toistaiseksi pääosin kansallisen sääntelyn varassa, eikä sitä ole pyritty yhtenäistämään EU -alueella.

¹²⁷ Aurejärvi - Hemmo (2004), s. 3.

¹²⁸ Esim. Hoppu - Hoppu (2008), s. 128, kaiken muun normiston edelle menee pakottava lainsäädäntö. Toisena kohtana tulee sopijakumppaneiden sopimus ja sen ehdot. Kolmantena tulee osapuolten vakiintunut käytäntö, neljäntenä alalla vallitseva kauppatapa ja viidentenä tahdonvaltainen lainsäädäntö. Huomattavaa on, että sopimusehdot ja ennen kaikkea *sopimuksen tarkoitus* syrjäyttävät niin tahdonvaltaisen lainsäädännön normit kuin myös vakiintuneen käytännön ja vallitsevan kauppatapan.

velvoitteen sisältö määräytyy lain (ehdottomat normit ja toissijaiset normit), sopimuksen ja sopimuksen tulkinnan perusteella.

Oleelliseen asemaan tämän tutkimuksen ja rahoitussopimusten laatimisen kannalta nousevat luottosuhteita koskevat *sopimusoikeudelliset oikeusperiaatteet ja argumentit*, kuten sopimusvapauden ja sopimuksen sitovuuden periaate, sopimusten kohtuullistaminen ja sovittelu, lojaliteettiperiaate, luottamusperiaate, sekä *sopimusoikeuden yleiset opit*, esimerkkinä sopimusehtojen tulkinta ja siihen liittyvä osapuolialoitteisesti määräytyvä sopimukseen liittyvä muu aineisto. Periaatteista erityisesti kohtuullistaminen on sopimusoikeuden sääntelystä viime vuosikymmeninä ”sosialisoituessa” ollut merkitykseltään kasvava. Mutta kohtuuskaan ei ole yksipuolista ja vaikka sopimusehdon oikeusvaikutus olisi toiselle osapuolelle esimerkiksi taloudellisesti hyvinkin ankara, ei se tee siitä automaattisesti kohtuutonta. Sopimusoikeudellisia periaatteita ja argumentteja sekä yleisiä oppeja selvitetään tässä tutkimuksessa myöhemmin.

Lähtökohtaisesti myös sopimusten tyypittäminen on sääntelyä arvioitaessa oleellista¹²⁹. Luottoasiakkaat voidaan puolestaan ryhmitellä esimerkiksi kolmeen joukkoon: 1) kuluttajiin, 2) pienyrityksiin ja 3) keskisuuriin ja suuriin yrityksiin.¹³⁰ Tämän tutkimuksen aiheen ja rajausten johdosta sopimustyyppitys tai asiakasryhmitys ei ole ongelmallinen. Tarkastelun kohteena olevat rahoitussopimukset ovat pitkäkestoisia, kaksipuolisesti velvoittavia liikesopimuksia. Keskisuuria osakeyhtiöitä ei rinnasteta pienyritysten (usein henkilöyhtiöitä) tapaan kuluttajiin, vaan niillä on kokoluokan tuoma selkeä yritysidentiteetti.

Oleellista onkin ymmärtää *yritysluotoissa oleva sopimusvapauden laajuus* ja se että lain-tasoisien normiston osalta sitä lähtökohtaisesti rajoittaa vain sopimusehdon sovittelun (OikTL 36§) ja kieltämisen (ElinkSopL 1§) mahdollisuus¹³¹. Lain elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä mukaan elinkeinonharjoittajien välisissä sopimuksissa ei saa käyttää ehtoa, joka on kohtuuton huomioiden toisen osapuolen heikompi asema ja muu suojan tarve.

¹²⁹ Kuluttaja- vai liikesopimus, kerta- vai kestopopimus, yksilöllinen vai vakioehtoinen standardisopimus, yksi- vai kaksipuolisesti velvoittava sopimus, runko-, puite tai ohjesopimus, staattinen vai dynaaminen sopimus jne.

¹³⁰ Hemmo (2001), s. 38.

¹³¹ Aurejärvi - Hemmo (2004), s. 20, ks. myös LuottolaitosL 83§.

2.1.2. Yrityksen normit

Tutkimuksen kohteena olevia osakeyhtiötä koskeva tärkein laki on Osakeyhtiölaki (OYL), joka ei kaikissa tilanteissa ole sanamuodoltaan selkeä vaan niukka. Kokonaisuudessaan osakeyhtiön toimintaa säätelevä normisto on laaja¹³². Osakeyhtiö voidaan nähdä osakkeenomistajien välisenä sopimuksena ja sopimusosapuolilla on laaja sopimusvapaus. OYL:n yksi kahdeksasta¹³³ yleisestä periaatteesta onkin, että osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta. Sopimusvapauden rajoitteena on kuitenkin se, ettei yhtiöjärjestykseen voida ottaa OYL:n tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastaista määräystä.¹³⁴ Rahoitussopimusten tehokkuuden kannalta oleellista on selvittää yrityksen päätöksentekoon¹³⁵, edustamiseen ja valtuutukseen liittyvä sääntely, jotta sopimus on pätevä. Tätä mahdollista riskiä voidaan hallita mm. selonteot ja vakuutukset klausuulilla.

Keskisuurten yritysten rahoittamisessa riskienhallinta on usein yhdistelmä reaalivakuutta ja rahoitussopimuksen kovenantteja. Panttausproblematiikka pankeissa yleensä hallitaan hyvin, mutta esimerkiksi lähipiirirahoituskysymykset ja yrityksen oman osakekannan hankinnan rahoittaminen yhtiön varoilla ovat usein poikkeuksia tästä osaamisesta. Vanhassa osakeyhtiölaissa (OYL 1978 12:7) oli säännös lähipiirille annettavasta lainasta tai vakuudesta. Uudessa laissa tällaista säännöstä ei ole ja näin asiaa tulee arvioida osakeyhtiölain yleisten periaatteiden pohjalta. Tällöin kiinnitetään huomioita siihen, onko 1) päätös valmisteltu huolellisesti, 2) onko tällainen rahoittaminen yhtiön edun mukaista, 3) onko rahoittaminen liiketaloudellisesti perusteltua, 4) toteuttaako se voiton tuottamisen tarkoitusta ja 5) kohtelee päätös osakkeenomistajia yhdenvertaisesti eli niin, ettei yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella anneta jollekin epäoikeutettua etua¹³⁶.

¹³² Immonen - Nuolimaa (2007), sivut 28 – 31, OYL (625/2006) ja edellisten, kumottujen lakien aikainen oikeuskäytäntö ja oikeuskirjallisuus, muiden pohjoismaiden osakeyhtiöoikeus, OYL:n esityöt (Oikeusministeriön työryhmämietintö 2003:4, HE 109/2005 ja TaVK 7/2006), KKO:n ja KHO:n ratkaisut, KPL 1336/1997, KPA 1339/1997, TTL 459/2007, ToiminimiL 128/1979, KRL 129/1979, KRA 208/1979 sekä 12 kpl EU:n antamia yhtiöoikeudellisia direktiivejä.

¹³³ Immonen - Nuolimaa (2007), sivut 19 – 21, 1) oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu 2) pääoma ja sen pysyvyys 3) osakkeen luovutettavuus 4) toiminnan tarkoitus 5) enemmistöperiaate 6) yhdenvertaisuus 7) johdon tehtävä 8) tahdonvaltaisuus.

¹³⁴ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 25.

¹³⁵ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 89, oikeudelliseksi ongelmaksi muodostuu erityisesti se, milloin oikeustoimiin – esimerkiksi lainan ottamiseen – vaaditaan hallituksen päätös ja milloin riittää alemman tahon päätös.

¹³⁶ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 202.

Osakeyhtiö ei saa antaa lainaa tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen (ei tarvitse olla lähipiiriläinen) voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita. Rahoituskiellon tarkoituksena on varmistaa, että ulkopuolisen hankkiessa yhtiön osakkeita kaupan rahoittaminen ei tapahdu kohdeyhtiön varojen turvin. Käytännössä tilanne tulee esille yrityskaupassa, kun kohteena ovat osakkeet, ei liiketoiminta. Rahoituskiellon arvioinnissa tulee erottaa kaksi tilannetta; antaako kohdeyhtiö vakuuden ostajan osakekaupan rahoittamaksi ottamaan velkaan (kielletty) vai tuleeko vakuus ostajan osakekaupan rahoittamiseksi ottaman velan takaisin maksamiseksi ottamaan velkaan (sallittu, velka saatu ennen osakekauppa)¹³⁷.

Rahoitussopimuksella voidaan pyrkiä rakentamaan sellaista rahoitus- tai panttausjärjestelyä, jossa yhtiö panttaa omaisuuttaan tai läpilainaa rahaa lähipiirilleen tai järjestely saattaa liittyä monimutkaiseen yrityskauppaan, johon sisältyy osakeyhtiölain kieltämä omiin osakkeisiin kohdistuva rahoitusjärjestely. Nämä ovat esimerkkejä tilanteista, jossa luottojärjestely ja siihen liittyvän rahoitussopimuksen laatiminen edellyttää osakeyhtiötä säätelevän normiston tuntemista. Nämä ovat myös tyypillisiä tilanteita, joissa kovenanteja usein tarvitaan, koska vakuuksien panttausongelmat ovat konkreettisia ja usein kaupan osapuolille yllättäviä.

Yrityksen tuloksen ja taloudellisen tilanteen mittaaminen perustuu kirjanpitosäännöksiin. Säännöksillä on tärkeä merkitys yhtiöoikeudellisten käsitteiden määrittelemisessä. Yleislakina Kirjanpitolaki (KPL) ja Kirjanpitoasetus (KPA) määrittelevät pääosin tilinpäätöksen sisällön.¹³⁸ Kirjanpitolain asettama tavoite tilinpäätöksen sisältämälle tiedolle on paljolti verosidonnainen eli siinä määritellään yleiset perusteet yrityksen verotettavan tuloksen laskemiseksi. Kirjanpitolaissa säädetään myös tilinpäätösten julkistamisvelvollisuudesta ja osakeyhtiölaki erityislakina tuo siihen lisää säädöksiä. Arvopaperimarkkinalaki (AML) säätelee julkisten osakeyhtiöiden toimintaa.¹³⁹

Tunnuslukukovenanttien ymmärtäminen ja käyttö edellyttävät tilinpäätöksen analysointia. Analysointia varten tilinpäätös oikaistaan. Oikaisutoimenpiteiden perimmäisenä tarkoi-

¹³⁷ Immonen - Nuolimaa (2007), sivut 206 – 207.

¹³⁸ Mm. Laurila (2008), s. 51.

¹³⁹ Mm. Kallunki - Kytönen (2007), sivut 15 – 16.

tuksena on tietojen saaminen vertailukelpoiseksi.¹⁴⁰ Tilinpäätöksen sisältämä yritystä koskeva taloudellinen tieto esitetään yleensä tunnuslukujen muotoon tiivistettynä. Tunnusluvut lasketaan jakamalla jokin tuloslaskelman tai taseen erä jollain toisella, yleensä yrityksen kokoa mittaavalla erällä. Perinteisen tilinpäätösanalyysin avulla voidaan laskea hyvin monenlaisia tunnuslukuja moneen käyttötarkoituksen. Käytännössä analyysissä ongelmana usein onkin olennaisten tunnuslukujen valinta suuresta tunnuslukujoukosta.¹⁴¹

Oikaistun tilinpäätöksen tunnuslukujen laskeminen on sääntöjen ohjaamaa matematiikkaa. Pankit ovat vuodesta 1974 Yritystutkimusneuvottelukunta ry:n jäsenenä, sen toimitaman ohjekirjan välityksellä, antaneet suositukset tunnuslukujen laskemisesta sekä myös hahmottaneet muutamille tunnusluvuille¹⁴² ohjearvoja. Näistä ohjearvoista on hyötyä arvioitaessa kovenanttitasoja. Kirja ei ole viranomaismateriaalia, eikä voi toimia oikeudellisena perustana, mutta sen antamista ohjeista ja niiden noudattamisesta on muodostunut vakiintunut tapa¹⁴³ ja finanssikovenanttien osalta oleellinen osa rahoitussopimusten sisältöä.

2.1.3. Pankkitoiminnan normit

Pankki- ja luottolaitoslainsäädännön tarkoituksena on turvata luottolaitoksen hoitaminen terveiden liikeperiaatteiden mukaisesti ja niin, etteivät luottolaitoksen maksuvalmius ja vakavaraisuus vaarannu. Lisäksi menettelyllä pyritään tarpeellisen asiakkaan suojan toteuttamiseen, vaikkakin Luottolaitoslain (LuottolaitosL) asiakkaan suojaa koskevat säännökset ovat melko suppeat ja asiakkaan suoja täydentyy mm. sopimusoikeuden yleisten oppien perusteella. Luottolaitoslainsäädännölle on ominaista, että harjoitettava elinkeinotoiminta on tarkasti säänneltyä ja valvottua.¹⁴⁴ Tästä pitävät huolen EU:n direktiivit, Suomen lainsäädäntö ja Rahoitustarkastuksen määräykset ja ohjeet.

Pankki- ja luottolaitostoimintaa koskevassa lainsäädännössä tärkeä merkitys on yritysten tyypittelyllä. Laissa erotetaan 1) luottolaitokset, 2) rahoituslaitokset ja 3) talletuspankit

¹⁴⁰ Mm. Kallunki - Kytönen (2007), s. 42.

¹⁴¹ Mm. Kallunki - Kytönen (2007), s. 73.

¹⁴² Liiketulosprosentti, kokonaispääoman tuotto, omavaraisuusaste, tuotannollisten yritysten suhteellinen velkaantuneisuus, quick ratio, current ratio, lainojen hoitokate, korolliset velat/käyttökate ja korkokate.

¹⁴³ Haastattelut, rahoitussopimusten tunnuslukujen laskemisessa noudatetaan poikkeuksetta yritystutkimusneuvottelukunnan kulloinkin voimassa olevaa ohjetta.

¹⁴⁴ Hemmo (2001), s. 7.

sekä 4) eräät muut asiakassuhteiden kannalta vähämerkitykselliset yritystyypit (esim. kiinnitysluottopankki). Luottolaitoksia ovat talletuspankit ja luottolaitostoimintaa harjoittavat osakeyhtiöt, osuuskunnat ja hypoteekkiyhdistykset. Pankki -nimen käyttö on luottolaitoslaissa tarkasti säänneltyä. Talletuspankilla on oltava pankki -sana tai yhdysosa toimimissään. Muutoin vain Suomen Pankki ja Pohjoismaiden Investointipankki saavat käyttää pankki -nimikettä, jonka käyttö on kielletty muilta kuin talletuspankkimuotoisilta luottolaitoksilta. Siten vain osa luottolaitoksista on pankkeja. Rahoituslaitoksilla tarkoitetaan yhteisöjä, jotka pääasiallisena liiketoimintanaan tarjoavat luottolaitoksille ominaisia luotonanto-, maksuliike-, arvopaperikauppa- ym. palveluja olematta kuitenkaan luottolaitoslain mukaisia luottolaitoksia. Luottolaitostoiminnalla tarkoitetaan ns. peruspankkitoimintaa¹⁴⁵. Tämän tutkimuksen aihe on rajattu talletuspankkimuotoisten luottolaitosten, eli pankkien, tarjoamaan rahoitukseen.

Asiakkaan suojan osalta Luottolaitoslaissa säännellään markkinointia ja sopimusehtoja. Sääntelyn mukaan luottolaitosten toimintaa valvoo Rahoitustarkastus, joka toimii Suomen Pankin yhteydessä yleisenä viranomaisena. Markkinoinnissa totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen samoin kuin asiakkaan kannalta sopimaton tai hyvän tavon vastainen menettely on kielletty. Sopimusehtojen valvonnan mahdollistamiseksi luottolaitos on velvollinen toimittamaan käyttämänsä vakiosopimusehdot Rahoitustarkastukselle tarkastettavaksi. Pankkien toiminnan yleiseen lainmukaisuuteen ja vakavaraisuuteen kohdistuvan valvonnan lisäksi Rahoitustarkastus siis valvoo pankkien mainontaa ja niiden käyttämiä dokumentteja sekä seuraa rahoitusmarkkinoita¹⁴⁶. Valvontaa toteutetaan antamalla määräyksiä sekä laatimalla valvonnan kannalta tarpeellisia toimintaohjeita. Valvottavia sitovia ohjeita Rahoitustarkastus voi antaa vain tähän velvoittavan erityyssäännön perusteella. Muuten Rahoitustarkastuksen ohjeet ovat siinä mielessä sitomattomia, että niistä poikkeamiseen ei voida sellaisenaan liittää sanktioita. Tällaisillakin ohjeilla on kuitenkin oikeuslähdearvoa, koska ne välittävät tietoa hyvän pankkitavan sisällöstä ja huolellisena pidettävältä luottolaitokselta edellytettävistä menettelytavoista.¹⁴⁷

Luottolaitoslain 83. pykälä kieltää pankkia käyttämästä sopimusehtoa, joka ei kuulu sen toimintaan tai joka on kohtuuton. Säännöksen mukaan sopimusehtoa on pidettävä koh-

¹⁴⁵ Hemmo (2001), sivut 9 – 11.

¹⁴⁶ RahoitustarkL 4 §.

¹⁴⁷ Hemmo (2001), sivut 20 - 26, LuottolaitosL 83 §.

tuuttomana aina, jos luottolaitoksen toiminnan ulkopuolisen hyödykkeen hankkiminen tai käyttö asiakkaan kannalta kokonaisuutena arvioiden asiattomasti vaikuttaa luoton saamiseen, sopimuksen voimassaoloon tai muihin sopimuksen ehtoihin, taikka jos asiakkaan oikeutta ryhtyä sopimussuhteeseen muun elinkeinonharjoittajan kanssa rajoitetaan¹⁴⁸. Kiellon tarkoituksena on turvata asiakkaan vapaus valita sopimuskumppaninsa ja estää pankkia sitomasta asiakkaitaan samaan finanssiryhmään tai muuten pankin lähipiiriin kuuluviin yrityksiin. Rahoitustarkastus on pitänyt lainkohdan vastaisena esimerkiksi sitä, että luoton saamisen ehtona olisi vakuutusten ottaminen tietystä vakuutusyhtiöstä.

Rahoitussopimusten osalta tätä on tulkittava niin, että nykyisten finanssikonglomeraattien aikaan sopimuksella ei saa luoton edellytyksenä tai hinnoittelun perusteena pitää muiden tuotteiden, kuten vakuutuksen tai korkosuojajohdannaisten hankkimista luottoa järjestävästä pankista tai sen lähipiiristä. Mutta se ei tarkoita sitä, ettei rahoitussopimuksessa voida näitä riskienhallintaelementtejä sinänsä pitää sopimusehtoina. Korkosuojajohdannaista ei myöskään voitane pitää luottolaitostoiminnan ulkopuolisena hyödykkeenä. Asiakkaalle tulee kuitenkin jättää vapaus valita, minkä toimittajan tuotteen hän valitsee. Rahoitussopimuksessa ei myöskään voida edellyttää, että yritys ei saa olla muiden pankkien asiakas. Mutta siinä voidaan esimerkiksi rajoittaa lisävelkaantumista tunnuslukukovenanteilla, negative pledgellä tai suoranaisella euromääräisellä luottomäärärajoituksella. Näin käytännössä tietynlaisen asioinnin määrää toisessa pankissa rajoitetaan.

Rahoitussopimuksessa yksi sopimuksen ehdoista on luoton hinta, jonka asettaminen perustuu mm. riski - tuotto -ajatteluun. Asiakastuotto pankille koostuu monista elementeistä, mm. maksuliiketuotoista. Luottolaitoslain tulkinta tilanteessa, jossa rahoitussopimuksella luoton hinta tai luoton myöntäminen sidotaan asiakkaan asioinnin keskittämiseen, on mielenkiintoinen. Myös tällä tavalla asiakkaan mahdollisuutta käyttää kilpailevaa pankkia rajoitetaan. Maksuliike ei kuitenkaan missään tapauksessa ole ”luottolaitostoiminnan ulkopuolinen hyödyke” eikä ” kokonaisuutena arvioiden asiattomana” voida pitää sitä, että pankki edellyttää asiakkaalta vastavuoroisuutta. Se on osa normaalia pankkisuhdetta.

Myös hyvällä pankkitavalla on merkitystä luottosuhteessa. Suomen pankkiyhdistyksen määräämät *Hyvän pankkitavan säännöt* sisältävät asiakkaan ja pankin välistä suhdetta se-

¹⁴⁸ Aurejärvi - Hemmo (2004), s. 25.

kä pankkien toimintatapoja koskevia periaatteita ja käytäntöjä. Hyvään pankkitapaan kuuluu, että pankki tuntee asiakkaansa sekä hänen taloudellisen tilansa asiakassuhteen edellyttämässä laajuudessa. Asiakassuhde perustuu molemminpuoliseen rehellisyyteen ja luottamukseen, jota pitkäaikainen asiakassuhde vahvistaa.¹⁴⁹ Sopimusperusteisessa rahoituksessa vaatimukset asiakkaan taloudellisen tilan tuntemisesta korostuvat.

Yhteenvedona voidaan todeta, että tutkimusaiheeseen liittyvä normipohja on kokonaisuudessaan laaja, komplisoitu ja dynaaminen. Sopimusosapuolia itseään koskettava sääntely on keskeinen osa niiden olemassaoloa ja toimintaa. Tästä sääntelystä löytyy sellaista informaatiota, joka on välttämätöntä tuntea kovenanttien käyttömahdollisuuksia arvioitaessa ja rahoitussopimuksen sopimusriskiä hallittaessa. Rahoitussopimus sinällään on liike-elämälle tyypillinen sopimustyyppi, jota ei lailla suoraan säännellä¹⁵⁰. Tutkimustehtävän suorittamisen kannalta tärkein sääntely liittyykin viimekädessä sopimusoikeudellisiin periaatteisiin ja yleisiin oppeihin.

2.2. Sopimusoikeus kovenantti -kontekstissa

Sopimusoikeuden yleisiä periaatteita ja argumentteja ovat mm. sopimusvapaus ja sopimuksen sitovuus, lojaliteetti- ja luottamusperiaate, sopimuksen kohtuusperiaate ja sovitte lu sekä taloudellisen tehokkuuden ja optimaalisen riskinjaon argumentit.¹⁵¹ Sopimusoikeuden yleisiä oppeja ovat mm. sopimuksen syntyminen, sopimusehtojen tulkinta, sopimuksen sisällön myöhempi muuttaminen ja vakioehto-oppien merkitys.¹⁵²

2.2.1. Sopimusvapaus ja sopimuksen sitovuus

Sopimusvapaus on oikeusperiaate, jonka mukaan osapuolet saavat vapaasti päättää, millaisia sopimuksia solmivat ja kenen kanssa.¹⁵³ Sopimusvapaus tarkoittaa valinnan vapautta, kykyä oman taloudellisen tahdon muodostamiseen ja käyttämiseen. Sopimuksen sitovuuden periaatetta voidaan pitää sopimusoikeuden kulmakivenä. On vaikea kuvitella jär-

¹⁴⁹ Suomen pankkiyhdistys 2004.

¹⁵⁰ Mm. Halila - Hemmo (1996), s. 27, jonka mukaan liike-elämän keskinäisissä suhteissa käytettävät sopimustyyppit ovat lailla sääntelemättömiä.

¹⁵¹ Mm. Hemmo (2007), sivut 6 – 10.

¹⁵² Mm. Aurejärvi - Hemmo (2004), s. 3.

¹⁵³ Timonen (1999), s. 132.

jestäytyntä yhteiskuntaa toimivaksi oikeusvaltioksi, jossa sopijapuoli ei olisi velvollinen toimimaan antamansa sitoumuksen mukaisesti¹⁵⁴. Sopimuksen ”hintana” on sopimuksen sitovuus¹⁵⁵. Rahoitussopimuksen teko ja sen sisällöstä sopiminen on normaalin, laajan sopimusvapauden piirissä, samoin sen ”hintana” on sen sitovuuden normi. Rahoitussopimukset on pidettävä¹⁵⁶.

Normein estetään sopimukseen liittyvät väärinkäytökset ja lainvastaisuus¹⁵⁷ sekä säädellyän edustamisesta ja valtuutuksesta¹⁵⁸. Sopimus ei saa olla hyvän tavan vastainen¹⁵⁹. Tämän säädetyn lain ulkopuolisen pätemättömyysperusteen mukaan sisältönsä perusteella hyvän tavan vastainen, esimerkiksi rikoksen tekemiseen velvoittava sopimus on pätemätön¹⁶⁰. Lailla säädetään ja hyväksytään myös sopimuksen sovittelun mahdollisuus¹⁶¹. Kun tavoitteena on sovittua kohtuullisemman lopputuloksen aikaansaaminen, puhutaan sovittelusta¹⁶². Rahoitussopimusten osalta pakottamisen, petollisen viettelyn yms. väärinkäytösten estämisellä ei haastattelujen mukaan ole käytännön merkitystä. Hyvän tavan vastaisia rahoitussopimukset eivät voi olla, kun ne ovat jo pitkään olleet maan tapa ja niitä jatkuvasti laaditaan. Sopimuksen mahdollinen sovittelu ja kohtuullistaminen sen sijaan on relevantti aihe, jota on syytä kovenantti -kontekstissa selkiyttää.

2.2.2. Lojaliteetti- ja luottamusperiaate

Sopimusoikeudellisen lojaliteetin käsitettä on käytetty eri merkityksessä, eikä sille ole helppo antaa täsmällistä sisältöä. Ytimenä lojaliteettivaatimuksissa kuitenkin on, että so-

¹⁵⁴ Saarnilehto (2005), s. 157.

¹⁵⁵ Saarnilehto (2005), s. 37, jonka mukaan sopimusvapauten voidaan sisällyttää muun muassa seuraavat seikat: päätäntävapaus eli tehdä tai olla tekemättä sopimuksia, valintavapaus eli vapaus valita sopimuskumppani, sisältövapaus eli vapaus määrätä itse, minkälaisin ehdoin sopimus tehdään, muotovapaus, eli vapaus itse määrätä missä muodossa tai järjestyksessä sopimus tehdään, tyyppivapaus, eli valita tehtävän sopimuksen tyyppi, purkamisvapaus eli vapaus laillisin keinoin vetäytyä sopimussuhteesta tai olla jatkamatta sitä ja vapaus sopia noudatettavasta laista ja riitojen ratkaisemisesta.

¹⁵⁶ Pacta sunt servanda, sopimus on pidettävä.

¹⁵⁷ OikToimiL 28§ – 33§.

¹⁵⁸ OikToimiL 10§ – 27§.

¹⁵⁹ Mm. Saarnilehto (2005), s. 135.

¹⁶⁰ Hemmo (2007), s. 35.

¹⁶¹ OikToimiL 36§, ”Jos oikeustoimen ehto on kohtuuton tai sen soveltaminen johtaisi kohtuuttomuuteen, ehtoa voidaan joko sovitella tai jättää se huomioon ottamatta. Kohtuuttomuutta arvioitaessa on otettava huomioon oikeustoimen koko sisältö, osapuolen asema, oikeustointa tehtäessä ja sen jälkeen vallinneet olosuhteet sekä muut seikat. Jos 1 momentissa tarkoitettu ehto on sellainen, että sopimuksen jääminen voimaan muilta osin muuttumattomana ei ole ehdon sovittelun vuoksi kohtuullista, sopimusta voidaan sovitella muiltakin osin tai se voidaan määrätä raukeamaan. Oikeustoimen ehtona pidetään myös vastikkeen määrää koskevaa sitoumusta.”

¹⁶² Saarnilehto (2005), sivut 160 – 161.

pijaosapuolen on vältettävä toisen osapuolen etuja vahingoittavaa toimintaa ja tietyssä laajuudessa otettava tämän intressit huomioon omassa toiminnassaan¹⁶³. Lojaliteettivelvollisuus on voimassa yleisenä periaatteena ilman nimenomaista säännöstä tai sopimusehtoa. Lojaliteetin suppeampi muoto on shikaanikielto, jonka mukaan oikeuksia ei saa käyttää niin, että ainoana päämääränä on toisen vahingoittaminen.¹⁶⁴

Rahoitussopimuksissa on lojaliteetti- ja luottamus -*käsitteiden* käyttöä syytä välttää niiden epätäsmällisyyden vuoksi¹⁶⁵. Suositeltavaa on pyrkiä kuvaamaan sopimusehdot ja velvoitteet mahdollisimman yksityiskohtaisesti.¹⁶⁶ Pankin on lisäksi syytä varmistua suorituksen sopivuudesta yrityksen käyttöön yrityksen antamat tiedot huomioiden, antaa tarpeellista tietoa sopimukseen liittyvistä riskeistä ja varmistua, että yritys on ymmärtänyt sopimussuhteen kannalta olennaiset seikat¹⁶⁷. Pankki ei saa rahoitusalan ammattilaisena hyötyä toisen osapuolen selkeästä ammattitaidottomuudesta.¹⁶⁸ Lojaliteetista puhuttaessa on kuitenkin muistettava, että sopimusosapuolilla on usein erilaisia intressejä. Lojaliteettivaatimusta ei siten yleensä voida mitoitaa niin pitkälle meneväksi, että se vaarantaisi sopimukseen väistämättä liittyvän ja hyväksyttävän pyrkimyksen omien intressien edistämiseen¹⁶⁹.

Rahoitussopimuksia laadittaessa lojaliteetti ja luottamus ovat periaatteina selvät lähtökohdat. Pankki voi vakiintuneen sanonnan mukaan ”niin hyvin kuin sen asiakkaat voivat”, eikä sen etu voi olla yritystä vahingoittava toiminta. Rahoitussopimuksia ei myöskään laadita, jos osapuolten välillä ei vallitse luottamus. Luottamus on kovenanttipohjaisen luotonannon keskeinen osa¹⁷⁰. Mutta erilaiset kielteiset muutokset sopimusaikana voivat aiheuttaa lisäjännitettä lähtökohtatilanteeseen ja asiakassuhteeseen; yritys voi ajau-

¹⁶³ Mm. TurHO S 04/ 329 (2006), jossa viittaus Saarnilehto - Hemmo - Kartio: Oikeuden perusteokset Varallisuus-oikeus WSOY Lakitieto 2001, s. 113, ”lojaliteettivelvollisuus kuvataan sopijapuolen velvollisuudeksi ottaa omassa toiminnassaan kohtuuden mukaan huomioon myös toisen sopijapuolen edut ja valvoa niitä ilman, että omat oikeudet kohtuuttomasti vaarantuvat”.

¹⁶⁴ Mm. Halila - Hemmo (1996), s. 12.

¹⁶⁵ Mm. Haastattelut, erityisesti Kiiski, TurHO S 04/ 329, jossa viittaus Muukkonen: Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. Lakimies 7 / 199 sivut 1031 – 1034 ja 1048, ”lojaliteettivelvollisuuden tarkempi sisältö, kuten myös sen noudattamatta jättämisen oikeusvaikutukset on arvioitava tapauskohtaisesti”.

¹⁶⁶ Mm. Halila - Hemmo (1996), s. 12.

¹⁶⁷ Mm. Hemmo (2005), s. 88 ja haastattelut.

¹⁶⁸ KKO:2007:72, pankki ei ollut osakekaupassa sopimusosapuoli, mutta oli myötävaikuttanut kaupan syntyyn ja pankki oli mitä ilmeisimmin hyötynyt kaupan toteutumisesta. Pankki ei ollut ottanut kyseisissä olosuhteissa huomioon ostajan etuja ja ostaja oli asiantuntemattomuuttaan mennyt sellaiseen sopimukseen, jonka päättämisen kannalta oleelliset seikat eivät olleet sen tiedossa. Pankki oli rikkonut lojaliteettivelvollisuuttaan ostajaa kohtaan.

¹⁶⁹ Hemmo (2007), s. 9.

¹⁷⁰ Tuomisto (1999), s. 179.

tua vaikeuksiin ja rahoittajan suhtautuminen voi muuttua varautuneemmaksi ja irtisanomisperusteiden rajat lähestyä. Yritys voi myöhemmin käyttää useampia rahoittajia, siirtää merkittävän osan asioinnistaan toiseen pankkiin ja pankki voi rahoittaa muita saman alan kilpailevia yrityksiä. Lojaliteettia mitataan lisäksi vielä ongelmatilanteiden realisoitumisen jälkeenkin mm. pankin velvollisuutena huolehtia pantista huomioiden molempien osapuolten edut¹⁷¹. Lojaliteettivelvoitteen laajuutta on kulloinkin arvioitava sopimuksen kokonaisuus ja olosuhteet huomioiden, mutta joka tapauksessa velvollisuudet huomioida myös toisen intressit ja välttää tahallisesti toista vahingoittavia toimia ovat olemassa koko sopimuksen ajan.

Lojaliteettiin ja luottamukseen liittyvät sopimusriski on kyseessä myös silloin, kun toiselle sopimusosapuolelle tulee taloudellisesti edulliseksi rikkoa sopimusta. Näin voi tapahtua esimerkiksi silloin, jos omistaja on sitoutunut omistuksenpysyvyyskovenanttiin, mutta esimerkiksi tuntien toimialan tulevaisuuden uhkakuvat ja yrityksen osakkeista tarjotun kauppasumman, päättää rikkoa sopimusta. Tällaisissa tilanteissa sopimusrikkomus perustuu taloudellisten etujen ja haittojen vertailuun, joten sen vaaraa pankki voi pyrkiä rajoittamaan ylikompensatorisilla sopimussanktioilla.¹⁷²

2.2.3. Sopimuksen kohtuusperiaate, sovittelu ja tehokkuus

Sopimuksen sitovuus on lähtökohta ja sen sovittelu on poikkeus.¹⁷³ Oikeustoimilain 36 § myötä voidaan kuitenkin poistaa sopimuskumppaneiden erilaisista lähtökohdista aiheutuneet kohtuuttomuudet¹⁷⁴ tai jos olosuhteiden muuttumisen johdosta sopimuksen kirjaimellinen noudattaminen johtaisi kohtuuttomaan lopputulokseen. Sovittelulla pyritään siihen, että sopimusriidassa voidaan tehdä kohtuullinen ratkaisu. Kohtuuttomuutta arvioitaessa

¹⁷¹ Mm. KKO 1985 II 29, pantinhaltija voi joutua vahingonkorvausvastuuseen laiminlyödessään huolenpitovelvollisuutensa. TurHO S 04/329 (2006), jossa viittaus Havansi, Esinevakuusoikeudet, Jyväskylä 1992, s. 308 ”lojaliteetti-periaatteesta seuraa panttivelkojalle ja pantinomistajalle velvollisuuksia, jotka merkitsevät tietynasteista huolenpito-velvollisuutta”. ”panttivelkojan ja panttiomistajan on osoitettava toistensa oikeutettuja panttiliitännäisiä intressejä kohtaan lojaalisuutta ja lojaalivaatimus ulottuu myös erääntymisen jälkeiseen selvitysvaiheeseen”.

¹⁷² Hemmo (2005), s. 91 ja haastattelut.

¹⁷³ Mm. KKO 1990:148.

¹⁷⁴ Mm. KKO:2003:60, jossa sopimuksen välityslausekkeen soveltaminen olisi johtanut kohtuuttomuuteen, koska elinkeinonharjoittaja ei olisi kyennyt valvomaan etujaan ja oikeuttaan välimiesmenettelyssä.

pidetään lähtökohtana sopimusta kokonaisuudessaan ja kohtuutonta ehtoa voidaan sovittella tai jättää se huomioon ottamatta.¹⁷⁵

Sovittelun tarkoituksena ei kuitenkaan ole, että vakaasti ja huolella harkitut ”huonot” sopimukset tasapainotetaan. Sopimuksen tai sen ehdon huonous toisen sopijapuolen näkökulmasta ei ole sovitteluperuste, jos sopimus on tehty tasavertaisten sopijapuolten kesken tai sovittelua vaatii sopijapuolista vahvempi. Rahoitussopimus on kuitenkin pitkäaikainen kestopopimus, ja näin siihen liittyy suurempi joustavuuden, siis sovittelun ja kohtuullistamisen tarve, kuin kertosopimuksiin. Sopimusoikeus onkin kehittynyt suuntaan, jossa sopimuksen sisällön tarkistaminen olosuhteita vastaavasti on helpottunut¹⁷⁶. Käytännössä sovittelu on paljolti heikomman osapuolen suojakeino ja sovittelun edellytyksiä harkittaessa yleensä otetaan huomioon millainen on osapuolten asiantuntemus, taloudellinen asema ja tosiasiallisen sopimusvapauden laajuus¹⁷⁷.

Keskisuurten yritysten talousjohto on tasavertainen neuvottelukumppani pankin henkilöstön kanssa. Heillä on kykyä, tietoa ja kokemusta ymmärtää sopimuksen luonne, sen pitkäaikaisuus ja sitovuus sekä sopimusehtojen yksityiskohtainen sisältö. Rahoitussopimuksen sisällön sovittelu ei neuvotteluosapuolten henkilökohtaisiin valmiuksiin ja ominaisuuksiin perustuvan epätasavertaisuuden perusteella ole oletettavaa. Sen sijaan yrityksen taloudellinen ja rahoituksellinen asema voi olla sellainen, että se ei ole tasavertainen toimija pankin kanssa. Yrityksen vaihtoehdot sopimusta laadittaessa voivat olla olemattomat. Tässä tilanteessa korostuu pankin kyky laatia ja käyttää sellaisia sopimusehtoja ja kovenantteja, jotka eivät ole poikkeuksellisia ja alan käytäntöön nähden kohtuuttomia. Jos kovenantit tai esimerkiksi rahoitussopimuksen sopimusrikkomussanktiot ovat epätyypillisiä ja poikkeuksellisen ankaria ja yrityksen tosiasiallinen sopimusvapaus on kaventunut, on sovittelun todennäköisyyden riski suuri.

Taloudelliset olosuhteet ja osapuolten tilanne voivat sopimusaikana muuttua. Olosuhdeproblematiikan ytimenä on kysymys, *kuuluuko muutos toisen osapuolen sopimuksella kannettavakseen ottamien riskien piiriin* vai onko käsillä sellainen odottamaton jälkipäri-

¹⁷⁵ Mm. Saarnilehto (2005), sivut 163 – 168, KKO:1990:148, takaussitoumuksen kohtuullistamista arvioitaessa arvioitiin kokonaisuutta, takaajien lukumäärää ja heidän vastattavakseen jääneen velan määrää. KKO:1986-II-126, perusteettoman edun palautusta kohtuullistettiin Korkeimman oikeuden määrittämällä murtolukusuhteella.

¹⁷⁶ Mm. Halila - Hemmo (1996), s. 13.

¹⁷⁷ Hemmo (2007), s. 40.

nen tapahtuma, jonka vuoksi sopimuksen sovittelu on paikallaan¹⁷⁸. Lisäksi sovittelu edellyttää tietyn minimitason (ns. sovittelukynnyksen) ylittävää kohtuuttomuutta¹⁷⁹. Olosuhteiden muuttumiseen on usein mahdollisuus varautua sopimusta tehtäessä. Rahoitussopimuksessa kumpikin osapuoli ymmärtää sopimuksen kestoajan ja voi siihen varautua. Rahoitussopimuksessa eräs riskienhallinnan oleellinen sisältökysymys onkin nimenomaan olosuhdemuutoksiin varautuminen. Jos osapuoli ei muutoksiin varaudu, kysymys on pitkälti sen ottamasta ja kantamasta sopimusriskistä.

Tietysti on olemassa mahdollisuus sellaiseen olosuhdemuutokseen, joka ei ole millään muotoa ennakoitavissa ja on olennainen koko sopimusta arvioitaessa. Tällainen voisi olla esimerkiksi sopimuksen noudattamisen kannalta merkittävä lakimuutos, joka johtaisi sopimuksen sovitteluun tai sen purkautumiseen. Pankin kannalta myös jälleensijoitusmarkkinoilla saattaa tapahtua sellaisia muutoksia, joita pankki ei pysty kohtuudella ennakoimaan. Yleiset talouden kielteiset muutokset on kuitenkin syytä pyrkiä ennakoimaan.

Pankin on syytä yrityksessä tapahtuvia mahdollisia muutoksia arvioiden pyrkiä varautumaan ainakin velallisen taloudellisen laatuluokituksen muutoksiin, jotka vaikuttavat suoraan rahoituksen riskiin ja näin hintavaatimukseen sekä vakavaraisuuslaskennan kautta pankin kustannuksiin, siis yhtäläillä luoton marginaaliin. Lisäksi pankilla saattaa olla luoton vakuutena jokin sellainen omaisuusarä (esim. pörssiosakkeet), jonka tiettyyn minimiarvoon rahoitussopimuksen voimassaolo perustuu ja jonka arvon muutoksiin on varauduttava. Yrityksen kannalta myös esimerkiksi luoton määrän väheneminen voi takaisinmaksun myötä vaikuttaa esimerkiksi vakuusvaatimukseen tai korkosuojaustarpeeseen tai luoton hinta voi sovitun laskentaperusteen ja aikataulun (korkojakso, kalenterivuosi tms.) mukaan muuttua. Nämä muutosmekanismit on syytä kirjata sopimukseen.

Taitava sopimusosapuoli osaa varautua mahdollisiin kielteisiin muutoksiin ja varaa sopimukseen niihin varalta selkeän, yksiselitteisen muutosmekanismin. Muutosmekanismien yksityiskohtainen sopiminen ja tarkka kuvaaminen muodostuvat rahoitussopimuksissa erittäin tärkeäksi. Jos esimerkiksi kiinteistörahoittamiseen liittyvän rahoitussopimuksen voimassaolo eli siis luoton eräännyttämisperuste perustuu vakuuden markkina-arvoon, ovat menettelytavat arvon määrittämisestä sovittava tarkasti. Olosuhteiden muutokset

¹⁷⁸ Hemmo (2005), s. 93.

¹⁷⁹ Timonen (1999), s. 157.

ovat pääosin sellaisia, joihin voidaan varautua ja näin niiden aiheuttama sovittelun todennäköisyys arvioidaan tässä tutkimuksessa lähtökohtaisesti alhaiseksi. Kovenanttien käytössä, ja myös niiden olosuhde- ja osapuolutilanne muutokset huomioivissa sopimuskohdissa, on joka tapauksessa aina huomioitava kohtuullisuus. Tätä edellyttää myös Rahoitustarkastus yleisohjeessaan, jossa kovenantteja koskevan kappale päättyy toteamukseen; ”kovenanttien käyttämisessä on noudatettava asiakkaan näkökulmasta kohtuullisuutta”¹⁸⁰.

Rahoitussopimuksen sopimusehdoista ovat empirian perusteella yksipuolisen eräännyttämisoikeuden pankille antavat sopimuskohdat niitä, joihin käytetään sopimusneuvotteluisa huomattavan paljon aikaa. Saattaa olla, että enemmän kuin puolet neuvottelujen ajallisesta panostuksesta liittyy tämän kovan sopimussanktion detaljeista ja niiden kirjaamisesta sopimiseen. Tämä on myös ennakoarvioinnin mukaan se sopimuskohta, joka sisältää merkittävimmän kohtuullistamis- ja sovitteluriskin. Mutta kun sopimuskohta käydään yksiselitteisesti ja huolellisesti läpi, ja yksityiskohtaisesti ja selkeästi sopimukseen kirjataan, se ei ole yllättävä eikä aktualisoituessaan voimakkuudestaan ja ankaruudestaan huolimatta muodosta merkittävää sovitteluriskiä ja ainakin tätä riskiä voidaan näin toimittaessa huomattavasti pienentää.

Taloudellinen tehokkuus ja optimaalinen riskinjako ovat oikeudellisia argumentteja, jotka ovat nousseet kotimaiseen keskusteluun law and economics -suuntauksen vahvistumisen myötä. Tehtäessä valintoja erilaisten ratkaisuvaihtoehtojen välillä saattaakin olla syytä asettaa etusijalle sellaisia, joiden taloudelliset vaikutukset ovat muita positiivisempia. Tällä näkökulmalla on sijaa myös silloin, kun sopimusongelmia lähestytään kysymällä, kumpi osapuolista olisi voinut toisin tavoin toimimalla paremmin välttää ongelman aktualisoidumisen.¹⁸¹ Rahoitussopimus on sopimus, jolla pyritään saavuttamaan taloudellista tehokkuutta ja jonka sopimusehdoilla jaetaan riskejä. Tämä suuntaus, jossa mahdollisissa riita-tilanteiden ratkaisuisissa pohdintaa siirretään tapahtumaketjun aikaisempiin vaiheisiin ja kysytään, millaisia vaihtoehtoja osapuolilla olisi ollut ja kumpi olisi paremmin voinut välttää ongelman, saattavat olla realistisia tulevina vuosina esimerkiksi kovenanttien perusteella mahdollisesti aktualisoituneiden kovien sanktioiden aiheuttamia riitoja ratkaistessa.

¹⁸⁰ Rata, yleisohje, s. 7.

¹⁸¹ Hemmo (2007), s. 9.

2.2.4. Sopimuksen syntyminen, tulkinta, sisällön muuttaminen ja vakioehto-opit

Sopimuksen syntyminen

Sopimus syntyy, kun tarjous ja vastaus ovat samansisältöiset.¹⁸² Sopimus voi syntyä oikeustoimilaista poikkeavalla tavalla, esimerkiksi osapuolten allekirjoittaessa valmiiksi laaditun sopimuksen.¹⁸³ Rahoitussopimuksen laadinta sisältää usein monivaiheisia neuvotteluja ja sopimusluonnosversioita ja ne hyväksytetään ja hyväksytään erilaisissa päätöksentekokoelimissä. Perusneuvotteluja käyvät kuitenkin yleensä edustaja sekä pankista että yrityksestä. Koska tarjouksen ja vastauksen samansisältöisyys voi aiheuttaa tulkintavaikeuksia, on epäselvyyksien välttämiseksi syytä sopia heti neuvottelujen alkuvaiheessa siitä, että *rahoitussopimus syntyy vasta, kun molemmat osapuolet ovat sopimuksen edustuskelpoisesti allekirjoittaneet.*

Sopimusehtojen tulkinta ja sisällön muuttaminen

Kun sopimus on tullut sopimusosapuolia sitoviksi, jää vielä hallittavaksi myöhempään soveltamiseen liittyvä mahdollinen tulkintariski. Tällöin on kysymys sopimuksen sisällöstä ja riski piilee siinä, jos sopimuksen tulkinnassa päädytään erilaiseen tulokseen, kuin mitä sopimusosapuoli on odottanut. Osapuolten yhteisistä ja molempien tiedossa olleista sopimuksenteon motiiveista ja tavoitteista muodostuu sopimuksen tarkoitus. Eri sopimusehtojen sisällön määrittelemisessä lähtökohtana on se kokonaisuus, joka osapuolten välillä vallitsee. Yhtä sopimusehtoa ei saa arvioida irrallisena vaan osana muodostuvaa toiminnallista kokonaisuutta. Näin löydetään se ymmärrys, jolla kukin ehto kuvastaa ja edistää sopimuksen yhteisen tarkoituksen toteutumista. Äärimuodossaan selvästäkin sanamuodosta voidaan poiketa, jos sillä molemmat osapuolet *ovat tarkoittaneet* muuta¹⁸⁴. Mahdollista myöhempää tulkintaa tukevaksi, sopimuksen tekemiseen liittyväksi aineistoksi katsotaan osapuolten väliset toimet (ns. sopimusosapuolialoitteinen materiaali) kuten suulliset sopimusneuvottelut, sähköpostiviestit, sopimuksen tekemisen ja tarkoitusta selkeyttävä materiaali ja näiden keskinäiset suhteet, sopimuksen sanamuoto, yleinen kielenkäyttö, markkinointi-informaatio ja ammattisanasto. Tämän lisäksi tulkinnassa voidaan

¹⁸² Mm. Saarnilehto (2005), s. 39, OikToimiL 1§.

¹⁸³ Mm. Saarnilehto (2005), s. 39.

¹⁸⁴ Timonen (1999), sivut 160 – 161.

huomioida osapuolten edellytykset, vallitsevat olosuhteet ja sopimusneuvottelut kokonaisuudessaan. Tulkinta-aineiston käyttöä rajoittaa sopimusoikeudessa yleensä noudatettu sääntö, jonka mukaan sellaiseen seikkaan, jota joku ei tuntenut ja jota hänen ei olisi pitänyt tuntea, ei saa vedota tätä vastaan¹⁸⁵.

Sopimuksen sisällön täsmentämistä voidaan helpottaa *entire agreement* -nimellä tunnettua ehtoa käyttämällä, jonka mukaan sopimusasiakirja sisältää kaikki osapuolten suhdetta sääntelevät ehdot, eikä asiakirjan ulkopuolisiin, esimerkiksi suullisesti sovittuihin ehtoihin voida vedota¹⁸⁶. Haastatteluiden mukaan tällaista ehtoa ei kuitenkaan rahoitussopimuksissa käytetä ja ehdon käyttökelpoisuutta epäiltiin. Riitatilanteessa kaikki mahdollinen materiaali sopimuksen sisällön tulkitsemiseksi käytettäisiin ehdosta huolimatta hyväksi¹⁸⁷.

Epäselvyys- ja riitatilanteessa siis kaikki sopimukseen sisältöä kuvaava materiaali on tärkeää. Käytännössä sopimusneuvotteluja voidaan käydä osapuolten kesken erilaisilla kokoonpanoilla, sopimusluonnoksia esitellään ja kommentoidaan esimerkiksi sähköpostin välityksellä, luonnoksia käsitellään niin yrityksen kuin pankinkin puolelta erilaisissa muodollisissa tai epämuodollisissa päätöksentekoeleimissä. Sisältöä laajasti kuvaava materiaali tulisikin epäselvyytilanteiden varalta säilyttää sopimuksen voimassaoloajan.

Sopimuksen epäselvyys on erityisesti uhkana silloin, kun sopimusta laativalla ei ole riittävää asiantuntemusta sopimustekniikan¹⁸⁸ tai sopimuksen kohdealueen suhteen. Substanssituntemuksen vajavaisuus voi liittyä sekä oikeudelliseen sisältöön, että myös esimerkiksi taloudellisen tai teknisen tiedon puutteeseen. Tiettyyn rajaan asti tulkintariskiä onnistutaan hallitsemaan ja riitoja ehkäisemään huolehtimalla sopimusten laadinnasta vastaavien edustajien sopimusteknisestä osaamisesta. Samoin yritys (tässä tapauksessa pankki) voi luoda standardisoituja menettelytapoja sen suhteen, milloin sopimuksen laa-

¹⁸⁵ Saarnilehto (2005), s. 146.

¹⁸⁶ Hemmo (2007), s. 22.

¹⁸⁷ Haastattelut, erityisesti Kiiski, jonka näkemyksen mukaan yritykset hyvin todennäköisesti käyttäisivät kaikkea käytettävissä olevaa materiaalia hyväkseen pankkia vastaan mahdollisessa oikeudenkäynnissä.

¹⁸⁸ Esimerkiksi KKO:2003:26, jossa sopimuksessa oli epäselvän, ammattitaidottoman ilmaisun johdosta ristiriita vahingonkorvauksen määrän suhteen. Sopimuksessa viitattiin alan yleisiin ehtoihin (vahingonkorvaus korkeintaan palkkion suuruinen), mutta se jälkeen sitouduttiin pitämään voimassa suuri vastuuvakuutus sekä KKO:1992:50, jossa todetaan, että epäselvää sopimusehtoa tulkitaan laatijansa etujen vastaisesti.

timisestä huolehtivan on käännättävä esimiehensä tai lakimiehen puoleen sen varmistamiseksi, että sopimussuhteeseen liittyvät erityistarpeet tulevat huomioiduksi.¹⁸⁹

Rahoitussopimusten osalta tämä ongelma on ilmeinen. Pankissa syntyy usein tilanteita, joissa juridinen sopimustekninen osaaminen ja liiketaloudellinen tuntemus ovat eri henkilöillä. Juristi laatii erinomaisen sopimuksen tuntematta välttämättä tarkasti sitä, mitä riskiä ja miten kovenanteilla pyritään hallitsemaan. Asiakasvastuullinen taas tuntee liiketoiminnan ja sen riskit ja sopimuksen perimmäisen tarkoituksen, osaamatta aina laittaa sitä sopimusteknisesti tehokkaaseen muotoon. Pankeissa ei ole rahoitussopimusten laatijoille asetettu pätevyysvaatimuksia eikä ohjeistettu esimerkiksi vaatimusta ns. ”neljän silmän -periaatteesta”, jolloin sopimuksen taakse tulisi aina hankkia niin liiketaloudellinen kuin juridinen osaaminen. Myöskään euro- tai riskimääräistä rajaa ei ole määritelty sille, koska sopimusjuristin on syytä lukea ja tarkastaa asiakasvastuullisen laatima rahoitussopimus. Tällä hetkellä luottopäätöksen tekijä(t) ottavat useimmiten kantaa kontrolli- ja tarkastustarpeeseen.¹⁹⁰ Tältä osin on kuitenkin oletettavissa, että tulevaisuudessa rahoitussopimusten yleistyessä ohjeistusta tultaneen selkiyttämään.

Eräs rahoitussopimusten tulkintaan liittyvä havainto on se, että kun finanssikovenanteja sovitaan tilikausitavoitteelliseksi, usein yhdistetään hinnoittelu - ja eräännyttämisperusteiden rajat ja ne taulukoidaan yhdessä. Nämä ovat kuitenkin merkitykseltään niin eriarvoiset seuraamukset, että niiden eriyttäminen on perusteltua. Sopimusteknisesti eräännyttämisperusteet on suositeltavaa ottaa aina omaksi, selkeäksi sopimuskohdaksi, eikä niitä ole syytä sisällyttää hinnoitteluun tai hajautetusti muiden kovenanttien yhteyteen.

Sopimuksen sisällön myöhempi muuttaminen voidaan tehdä sopimusosapuolten yksimielisesti sitä halutessa joko täydentämällä tai korjaamalla olemassa olevaan sopimusta (esimerkiksi erillinen liite) tai laatimalla uusi sopimus, joka syrjäyttää edellisen. Sisällön muuttaminen edellyttää pankissa normaalia luottopäätösmenettelyä¹⁹¹ ja yrityksessä normaalia päätösmenttelyä.

¹⁸⁹ Hemmo (2005), s. 82.

¹⁹⁰ Haastattelut, Mm. Kiiski ja S. Lepistö.

¹⁹¹ Haastattelut, sopimuksen muuttaminen edellyttää *samaa* päätöksentekotasoa, kuin varsinaisen päätöksenkin teko.

Vakioehto-opit

Vakioehto-oppien merkitys huomioidaan tässä tutkimuksessa, vaikka pääteemana onkin yksilöllisen sopimuksen kovenantit. Tämä siitä syystä, että keskiuurten yritysten rahoituksessa käytännössä laaditaan sekä standardivelkakirja vakioehtoineen että yksilöllinen sopimus. Tämän johdosta rahoitussopimuksessa on syytä ensiksi selvittää näiden keskinäinen suhde.

Tämä rahoitussopimus on syntynyt perusteellisten neuvottelujen tuloksena ja kummankin osapuolen on katsottava tasaveroisesti vaikuttaneen sen sisältöön. Tässä sopimuksessa sovitulla ehdoilla täydennetään luotto- ja panttausehtoja. Jos tämän sopimuksen ja luotto - ja panttaussitoumusten ehdot ovat ristiriidassa, sovelletaan tämän sopimuksen ehtoja.

Teksti 1. Vakioehtoisen velkakirjan ja yksilöllisen rahoitussopimuksen suhde

Haastatteluiden mukaan dokumenttien suhde tuodaan aina selkeästi esille (ensisijaisesti noudatetaan yksilöllistä sopimusta ja sen jälkeen vakioehtosopimusta) ja tämä myös yksilöllisiin sopimuksiin lähes poikkeuksetta kirjataan. Näin rahoitussopimuksella vahvistetaan voimassa oleva oikeusperiaate; yksilöllinen ohittaa yleisen ja kirjoitettu painetun. Vaikka tätä ei sopimukseen kirjattaisikaan, niin tulkinta on selkeä. Yksilöllisen sopimuksen kohteena olevat ehdot sivuttavat vakioehdot, joten ristiriitatapauksissa vakioehto jää soveltamatta¹⁹².

Luottolaitosten on toimitettava rahoitustarkastukselle tarkastettavaksi toiminnassaan käyttämät vakioehtoiset sopimukset¹⁹³. Luotonottaja ei siis voi vaikuttaa velan yleisten ehtojen sisältöön. Velkakirjan vakioehdot ovat etukäteen painettuja tai ne tulostetaan pankin tietokonejärjestelmistä muuttamattomina. Velan yleiset ehdot ovat laajat, nykykäytännössä kahden tai kolmen sivun pituiset ja tekstikoko on pientä¹⁹⁴. Velkakirjakonaisuus muodostuu varsinaisen velkakirjan ja velan yleisten ehtojen lisäksi erillisestä maksuohjelmasta, joista velkakirja ja maksuohjelma allekirjoitetaan. Velan yleisiin ehtoihin tutustumista ei allekirjoituksella vahvisteta. Mikäli rahoittamiseen liittyy pantta-

¹⁹² Hemmo (2007), s. 21.

¹⁹³ Luottolaitoslaki 83 §, toinen kappale.

¹⁹⁴ Microsoft Wordin tekstifontin mitta-asteikolla koko on noin 8-10.

us, muodostuu velkakirja- ja vakuuskokonaisuuden dokumenttien laajuudeksi jopa 10 - 20 sivua.

Haastattelujen perusteella voidaan todeta, että yrityksen rahoitusprosessi on niin laaja kokonaisuus, että sopimuksen allekirjoitusvaiheessa standardilomakkeen velan yleiset ehdot jäävät usein velallisen toimesta asianmukaisesti tutustumatta ja niiden liittäminen osaksi sopimusta ei ole erityisen luontevaa. Myös Hoppu toteaa, että ”yleisten sopimusehtojen sisältyessä valmiiksi painettuina sopimuskaavakkeisiin saattaa usein käydä niin, ettei yrityksen edustaja sopimusta solmittaessa lainkaan niihin tutustu”¹⁹⁵.

Yksilöllinen sopimus ei voi olla standardoitu¹⁹⁶, Rahoitustarkastuksessa etukäteishyväksytty sopimus. Rahoitussopimus ei siis voi olla vakiomalli, jota esimerkiksi täydennetään asiakkaan identiteettitiedoilla ja velan määrällä. Yksilöllinen sopimus sisältää sopimus-suhteen ja -tilanteen huomioivia erityisiä piirteitä. Mutta kovenanttien käyttö tulee Rahoitustarkastuksen mukaan ohjeistaa ja periaatteet vahvistaa jokaisen pankin johtokunnan toimesta¹⁹⁷. Kun pankissa ohjeistetaan, se tarkoittaa usein samalla mallintamista, joka tuo tullessaan juristien laatimat rahoitussopimusten esimerkit ja sopimusmallit. Jos näitä malleja käytetään, niitä tulisi kuitenkin osata käyttää soveltaen; niin että juridinen tarkkuus saavutetaan ja sopimukseen liittyvät riskit hallintaan, mutta yksilöllisen sopimuksen yritys- ja rahoituskohtaiset päämäärät toteutuvat.

Luottosopimuksen velan yleiset ehdot sisältävät keskimäärin 15 - 20 erilaista sopimuskohtaa. Näistä muutamat ovat sisällöltään samanlaiset kuin useat yksilöllisten rahoitussopimusten kovenantit. Esimerkiksi velallisen tiedonantovelvollisuudet määritellään yleisissä ehdoissa erittäin kattavasti. Samoin yrityksen identiteetin säilyminen, liiketoiminnan laatu, omistussuhteet, taloudellinen asema, vakuusasema ja vakuutusten ylläpito ovat yleisissä ehdoissa määriteltyjä ja irtisanomisperusteet on kirjattu. Irtisanomisperusteita on määritelty yleisiin ehtoihin runsaasti, mutta niiden tulkinta ja kohtuullisuuden arviointi on hyvin hankalaa. Mikä esimerkiksi on sellainen taloudellisen aseman heikkeneminen, joka on niin huomattavaa, että se antaa pankille oikeuden eräännyttää luotto? Tai missä tilan-

¹⁹⁵ Hoppu (2004), s. 40, sekä mm. KKO 1993:45 ja KKO:2001:126, jossa viittaus Hemmo: Sopimusoikeus I 1997 s. 101.

¹⁹⁶ Finanssikovenanttien laskentaperusteet on kuitenkin syytä pyrkiä vakioimaan yritystutkimusneuvottelukunnan antamien ohjeiden mukaisiksi.

¹⁹⁷ Tuomisto (1999), s. 59.

teessa takaajan kuolema vaarantaa luoton maksamisen ja oikeuttaa pankkia vaatimaan koko velan kertasuoritusta?

KTM -raportissa¹⁹⁸ viitataan vakiosopimusperinteen riitatilanteiden ennakoitavuuteen ja pidetään kovenanttien ongelmana ennakoitavuuden puutetta. Näin varmasti on. Jos kuitenkin arvioidaan vakiosopimusten velan yleisten ehtojen käyttämistä irtisanomisperusteena verrattuna yksilöllisen rahoitussopimuksen vastaavaan tilanteeseen, voidaan hyvin laaditulla, yksilöllisellä rahoitussopimuksella pienentää oleellisesti vakiosopimukseen liittyviä tulkinta-, liittämisen- ja kohtuullisuusongelmia.

KTM -raportissa pohditaan vaihtoehtoja vakioehtoisten ja yksilöllisten sopimusten käytöstä¹⁹⁹. Vaihtoehtoja työryhmä antaa kolme; 1) käyttää vakioehtoisia sopimuksia ja liittää niihin erilliset kovenantit, 2) käyttää vakiosopimusta ja laatia erillinen, yksilöllinen, laajempi rahoitussopimus tai 3) laatia yksi laaja, yhtenäinen, yksilöllinen luottosopimus eikä lainkaan vakiosopimusta²⁰⁰.

Kun otetaan huomioon pk -yritysten ja laadittavien sopimusten määrä ja määrään liittyvä transaktiokustannustehokkuus²⁰¹, sekä yksilöllisten sopimusten tarve (tällä hetkellä haastattelujen perusteella arviolta 10 - 25 % luottosopimuksista ja määrä kasvaa), on jo keskiuurille yrityksille vakiintunut käytäntö *laatia velkakirja vakiosopimuksena ja tarvittaessa täydentää tätä luottosopimussuhdetta yksilöllisellä rahoitussopimuksella* tällä hetkellä paras ja kustannustehokkain vaihtoehto.

Vakioehtojen juridiset ongelmat liittyvät pääosin niiden liittämiseen osaksi pääsopimusta sekä yllättävyyteen ja ankaruuteen²⁰². Ellei liittämistä ole riittävän selvä ja yllättävistä ja ankarista vakioehdoista ole nimenomaisesti asiakkaalle huomautettu, ne jäävät sopimuksen ulkopuolelle²⁰³. Tässä tapauksessa liittämistä tarkoittaa liittämistä osaksi velkakirjaa ja yllät-

¹⁹⁸ KTM -raportti (1996), s. 73.

¹⁹⁹ KTM -raportti (1996), s. 67.

²⁰⁰ Haastatteluissa tuli esille yksittäisenä tapauksena vielä neljäs erityisen heikko käyttösovellus, jossa hintakovenanteja kirjattiin vain asiakasvastaullisen haltuun jäävään muistioon, joita asiakasvastaullinen suulliseen sopimukseen vedoten tarvittaessa käytti.

²⁰¹ Villa (2003), s. 66, vakiosopimusehtoinen sopiminen on transaktiokustannuksiltaan tehokkainta, mutta koska velkojan asemaa koskeva normatiivinen säätely ei anna riittävästi suojaa, on velkojan turvaututtava transaktiokustannuksia synnyttävään sopimiseen.

²⁰² Mm. Timonen (1999), sivut 159 – 160, KKO:1992:50, pankki korotti asuntolainan korkoa yksipuolisella, ei asiakasta sitovalla päätöksellä, jota pidettiin yllättävänä, ankarana, kohtuuttomana ja epäselvänä (epäselvää vakioehtoa tulkitaan laatijansa vahingoksi, esim. KKO 1978 II 126 ja KKO 1981 II 141).

²⁰³ Mm. Hemmo (2007), sivut 19 – 20.

tävyys liittyy esimerkiksi yksipuoliseen eräännyttämisperusteeseen tai yksipuoliseen oikeuteen nostaa luoton hinta. Tätä ongelmaa voidaan oleellisesti helpottaa sillä, että *yksilöllisessä sopimuksessa* (siis kirjallisesti) hyväksytään vakioehdot osaksi luottokokonaisuutta ja niihin tutustutaan yksilöllisen sopimuksen teon yhteydessä. Pankin on myös suositeltavaa myöhempien erimielisyyksien ja sovitteluriskin minimoimiseksi liittää kaikki edellä mainitut ankarat kohdat osaksi yksilöllistä sopimusta.

KTM -raportissa²⁰⁴ ennustetaan käytännön kehittyvän rahoittajakohtaisesti erilaiseksi ja niin, että kukin rahoittaja vakioi erikoisehtojensa käytön varsin pitkälle. Näin on vain osittain tapahtunut. Pankeilla on vakioituja malleja, mutta mallit ovat pankkiryhmästä riippumatta hyvin samankaltaisia ja sopimukset on malleista huolimatta pyritty pitämään yksilöllisinä. Lisäksi haastattelujen perusteella voidaan todeta, että kovenanttien käyttö on kaiken kaikkiaan kehittynyt johtavissa pankkiryhmissä samankaltaisesti.

2.2.5. Dynaaminen vai staattinen sopimus?

Modernille sopimusoikeudelle on ominaista dynaamisuus ja joustavuus, mikä on tärkeä edellytys räätälöityjen erityisehtojen käytölle²⁰⁵. Sopimusprosessi voidaan jakaa pistekäsitykseen ja prosessikäsitykseen.

Pistekäsitys

Pistekäsitys sopimusvastuusta jakaa sopimuksen toisistaan erottuviin vaiheisiin, täysi sopimusvastuu luottosopimuksessa syntyy tiettyinä ajankohtana, säilyy samanlaisena tietyn ajanjakson ja lakkaa sovittuna hetkenä, kun velka on maksettu sopimuksen mukaisesti korkoineen takaisin.²⁰⁶ Pistekäsitykseen perustuvaan sopimukseen ei tule sopimussuhteen aikana muuten puuttua, kuin laatia uusi sopimus joko kokonaan tai osittain esimerkiksi muutaman yksittäisen ehdon osalta.²⁰⁷

²⁰⁴ KTM -raportti (1996), s. 52.

²⁰⁵ Tuomisto (1999), s. 26.

²⁰⁶ Tuomisto (1999), s. 27, jossa viittaus lähteeseen Pöyhönen 1988, sivut 211 – 212.

²⁰⁷ Tuomisto (1999), s. 28.

Prosessikäsitteys

Prosessikäsitteiden ideana on kiinnittää huomio sopimuskumppanien väliseen, jatkuvaan, sopimuksellista merkitystä saavaan vuorovaikutukseen. Tällainen ajattelu sallii sopimukselle ja sen ehdoille mahdollisuuden muotoutua ja muuttua olosuhteiden mukaisesti sopimuskumppaneiden myötävaikutuksella, mikä on tärkeää pitkäkestoisille sopimuksille ja sopimussuhteille. Sopijapuolet eivät ole sidottuja vain sopimusehtoihin, vaan he ovat sidottuja sopimussuhteeseen.²⁰⁸

Edellä olevat viittaukset ovat Tuomiston lisensointityöstä (1999), joka pitää luottosopimusta prosessikäsitteiden mukaisena pitkäkestoisena sopimuksena²⁰⁹ ja kovenantteja sisältävää rahoitussopimusta dynaamisena sopimuksena, jolloin muuttuneet olosuhteet voidaan ottaa (ja on otettava) huomioon sopimusehtoja laadittaessa ja sopimussuhteen aikana²¹⁰.

Annolan mukaan (väitöskirjassaan *Sopimuksen dynaamisuus*, 2003) staattiset sopimukset muodostavat edelleen sopimusoikeuden perustan ja niillä on sopimustoiminnassa keskeinen merkitys. Sopimusoikeus on Annolan mukaan kehittynyt siihen suuntaan, että perinteisten staattisten sopimusten osalta mahdollisuudet täydentymiseen ovat lisääntyneet. *Staattiset sopimukset saattavat muuttua tai muuten täydentyä sopimuksen suoritusvaiheessa, vaikka niiden velvollisuudet on tarkoitettu lopullisiksi*. Staattisissa sopimuksissa voi olla dynaaminen ulottuvuus²¹¹.

Dynaaminen sopimus on sellainen, joka jo solmimisvaiheessa suunnitellaan täydentyvän sopimuksen suoritusvaiheen aikana. Dynaamisten sopimusten osalta on keskeistä se, että täydentyminen on normaali operaatio. Siitä on sovittu.²¹² Sopimusvelvoitteet voivat muuttua sopimuksen solmimisen jälkeen²¹³ ja velvoitteiden lopullinen määrittäminen siirretään sopimuksen solmimisen jälkeiseen ajankohtaan.²¹⁴ Tutkimuksessaan Annola erottaa dynaamisuudesta kolme ulottuvuutta. Ensinnäkin ehdon muuttumisen, jolloin sopi-

²⁰⁸ Tuomisto (1999), sivut 29 – 30.

²⁰⁹ Tuomisto (1999), s. 37.

²¹⁰ Tuomisto (1999), s. 41.

²¹¹ Annola (2003), s. 31.

²¹² Annola (2003), s. 8.

²¹³ Annola (2003), s. 348.

²¹⁴ Annola (2003), s. 350.

musehdolla varaudutaan tiettyyn tilanteeseen, mutta ehto voi muuttua sopimuksessa säädetyllä tavoin tai normiperusteisesti. Toiseksi aukon täyttymisen, jolloin tilanteet voivat vaihdella paljon. Aukko voi koskea jotain yksittäistä olosuhdetta, taikka sopimus saattaa jo lähtökohtaisesti kattaa vain vähäisen osan osapuolten ennakoimista tilanteista sopimussuhteessa. Kolmanneksi sopimuksen sitovuus muuttuu, sitomattomasta sitovaksi tai sitovasta sitomattomaksi tai sitovuus ja velvollisuudet aktualisoituvat vasta ajan kulumisen myötä.²¹⁵

Haastattelujen ja tämän tutkimuksen tutkijan muun kokemuksen perusteella sopimusosapuolet eivät pidä rahoitussopimusta dynaamisena sopimuksena. Rahoitussopimuksessa tunnustetaan kyllä dynaamisen sopimuksen piirteitä, kuten lojaliteetin, sopimussuhteen ja kumppanuudenkin korostumista yksittäisten sopimusehtojen sijaan. Sopimuksessa voi olla olosuhteiden perusteella muuttuvia yksittäisiä sopimuskohtia ja sopimus on kiistatta pitkäkestoinen. Mutta perusteiltaan rahoitussopimus laaditaan ja on tarkoitettu sopimukseksi, jonka ehtojen pitävyyteen rahoittaja voi ja sen tulee voida ehdottomasti luottaa. Samoin yritys ja yrittäjä luottavat sopimukseen, jossa voi olla esimerkiksi kirjattu rahoituspäätös sellaisestakin luotosta, jota ei vielä sopimuksen allekirjoitushetkellä nosteta, sekä sen hinnasta, maturiteetista yms. ehdoista. *Sopijapuolet tarkoittavat sopimuksen ja sen ehtojen olevan lopullisia jo sopimuksen solmimishetkellä.*

Näin ollen empirian perusteella yksilöllinen, kovenantteja sisältävä rahoitussopimus on lähtökohdiltaan ja perusolemukseltaan pistekäsitykseen perustuva staattinen sopimus, jonka ehdot sovitaan laatimishetkellä osapuolia sitovaksi. Rahoitussopimuksessa kuitenkin voi ja tulee olla dynaamisia sopimusehtoja, kuten taloudellisiin tunnuslukuihin perustuvia hinnoittelun muutoksia, jonkin euromäärärajan toleranssissa liikkuvia investointirajoituksia tai raamituksia rahoittajan edellyttämistä, korkoriskinhallintaan kuuluvista menettelytavoista.

Onko modernia ja tehokasta rahoitussopimusta näin ollen syytä kutsua staattiseksi sopimukseksi, jossa on sopimusperusteisesti täydentyviä dynaamisia ulottuvuuksia ja elementtejä, vai dynaamiseksi sopimukseksi, joka dynaamisuuden yhtenä ulottuvuutena sisältävät vain ja ainoastaan tiettyjä muuttuvia ehtoja? Entä mikä on tilanne, kun alkuperäi-

²¹⁵ Annola (2003), s. 34.

sen sopimuksen dynaamista ehtoa, esimerkiksi hinnoitteluporrasta muutetaan, korjataan, staattisen pistekäsityksen mukaisesti yhtä ehtoa muuttaen uusien olosuhteiden johdosta laatimalla sopimuksen liitteeksi uusi, korjattu dynaaminen porrastus?

Yritys sitoutuu siihen, että vähintään puolet (1/2) luoton euromäärästä suojataan koronnousulta markkinatilanteeseen sopivalla ja Yrityksen kannalta järkevällä johdannaisopimuksella. Päätökset korkosuojauksen yksityiskohdista tekee Yritys.

Teksti 2. Dynaaminen sopimusehto (case 3).

Tämä yllä oleva ehto elää sopimuksen mukana, korkosuojauksen euromäärä, maturiteetti ja toteutustapa kokonaisuudessaan voivat vaihdella sopimuksen juoksuaikana. Täytettäviä aukkoja on useita. Mutta esimerkiksi alla olevat rahoitussopimuksen kovat ja ankarat eräännyttämisperusteet ja rahoituksesta sopiminen ovat esimerkkejä rahoitussopimuksen staattisuudesta.

Mikäli Konsernin omavaraisuusaste laskee alle 25 %, syntyy Pankille välittömästi oikeus irtisanoa luotot ja shekkililimiitti kerralla takaismaksettavaksi.

Teksti 3. Staattinen sopimusehto (case 3).

Pankki myöntää Yritykselle 6.000.000 euron luoton, jolla yhdistetään Yrityksen nykyiset luotot. Luoton laina-aika on 5 vuotta ja luottoa lyhennetään tasalyhennyksin puolivuositain, ensimmäinen lyhennys vuoden kuluttua luoton 1. erän nostosta. Luoton korko on 6 kk euribor + marginaali 0,75 % + hintakovenantit (kohta 5).

Teksti 4. Staattinen sopimusehto.

Staattista sopimusehtoa ei ole tarkoitettu muutettavaksi sopimukseen tai normiin perustuen, siinä ei ole aukkoa täytettäväksi tai sen sitovuudessa ei ennakoita tapahtuvan muutoksia. Staattinen sopimus on pankille vakuudettoman tai vakuusriskiä sisältävän sopimusrahoituksen ehdoton edellytys ja peruste.

Tämän tutkimuksen perusteella yksilöllinen rahoitussopimus on *perusluonteeltaan ja erityisesti sen tärkeintä funktiota, riskienhallintaa, silmällä pitäen staattinen sopimus, joka kuitenkin lähes poikkeuksetta sisältää dynaamisen ulottuvuuden*. Ulottuvuus sisältää sel-

laisia dynaamisesti elementtejä, muuttuvia sopimusehtoja, joiden avulla rahoittaja pystyy riittävästi kontrolloimaan luottoriskiään (esimerkiksi yrityksen taloudellisen suorituskyvyn heikkeneminen lisää informaatiovelvollisuutta) sekä huolehtimaan sopimuksen liiketaloudellisista perusteista (esimerkiksi hinnoittelukovenantti). Riskienhallinnallisesti pankin kannalta ”vääränlainen” dynaamisuus, sopimuksen sitovuuden epävarmuus, avoimet termit tai lausekkeet ja sisällölliset epäselvyydet voivat heikentää sopimuksen tulkintaa ja näin muodostaa sopimusriskin. Pankin tulee selkeästi toimia niin, että *dynaaminen elementti on vain niissä sopimuskohdissa, joihin dynaamisuutta halutaan*.

Yritykselle dynaamisuus tuo esimerkiksi mahdollisuuden hyötyä paranevasta liiketaloudestaan alenevien korkokustannusten myötä ja antaa liikkeenjohdollista liikkumavaraa sopimuksen rajoissa, mutta takaa staattisuudessaan tietyistä taloudellisista ja toiminnallisista raameista huolehtimalla rahoituksen perusasiat eli luoton saannin, pysyvyyden ja hinnan.

2.3. Rahoitusteorioiden kovenanttien taustalla

2.3.1. Epäsymmetrinen informaatio

Epäsymmetrisen (epätäydellisen, asymmetrisen) informaation ongelman esitti ensimmäisen kerran vuonna 1970 G.A. Akerlof, joka käytti esimerkkinä käytettyjen autojen markkinoita. Tutkimuksen mukaan myynnissä on hyviä ja huonoja autoja ja myyjä tietää autonsa kunnan, mutta ostajilla ei ole käytettävissä vastaavaa tietoa. Kun hyviä ja huonoja autoja kaupataan samalla markkinahinnalla, hyvän auton omistaja ei ole halukas tällä hinnalla autoaan myymään. Kysymyksessä on haitallisen valikoitumisen ongelma (adverse selection).

Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla riski ja tuotto korreloivat toisiaan ja yritys saa rahoitusta riskiä vastaavalla kustannuksella. Lähtökohtaisesti huonomman hankkeen rahoituskustannukset ovat suuremmat kuin hankkeen, joka sisältää pienemmät riskit. Todellisuudessa epätäydellisen informaation tilanteessa markkinat eivät toimi näin, vaan rahoituskustannukset yleensä ilmentävät hankkeiden keskimääräistä tasoa. Käytettyihin autoihin rinnastettavan rahoitustutkimuksen tekivät H.E. Leland ja P.H. Pyle 1977. Heidän mukaansa

markkinoilla on hyviä ja huonoja rahoitettavia investointimahdollisuuksia ja hyvät kärsivät huonojen projektien johdosta korkeista rahoituskustannuksista ja näin informaatiota lisäämällä voidaan hyvien hankkeiden rahoituskustannuksia laskea.

R.G. Hubbard mallinsi vuonna 1998 epätäydellisen informaation vaikutusta saatavilla olevan pääoman määrään. Tutkimustulosten mukaan rahoituksen saanti helpottuu, kun epätäydellisen informaation määrä vähenee. Tämä on loogista, pankissa myönteisen luottopäätöksen tekoa helpottaa käytettävissä oleva faktinen informaatio. Rahoitussopimuksen kovenanteilla voidaan lisätä pankkien informaatiota ja pienentää haitallisen valikoitumisen ongelmaa. Haitallisen valikoitumisen ongelman lisääntyessä käytettävien kovenanttien tiukkuus usein lisääntyy²¹⁶.

Haitallinen valikoituminen tuo lisäksi mukanaan yritykselle informaatio-ongelman. Yritys pyrkii kertomaan rahoittajalle investointihankkeensa hyvät puolet ja tämä informointi tuo tullessaan tiedonvälittämiseen liittyvän signalointikustannuksen (mm. Spence 1973/työmarkkinatutkimus ja Leland ja Pyle 1977/yritysrahoitustutkimus). Myös uudemmassa tutkimuksessa (2004) Garleanu ja Zwiebel ottivat informaation kustannukseen kantaa. Rahoittajat voivat omaksua samaa tietoa kuin mitä yrityksen johdolla on käytettävissä, mutta se aiheuttaa kuluja²¹⁷. Tämän aiheuttaa mm. työkustannusten lisääntyminen.

Yrityksen ja pankin välillä vallitsee epäsymmetrisen informaation tila. Yrityksen rahoittamiseen liittyvässä tilanteessa on yrityksellä, sen johdolla ja omistajilla rahoittajaa enemmän tietoa yrityksen nykytilanteesta ja toimintatavoista sekä ennen kaikkea niistä riskeistä ja tulevaisuudensuunnitelmista, joilla on yrityksen luottosopimuksen hoitokyvyn kannalta mahdollisesti ratkaiseva merkitys. Yksilöllisen rahoitussopimuksen laatimisen myötä rahoittajan informaatio yrityksestä lisääntyy ja kovenanteilla rahoittajan on mahdollisuus tasata ja hallita epäsymmetrisen informaation myöhempiä mahdollisia vaikutuksia rajoittamalla ja/tai ohjaamalla yrityksen toimintaa. Mm. yksilöllisesti sovituilla, tulevaisuutta ennustavilla tiedoksiantokovenanteilla voidaan rahoittajan informaatiota yrityksestä oleellisesti lisätä. Näin edellä mainittujen tutkimusten valossa *kovenanttien avulla*

²¹⁶ Garleanu - Zwiebel (version 2006), Abstract, "... we show that this simple *adverse-selection* problem leads to the allocation of greater ex-ante decision rights to the creditor – i.e., *tighter covenants* - than would follow under *symmetric information*...".

²¹⁷ Garleanu - Zwiebel (version 2004), Abstract, "...managers are better informed about any potential transfer than the lender. The lender can learn this information, *but at a cost*...".

on mahdollisuus laskea rahoituksen hintaa, helpottaa rahoituksen saatavuutta ja vähentää informaatioon liittyviä ongelmia ja kustannuksia.

2.3.2. Moraalinen hasardi (moraalinen onnenkauppa) ja päämies - agentti -teoria

Moraalisen hasardin ongelmaa tutkittiin ensimmäisen kerran vakuutusalan yhteydessä. Vakuutettu osapuoli voi toimia joko huolellisesti tai huolimattomasti vakuutuksen otettuun. Tämä aiheuttaa markkinahäiriöitä (Arrow 1973).

Luottosopimus on pääsääntöisesti pitkäaikainen. Pitkäaikaisuus tuo tullessaan kasvavan moraalisen hasardin riskin. Moraalisen hasardin riski tarkoittaa riskiä, joka syntyy, kun sopimuksen toinen osapuoli tai molemmat osapuolet saattavat muuttaa käytöstään sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Esimerkiksi yrityksen investointipolitiikka voi vuosien saatossa muuttua kasvuhakuisemmaksi ja riskipitoisemmaksi tai osinkopolitiikka avokätisemmäksi²¹⁸. Kovenanteilla rahoittaja pystyy asettamaan oleelliseksi katsomiaan rajoituksia investoinneille ja kontrolloimaan osinkopolitiikkaa.

Yrityksen sidosryhmät muodostavat agenttisuhteita. Agenttisuhteessa on periaatteessa kysymys sopimuksesta, jossa yksi tai useampi henkilö eli päämies valtuuttaa toisen henkilön eli agentin toimimaan jonkin päämäärän saavuttamiseksi ja jossa jälkimmäinen sitoutuu toimimaan päämiehen parhaaksi. Päämies - agentti -ongelman aiheuttaa usein yritysten toiminnassa yrityksen johdon ja omistuksen erillisyydet. Kun sopimus on solmittu, agentti lähtökohtaisesti valitsee riskitason ja toiminnan aktiviteettitasot.

Agenttisuhteisiin liittyvät ongelmat syntyvät intressiristiriidoista²¹⁹. Päämies ei voi täysin varmistua agentin toiminnasta päämiehen etujen mukaisesti (hidden action). Tavoitteista voidaan sopia, mutta usein tavoitteiden saavuttamiseksi tarvittavat keinot jäävät agentin vastuulle. Yrityksen omistajilla ja johdolla voi näin olla intressiristiriitoja, jotka muodostavat ongelman myös suhteessa rahoittajan intresseihin. Omistajien etu on pitkällä tähtäimellä yrityksen arvon kasvattaminen, mutta johdon intressi voi olla lyhyellä tähtäimellä maksimaalisen tuloksen saavuttaminen ja näin vuosibonusten tavoittelemineen. Tämä

²¹⁸ Garleanu - Zwiebel (version 2006), s. 1, ”...Covenants...are generally understood to protect debtholders against activities that transfer wealth from them to shareholders...”.

²¹⁹ Villa (2003), sivut 48 – 49.

voi johtaa päätöksiin, jotka myöhemmin aiheuttavat ongelmia ja kasvattavat rahoittajan riskiä. Tai jos johto ei ole saamassa euromääräisiä bonuksia hyvästä suoriutumisesta, sen intressinä voi olla bonusten hankkiminen muussa muodossa, esim. tarpeettoman suurina panostuksina yrityksen toimitiloihin, turhana matkustamisena tai ylimitoitettuina työsuhdeautoina.

Yritysjohdo voi tavoitella myös oman asemansa parantamista kasvattamalla epäterveesti yrityksen kokoa vastoin omistajien intressiä, koska johtoa houkuttaa usein enemmän suuren kuin pienen yrityksen johtaminen. Tai yritysjohto voi pidättäytyä vaativista ponnisteluista ja henkilökohtaisista työpaineista pysytellen omalla mukavuusalueellaan esimerkiksi pidättäytymällä yrityksen kehityksen kannalta tärkeistä investoinneista ja kehityshankkeista.

Päämies (omistaja) voi pyrkiä ohjaamaan agentin (johto) toimintaa erilaisilla kannustimilla, esim. tulospalkkauksella. Tästä aiheutuu kustannuksia, joita Jensen ja Mecklingin (1976) mukaan ovat monitorointi- eli valvontakustannukset, sitouttamiskustannukset ja mahdollinen jäännöstappio.

Kovenanteilla rahoittaja voi parantaa asemaansa erilaisissa agenttisuhteiden intressiriitatilanteissa sopimalla periaatteista, jotka voivat liittyä esimerkiksi investointeihin, vakuuksiin, osinkopolitiikkaan ja tiedonantovelvollisuuteen. Näillä periaatteilla voidaan myös rajoittaa agenttina toimivan yritysjohtoon liikkumavaraa niin, että päämiehen, (omistajan) valvonta-, sitouttamis- ja jäännöstappiokustannukset laskevat. Perusteltuja kovenanteja sisältävä rahoitussopimus voi olla merkittävässä määrin rahoittajan lisäksi myös yrityksen omistajien intresseissä.

Transaktiokustannusten ja varallisuus oikeuden teoria

Transaktiokustannusten teoria perustuu sopimisesta johtuviin kustannuksiin. Sopimukset ovat lähtökohdiltaan epätäydellisiä, koska sopimuskustannusten vuoksi ei ole laadittavissa täydellistä sopimusta. Täydellistä sopimusta ei tietysti ole muutenkaan mahdollista laatia, koska kaikkiin sopimussuhteen aikana tapahtuviin muutoksiin ei ole mahdollista va-

rautua²²⁰. Taloustieteellisessä tarkastelussa sopimusten epätäydellisyyden syynä on usein nähty se, että *täydellisiin sopimuksiin pyrkiminen tulisi osapuolille liian kalliiksi*.²²¹

Rahoitussopimukset kovenantteineen eivät ole täydellisiä. Tilanteet muuttuvat, eikä kaikkeen voida varautua. Useinkaan rahoitussopimuksen mittaa, määrittäviä tai kovenanttien määrää lisäämällä ei voida vastaavassa suhteessa lisätä sopimuksen tehokkuutta, ainoastaan aiheuttaa laatimisen liittyviä lisäkustannuksia. Näitä perusteettomien lisäpanostusten ja ”kaiken kattavaan” sopimukseen pyrkimisen aiheuttamia lisäkustannuksia ei lisätuotoina tai parantuneena riskienhallinnan tasona saada kompensoitua. Sopimusten laatimiseen liittyvät transaktiokustannukset aiheuttanevat myös rahoitussopimusten yleistyessä tarkempaa ohjausta ja ohjeistusta siitä, missä tilanteissa (riskin suuruus vastuumäärä, asiakaskate, asiakkaan potentiaalisuus jne.) ja kuinka kattavia rahoitussopimuksia laaditaan.

Varallisuusosoikeuksien teoriassa Hart²²² väittää, että sopimusten epätäydellisyyksien vuoksi omistajuus on yrityksessä merkittävä taloudellisen määräysvallan lähde. Koska kaikesta ei voida sopia, täytyy olla ratkaisumalli sellaisia tilanteita varten, joista ei voida muuten sopia. Ratkaisu löytyy Hartin mukaan omistajan määräysvallasta.²²³

Haastattelut antavat selitysvoimaa Hartin väitteelle omistajuuden merkityksestä sopimusten epätäydellisyytilanteessa. Omistaja halutaan lähes poikkeuksetta, aina kun se on mahdollista, saada rahoitussopimuksen osapuoleksi ja usein sopimusperusteinen vakuusriskilähtöinen rahoituspäätös edellyttääkin erityyppistä kompetenssia omaavan omistajan osake-enemmistön turvaavaa omistuksenpysyvyyskovenanttia. Asiakkuus nähdään tässä yrityskokoluokassa pääsääntöisesti laajana yrityksen ja omistajien muodostamana kokonaisuutena ja yksittäisen osakeyhtiön rahoitusta arvioidaan myös tästä lähtökohdasta²²⁴.

²²⁰ Mm. Villa (2003), s. 14.

²²¹ Mm. Annola (2003), s. 94, jossa viittaus Määttä 1998, s. 56.

²²² Villa (2003), 15, jossa viittaus Hart Oliver (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*.

²²³ Villa (2003), s. 15.

²²⁴ Kaikki haastattelut, erityisesti Ronimus.

3. INFORMAATIOKOVENANTIT

3.1. Erilaiset informaatiokovenantit ja niiden käytön päämäärät

Informaatiokovenanteja²²⁵ (tiedonantovelvoite²²⁶, tiedonantokovenanti²²⁷, tiedoksiantokovenanti²²⁸, tiedoksiantovelvollisuus²²⁹, provision of information and compliance²³⁰, reporting covenants²³¹) voidaan pitää koko *kovenanttirahoituksen peruskovenanteina ja ne ovat kovenanttirahoituksen toimivuuden kannalta välttämättömiä*. Tiedoksiantokovenanti esiintyy haastattelun mukaan jokaisessa rahoitussopimuksessa sekä kaikkien suurimpien pankkiryhmien vakiovelkakirjojenkin yleisissä ehdoissa. Rahoittajan luotonottajaan kohdistuva seuranta on kovenanteja käytettäessä tavallista seurantaa syvällisempää. Kovenanttirahoituksessa yrityksen tiedonantovelvollisuus rahoittajaa kohtaan on huomattavasti laajempi kuin tilinpäätöstietojen toimittaminen²³². Laurila kutsuu tiedonantokovenanttia osaksi kokonaisjärjestelyn informaatiomekanismia²³³.

Tiedonantovelvoite voi olla Villan mukaan ennakkollista tai jälkikäteistä. Ennakollisen tiedonantovelvoitteen kohdalla velallisyhtiön velvollisuutena on etukäteen ennen suunniteltuun toimenpiteeseen ryhtymistä antaa toimenpiteistä tieto velkojalle. Jälkikäteisessä velvoitteessa informaatio toimitetaan vasta, kun toimenpide on tehty²³⁴. Tiedonantovelvoite voidaan kuitenkin käsittää vielä laajemmaksi. Se voidaan jakaa 1) ennen rahoitussopimuksen allekirjoittamista liittyvään tiedonantovelvoitteeseen (representations, warranties ja/tai suullinen informaatio) ja 2) sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen liittyvään 2.1) ennakoivaan, 2.2) säännölliseen ja 2.3) jälkikäteen tapahtuvaan (takautuvaan) informatiivelvoitteeseen.

²²⁵ Mm. Villa (2003), s. 148.

²²⁶ Mm. KTM -raportti (1996), s. 58.

²²⁷ Mm. Laurila (2008), s. 219.

²²⁸ Mm. Haastattelut.

²²⁹ Mm. Haastattelut.

²³⁰ Mm. KTM -raportti (1996), s. 58.

²³¹ Mm. Ferran (1999), s. 472.

²³² KTM -raportti (1996), s. 58.

²³³ Laurila (2001), s.107.

²³⁴ Villa (2003), s. 149.

Informaatiokovenanttien tavoitteena on normaalia laajemman tiedonsaannin avulla mahdollistaa yrityksen systemaattinen monitorointi ja saadun informaation perusteella oman rahoitusaseman ja riskin arviointi sekä mahdollisuus saada etukäteen tai jälkikäteen tietoa yrityksen liiketoimista sekä pystyä vaikuttamaan velallisen liiketoimintapäätösten määrällisiin tai sisällöllisiin seikkoihin. Monitoroinnin tavoitteena on antaa pankille varhaisessa vaiheessa tietoa mahdollisesta yrityksen taloudellisen tilanteen epätoivottavasta kehityksestä (early warnings)²³⁵. Ilman informaatiokovenantteja pankki ei kenties saisi tietoa esimerkiksi kompetenssinrajoituskovenanttien tilanteesta, joten tämän kovenanttiryhmän olemassaolo on välttämätöntä ja niistä sovittaessa on harkittava tarkasti kaikkien kovenanttien monitorointitarvetta.

3.2. Selonteot (representations) ja vakuutukset (warranties)²³⁶

Tuomiston mukaan selonteko on toisen sopijapuolen, lähinnä luotonottajaehdokkaan, yleensä kirjallisesti annettu selonteko menneestä tapahtumasta tai olemassa olevasta tosiseikasta²³⁷, joka on perustana esimerkiksi sopimuksen allekirjoittamiselle. Representations -klausuulit ovat eräänlaisia työkaluja kovenanttiehtojen muotoilun ja käytön suunnittelussa. Tuomiston mukaan representation annetaan ennen sopimuksen tekoa, eikä siitä tule sopimuksen ehtoa. Erityisen tärkeää on selvittää luotonottajaehdokkaan päätöksenteon asianmukaisuus sen suhteen, että suunnitteilla oleva sopimus voidaan tehdä²³⁸.

Warranty taas on sopimukseen liittyvä viittaus, selonteko tai vakuutus sopimuksen kohteesta, kuten sen jostain ominaisuudesta. Tuomiston mukaan Warranty on sopimuksen liitännäinen²³⁹. Laurilan mukaan rahoittajan tavoitteena on aina varmistua siitä, että kohdeyhtiön liiketoiminnassa, asiakassuhteissa, taloudellisessa tilanteessa tai tulevaisuuden näkymissä ei ennen rahoitusjärjestelyjä ole tapahtunut sellaista muutosta, jolla objektiivisesti arvioituna on tai voi olla olennainen negatiivinen vaikutus kohdeyhtiön

²³⁵ Esim. Anousha (2008), ”...Covenants are financial ratios or limits that provide lenders with *red flags* warning of any sign that a company may start to struggle to meet debt repayments...”.

²³⁶ Representations and warranties, mm. KTM -raportti (1996), s. 62, Laurila (2008), s. 226 ja haastattelu Myllylä.

²³⁷ Myös mm. Hilander (2007), s. 14 ”Representation -lausekkeilla lainanottaja antaa selonteon menneestä tai olemassa olevasta asiasta. Warranty -lauseke on lainanottajan antama vakuutus esim. sopimuksen kohteesta”.

²³⁸ Tuomisto (1999), s. 102.

²³⁹ Tuomisto (1999), s. 103.

liiketoimintaan tai kohdeyhtiön maksukykyyn. Kohdeyhtiön ja mahdollisesti sen pääomistajan antamat selonteot ja vakuutukset ovat velkojalle tärkeitä.²⁴⁰ Selontekojen ja vakuutusten myötä yritys vakuuttaa, että kaikki luottopäätöksen kannalta oleellinen tieto, kuten yrityksen taloudellinen asema ja maksukyky sekä oikeudellinen tilanne, on totuudenmukaisesti etukäteen annettu pankin käyttöön²⁴¹. Laurilan mukaan vakuutusten ja selontekojen laajuus vaihtelee huomattavasti järjestelyn koosta ja luonteesta riippuen. Laajemmissa järjestelyissä vakuutukset voivat jakaantua 20 – 30 eri kategoriaan²⁴².

Selontekojen ja vakuutusten osalta on erityisen tärkeä huomata, että ne eivät ole vaihtoehtoisia tai poissulkevia sopimusehtoja muiden kovenanttien irtisanomisperusteiden kanssa.²⁴³ Ne muodostavat oman kokonaisuutensa ja ohjaavat yritystä antamaan oikeat etukäteistiedot pankille. Ne muodostavat oman irtisanomisperusteensa²⁴⁴, mikäli pankki voi osoittaa, että annetut selonteot ja vakuutukset ovat olleet olennaisesti virheellisiä ja ne olisivat vaikuttaneet pankin päätöksentekoon luottoa myönnettäessä. Jos niillä on tahallisesti tai törkeällä huolimattomuudella johdettu velkojaa harhaan, ne voivat mahdollistaa myös vahingonkorvausten vaatimisen. Joka tapauksessa pankin harhauttaminen luottoa myönnettäessä ei indikoi pitkää asiakassuhdetta.

Selonteot ja vakuutukset liittyvät haastatteluiden perusteella kuitenkin lähinnä vain syndikoitujen luottojen myöntämisprosessiin. Niillä ei ole empirian perusteella käytännössä juurikaan tekemistä keskisuurten (tai niitä pienempien) yritysten pankkirahoituksen kanssa²⁴⁵. Saman toteaa KTM -työryhmäkin; velallisen vakuutuksia ei ole käytetty pk -sektorin luotonannossa Suomessa²⁴⁶. Vakuutusten ja selontekojen sijaan keskisuurten yritysten rahoituksessa pankki usein luottaa suulliseen etukäteisinformaatioon ja ilman vastaavaa muotoa ja otsikointia toimitettavaan kirjalliseen etukäteisinformaatioon.

Erityisesti Myllylän haastattelu selkeyttää asiaa; selonteot ja vakuutukset eivät lähtökohteisesti ole sidottu yrityksen kokoon, vaan lähinnä sopimustekniikkaan. Kun rahoitusso-

²⁴⁰ Laurila (2008), s. 226.

²⁴¹ Haastattelut, erityisesti Myllylä.

²⁴² Laurila (2008), sivut 226 – 227.

²⁴³ Esim. Cranston (2002), s. 314 ”...if the particular *representations and warranty* or *covenant* goes to the root of the contract...the bank will also have a right to terminate the agreement...”.

²⁴⁴ Mm. Ferran (1999), s. 469 - 470, ”...if untrue, allows the innocent party to sue for breach of contract...allows for a claim for damages... the lender can *call for payment of the whole loan at once* and can sue in debt for the amount due under the agreement if the borrower refuses to pay.”.

²⁴⁵ Haastattelut.

²⁴⁶ KTM -raportti (1996), s. 68.

pimus on tehty standardivelkakirjaa täydentävänä yksilöllisenä sopimuksena, selontekojen ja vakuutusten käyttö on harvinaista, tosin ei täysin poikkeuksellista. Silloin kun sopimus laaditaan kokonaan yksilöllisenä (kuten syndikoidut luotot), niitä sen sijaan yleisesti käytetään. Lisäksi selontekojä ja vakuutuksia käytetään usein myös osana yritys-kauppadokumentaatiota riippumatta yritys-koosta tai rahoitusmuodosta. Tuomiston mukaan representation lausekkeesta ei tule sopimuksen ehtoa ja käytännössä eron tekeminen luotonottajan antamien selontekojen ja vakuutusten välillä on vaikeaa. Tämän johdosta luottosopimukseen sisällytetään yleensä selontekojä ja vakuutuksia koskeva yhteinen ot-sake. Tämä osin ristiriitainen näkemys tarkentuu haastatteluissa; *rahoitussopimuksessa on yhteisellä otsakkeella representations and warranties / selonteko ja vakuutus -klausuuli ja ne molemmat ovat osa sopimusta*. Selonteko- ja vakuutus -klausuulia ei anneta erillisenä dokumenttina, vaan se on kokonaisuutena ja omana elementtinä osa muuta rahoitussopi-musta.

Riskienhallinnallisesti on perustelua pyrkiä laajentamaan selontekojen ja vakuutusten käyttöä kaikkiin yksilöllisiin rahoitussopimuksiin. Vaikka haastattelut eivät suoraan indiko-i tällaista tarvetta, eikä pankin ja yrittäjän edustajan välistä suullista ja muuta kirjallista tiedonvaihtoa tule missään tapauksessa väheksyä, antaa kirjalliseen muotoon puettu läh-tötilanneselonteko ja vakuutus pankille yhden riskienhallintaelementin lisää ja siirtää vas-tuun lähtötilanneselvityksen oikeellisuudesta sille kenelle se kuuluukin eli yritykselle ja sen omistajille. Case yritysten rahoitussopimuksissa ei käytetty selonteko- tai vakuutukset -klausuuleja.

Käytännössä siis selonteot ja vakuutukset -klausuulia voidaan hyödyntää niin, että kun pankki saa keskisuuren yrityksen luottoneuvotteluissa suullisesti ja kirjallisesti päätök-senteon kannalta oleellista faktaa, niin yritys ja yrittäjä myöhemmin rahoitussopimukses-sa vakuuttavat tiedot oikeiksi ja sen lisäksi antavat vakuutukset sopimuksen päätöksente-on asiamukaisuudesta ja mahdollisesti muusta pankin kannalta oleellisesta informaatio-s-ta.

Laurila toteaa, että pääsääntöisesti vakuutukset kattavat kolme yleiskategoriaa; kohdeyh-tiön organisaatio- ja omistusrakenne, tilinpäätösinformaatio ja liiketoiminta. Ohessa sel-vitetään oleellisimmat ja käytetyimmät vakuutukset ja selonteot jakaen ne 1) laillisuu-teen, 2) liiketoimintaan sekä 3) varallisuusasemaan. Vaikka rahoitussopimuksessa on

syytä pyrkiä tiivistettyyn muotoon eikä sivunmäärän ole syytä luettavuuden ja selvyyden vuoksi nousta suureksi, tulee selonteko ja vakuutus -kohdasta vääjäämättä melko pitkä. Sen sisältö vaatii käytännössä usein yhden A4 -kokoisen sivun sopimuksesta.

Laillisuus

KTM -raportin mukaan yrityksen toiminnan laillisuus ja erilaisten säännösten noudattaminen ei ole ainoastaan yrityksen ja yhteiskunnan välinen asia. Rahoittajalle on tärkeää riskienhallinnan ja maineen kannalta, että yritys toimii lain, asetusten ja muiden säännösten puitteissa. Tällä ehdolla yhtiö sitoutuu noudattamaan sitä koskevaa lainsäädäntöä, omaa yhtiöjärjestystä, hoitamaan laskentatoimen ja kirjanpidon säädösten mukaan sekä noudattamaan viranomaissääntöjä, kuten työehtosopimuksia, lisensejä ja erilaisia lupaehtoja sekä ympäristölainsäädäntöä²⁴⁷.

Esimerkiksi ulkomaista työvoimaa käytettäessä paikallisten työehtosopimusten noudattamisen ehto on ajankohtainen²⁴⁸ riski, joka voi konkretisoitua, mikäli määräyksiä ei noudateta. Yhtiö sitoutuu myös siihen, että rahoitussopimuksen täytäntöön panemisen edellytyksenä olevat päätökset ovat asianmukaisia, ja että nyt syntyvän sopimuksen velvoitteet ovat sitä laillisesti sitovia eikä sen toimielinten jäsenten tai omistuspohjan osalta ole tapahtunut muutoksia.

Maksukyvyyn kannalta oikeudenkäynnit tai riitaiset sopimusehdot voivat muodostaa riskin. Yritys vakuuttaa, että sillä ei ole meneillään tai syntymässä oikeudenkäyntejä, eikä sopimuksen sopimusehdot ole ristiriidassa olemassa olevien sopimusehtojen kanssa ja ettei yhtiö ole sopimusrikkomuksissa muissa rahoitussopimuksissa²⁴⁹.

Liiketoiminta

Rahoittajaa kiinnostaa yrityksen maksukyky. Sen takia erityisen tärkeää on yrityksen informaatio siitä, että liiketoiminta on esitetyn mukaista ja ennusteet on huolellisesti laadittu. Yhtiö vakuuttaa, etteivät merkittävät liikesopimukset ole purkautuneet tai päättyneet, liiketoiminnassa ei ole tapahtunut menetyksiä tai vahinkoja eikä sen liiketoiminnassa ole

²⁴⁷ Mm. KTM -raportti (1996), s. 62.

²⁴⁸ Esim. ulkomaisten rakentajien ja alirakoitsijoiden laatimista työsopimuksista aiheutuneet lisäkustannukset ovat siirtyneet pääurakoitsijoille.

²⁴⁹ KTM -raportti (1996), sivut 63 – 64.

tapahtunut sen toimintaedellytysten kannalta merkittäviä muutoksia. Yhtiö vakuuttaa, että sen esittämät taloudelliset tulevaisuuden ennusteet ja laskelmat on laadittu riittävää huolellisuutta noudattaen ja ne perustuvat oikeaan lähtötilanteeseen sekä perusteltuun näkemykseen yrityksen tietyn ajanjakson tulevaisuudesta.

Varallisuusasema

Yrityksen varallisuusaseman oikeellisuus on tärkeä lähtökohta. Selonteilla ja vakuutuksilla yhtiö voi selvittää, että se ei ole luottoneuvotteluiden alkamisen ja sopimuksen allekirjoittamisen välisenä aikana myynyt tai muutoin luovuttanut omaisuuttaan eikä siihen kohdistu muita kuin pankin kanssa sovittuja rasitteita tai panttauksia. Yhtiö ei ole ottanut tai antanut lainaa eikä sitoutunut takauksiin eikä ole sitoutunut velvoitteisiin lähipiirille tai sen puolesta, eikä ole muuttanut osinkopolitiikkaansa, sen immateriaalioikeudet ovat voimassa ja yritys on varallisuusasemaltaan sellainen, joka pankille on luottoneuvotteluiden alkaessa esitetty.

Yritys sitoutuu laatimaan lain ja hyvän kirjanpitotavan mukaisen kirjanpidon, tilinpäätöksen ja veroilmoituksen sekä noudattamaan toiminnassaan kaikilta osin lakia, viranomais määräyksiä, työehtosopimuksia, toimilupaehtoja sekä omaa yhtiöjärjestystä. Mikäli Yritys ei toimi edellä mainitulla tavalla, syntyy Pankille välitön ja kiistämätön luottojen ja sitoumusten eräännyttämis-oikeus. Yritys vakuuttaa ja vastaa siitä, että sillä ei ole vireillä tai tulossa vireille oikeudenkäyntejä tai sellaisia riitatilanteita, jotka voisivat johtaa oikeudenkäynteihin, eikä Yrityksellä ole sellaisia sopimuserimielisyyksiä, jotka voisivat vaarantaa sen liiketoimintaa. Yritys vakuuttaa, että sen liiketoiminnan kannalta merkittävät liikesopimukset ovat voimassa, eivätkä ne ole Yrityksen tietojen mukaan päättymässä tai vaarantumassa.

Yritys ei ole ottanut tai antanut lainaa, eikä sitoutunut takauksiin tai sitoutunut velvoitteisiin lähipiirille tai sen puolesta, eikä ole muuttanut tai ole muuttamassa edellisen vuosien mukaista osinkopolitiikkaansa. Yritys vakuuttaa, että sen Pankille luottopäätöksen perusteeksi esittämät taloudelliset ennusteet on laadittu riittävää huolellisuutta noudattaen ja ne perustuvat oikeaan lähtötilanteeseen sekä perusteltuun tulevaisuuden ennustamiseen.

Mikäli Yritys on antanut Pankille harhaanjohtavaa tietoa liittyen sen oikeudelliseen asemaan, sen liiketoimintaa vaarantaviin oikeudenkäynteihin tai sopimusrikkomuksiin tai tase-asemaan tai johtanut Pankkia harhaan vakaavasti perusteettomilla liiketoiminnan ennusteilla, syntyy Pankille välitön ja kiistämätön luottojen ja sitoumusten eräännyttämis-oikeus.

Teksti 5. Selonteot ja vakuutukset, varallisuusaseman selvittäminen.

3.3. Informaatiokovenantit sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen

3.3.1. Ennakoiva tiedoksianto

Ennakoiva tiedoksianto voidaan jakaa sellaiseen tiedoksiantoon, jossa 1) yritys sitoutuu antamaan pankille ennakkoon tiedoksi tulevaisuudessa tekemänsä toimenpiteet tai 2) yritys sitoutuu pyytämään pankilta ennakkoluvan kyseiseen toimeen ryhtymistä. Jos jälkimmäisessä tilanteesta esimerkiksi euromääräinen rajausta on yrityksen liiketoimintavo-lyymiin nähden tiukka, alkaa yrityksen oma päätöksentekokyky olla rajattu. Tässä tilanteessa informaatiokovenantista tulee kompetenssinrajoituskovenantti, joita käsitellään tutkimuksessa myöhemmin.

Yritys informoi Pankkia etukäteen sellaisista tilikauden aikana tapahtuvista liiketoimista, kuten omaisuutta koskevista kaupoista, yritys- ja omistusjärjestelyistä ja muista vastaavista toimenpiteistä, joiden kertajärjestelyn määrä ylittää 500.000 euroa. Yritys informoi Pankkia kaikista niistä toimista, kuten markkina- tai kilpailutilanteen oleellisesta muuttumisesta tai Yrityksen merkittävistä henkilöstömuutoksista, tai muista sellaisista seikoista, joilla voi olla merkitystä tämän sopimuksen ehtojen noudattamisen kannalta tai Yrityksen maksukykyyn, kannattavuuteen ja vakavaraisuuteen.

Teksti 6. Ennakoiva tiedoksianto.

Yritys sitoutuu pyytämään Pankilta etukäteissuostumuksen kaikista niistä liiketoimista ja Yritystä sitovista sopimuksista, joiden kertajärjestelyn arvo ylittää 100.000 euroa tai mikäli se haluaa poiketa aikaisempien vuosien osingonmaksupolitiikasta ja maksaa osinkoa enemmän kuin 10 senttiä osaketta kohti.

Teksti 7. Etukäteissuostumus.

Tiedoksiantovelvoitteissa on aina huomioitava yrityksen yksilölliset tarpeet, eivätkä ne saa kohtuuttomasti haitata yrityksen toimintaa. Joissain tilanteissa esimerkiksi liiketoimintakaupat (liikesalaisuusrajoitteet, liiketoiminnan projektiluontoisuus) on syytä jättää kokonaan informaatiovelvollisuuden ulkopuolelle.

Informaatiovelvollisuus ei kuitenkaan koske normaaleja kaupallisia sopimuksia riippumatta niiden taloudellista arvoista.

Teksti 8. Informaatiovelvollisuuden ulkopuolelle jättäminen (case 3).

Etukäteisessä tiedoksiannossa voi olla ja usein on kysymys yrityksen informaatiosta pankille siinä tilanteessa, että yritys ennakoi jonkin kovenanteista rikkoutuvan. Yritys antaa rikkoutumisen pankille tiedoksi ja esittää kenties rahoitussopimuksen jatkamista entisillä ehdoilla tästä huolimatta. Esimerkiksi tilikauden päättymisen lähestyessä yritys estimoii omavaraisuusastekovenantin rikkoutuvan. Tämä aiheuttaa pankissa normaalin luottopäätösprosessin mukaisen menettelyn, jossa harkitaan kaikki ne vaihtoehdot, jotka pankilla on käytettävissä sopimuksen ehtojen mukaisesti sopimusrikkomuksen tapahtuessa. Jos pankki hyväksyy rikkomuksen, se antaa yritykselle waiverin²⁵⁰ jossa rikkomus käydään läpi. Waiver voi olla määräaikainen tai lopullinen ja se voi olla ehdollinen. Esimerkiksi yrityksen on kuuden kuukauden aikana saatettava rikkoutunut kohta alkuperäiseen kuntoon ja rahoituksen hinta voi rikkoutumisen ajaksi nousta. Waiverille voi olla sopimuksin sovittu vakiokustannus tai sen hinta voi vaihdella tilanteen vakavuuden ja vaativuuden mukaan. Tämän tutkimuksen liitteenä on esimerkki waiveristä ja kovenanttien rikkoutumista käsitellään tutkimuksessa myöhemmin.

3.3.2. Säännöllinen ja systemaattinen tiedoksianto

Säännöllinen ja systemaattinen tiedoksianto tarkoittaa pääosin tilinpäätösmateriaalin, mutta usein myös lyhyemmän tarkastelujakson tai ennustejakson materiaalin toimittamista pankille sovitulla tavalla ja sovitulla aikataululla. Tiedoksianto voi olla ennakkollista tai takautuvaa. Tiedoksiantovelvollisuuden perusteella voidaan myös edellyttää yrityksen laskevan valmiiksi rahoitussopimuksen finanssikovenanttien tunnusluvut.

Usein aikataulu on tilinpäätösmateriaalin osalta lakisäänteinen maksimi eli neljä kuukautta tilikauden päättymisestä. Tämä on valitettavan pitkä aika²⁵¹, mutta usein ainoa realistinen. Lisää aikatauluhiidasteita saattaa syntyä, mikäli yritys on osa kansainvälistä konsernia. Aikatauluongelma ja historiaperspektiivi on koettu merkittäväksi haasteeksi kovenanttirahoitusta kehitettäessä. Dayn ja Taylorin tutkimuksen (1995) mukaan²⁵² ratkaisuna

²⁵⁰ Longman (2006), s. 1850 “Waiver = an official written statement saying that all right, legal process etc can be waived, Waive = to state officially that a right, rule etc can be ignored. Haastattelu, Myllylä, waiver -kirjeen otsikko Consent Letter, Longman (2006), s. 329, Consent = Permission to do something.

²⁵¹ Day - Taylor (1996), s. 28, “...submit annual audited accounts...such practices introduce potential problems for effective early warning monitoring by reliance on not only historic information but information arriving after a significant delay”.

²⁵² Day - Taylor (1995), s. 26, “...they would in some circumstances require the provision of periodic management accounts in addition to annual audited accounts”, “...”any other information which the bank may request from time to time”.

on käytetty mm. sitä, että pankki on vaatinut lisäksi johdon laskentatoimen (sisäinen laskentatoimi) materiaalia, jonka aikajänne niin tarkasteluperiodina kuin valmistumisnopeutenakin on huomattavasti lyhyempi.

Tiedoksianto tulee pyrkiä kehittämään historiamateriaalin toimittamisen ohella kohti enustemateriaalin systematiikkaa. Tämä on Dayn ja Taylorin (1995) tutkimuksenkin mukaan se, mitä pankkiirit haluavat²⁵³.

*Yritys ja Yrityksen Omistajat sitoutuvat toimittamaan Pankille neljän kuukauden kuluessa kunkin tilikauden päättymisestä jäljennökset toimintaker-
tomuksesta, virallisesta tuloslaskelmasta, taseesta, tilintarkastuskertomuk-
sesta sekä yritystutkimusneuvottelukunnan vahvistaman kaavan mukaisesti
laaditun S1 -lomakkeen sekä laskelmat rahoitussopimuksen tunnuslukuko-
venanteista.*

*Lisäksi Yritys tai Omistajat toimittavat Pankille alkavan tilikauden tulosen-
nusteet sekä rahoitus- ja investointisuunnitelmat kuluvan tilikauden loppuun
mnessä.*

Teksti 9. Säännöllinen tiedoksianto.

Mikäli taloudellisten tunnuslukujen osalta informointivelvollisuus on esimerkiksi neljän-
nesvuosikvartaali, voidaan esimerkkitekstiä täydentää seuraavasti:

*Yritys tai Omistajat sitoutuvat toimittamaan Pankille viimeistään kolmen-
kymmenen (30) päivän kuluessa kunkin neljännesvuosijakson päätyttyä kas-
savirtalaskelman sekä tuloslaskelma- ja taseraportit budjettivertailuineen.*

Teksti 10. Vuosikvartaalitiedottaminen.

Mikäli yhtiön osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena (esim. case 2), tiedoksian-
tovelvoite tulee laatia tätä taustaa vasten yhtiölle realistiseksi ja lakien mukaan toteutta-
miskelpoiseksi. Tiedonantovelvoitteissa jaettavan informaation kohdentumisen neutraali-
us voi vaarantua. Arvopaperimarkkinalain lähtökohtana on, että yhtiön, jonka liikkeeseen
laskema arvopaperi on julkisen kaupan käynnin kohteena, on ilman aiheetonta viivytystä
julkistettava ja toimitettava julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset
päätöksensä ja liikkeellelaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olen-

²⁵³ Day – Taylor (1995), s. 20 “we will be looking at historic information, but we will be interested in projected information”.

naisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.²⁵⁴ Niiden julkistamisvelvollisuus on käsitteenä laajempi kuin muiden yritysten.²⁵⁵

Yrityksen hallituksen on harkittava, täyttääkö erillinen velkojalle annettu yritystä koskeva taloudellinen tieto yleisen julkistamisvelvoitteen. Jos yleinen julkistamisvelvoite täyttyy, tieto on julkistettava kaikille sanktioiden uhalla. Vastaavaa harkintaa on käytettävä tiedonantovelvoitteiden ja yhtiön sisäpiirin kuulumisen kanssa. Tiedonantovelvoitteiden täyttäminen saattaa tehdä pankin edustajasta sisäpiiriläisen.²⁵⁶

Yritys toimittaa Pankille jäljennökset toimintakertomuksesta, virallisesta tuloslaskelmasta, taseesta ja tilintarkastuskertomuksesta viipymättä niiden julkaisemisen jälkeen kuitenkin viimeistään neljän kuukauden kuluttua tilikauden päättymisestä lukien.

Yritys toimittaa Pankille osavuosikatsaukset välittömästi niiden julkaisemisen jälkeen sekä muut taloudelliset tiedotteet ja pörssitiedotteet, joilla voidaan katsoa olevan vaikutusta Yrityksen rahoitusasemaan, kannattavuuteen, maksukykyyn tai vakavaraisuuteen.

Lisäksi pyydettyessä Pankilla on oikeus saada Yritykseltä sellaista tietoa, joka on tärkeää Yrityksen taloudellista tilaa arvioitaessa ja jonka luovuttamista ei voida pitää kohtuuttomana. Tässä tilanteessa Pankin edustaja tiedostaa olevansa Arvopaperimarkkinalain sisäpiirisäännösten alainen ja toimii niiden mukaisesti

Teksti 11. Julkisen osakeyhtiön tiedottaminen.

3.3.3. Jälkikäteen tapahtuva tiedoksianto

Jälkikäteisessä, takautuvassa tiedoksiannossa yritys informoi pankkia jälkikäteen oleellisista liiketoimista tai muista sopimukseen kenties vaikuttavista tapahtumista

Yritys informoi Pankkia jälkikäteen sellaisista tilikauden aikana tapahtuvista liiketoimista, kuten omaisuutta koskevista kaupoista, yritys- ja omistusjärjestelyistä ja muista vastaavista toimenpiteistä, joiden kertajärjestelyn määrä ylittää 200.000 euroa.

Yritys informoi Pankkia jälkikäteen sellaisista tapahtumista, kuten uusista liikepaikoista tai nykyisten sulkemisista, kilpailutilanteen muuttumisesta, Yrityksessä tapahtuneista henkilöstömuutoksista, joilla voi olla vaikutusta

²⁵⁴ AML, 2 luku, 7§, Villa (2003), s. 152.

²⁵⁵ Kallunki - Kytönen (2007), s. 16.

²⁵⁶ Villa (2003), s. 152.

Yrityksen maksukyvyyn, kannattavuuden, vakavaraisuuden tai liiketoiminnan menestyksen ja jatkuvuuden kannalta.

Teksti 12. Jälkikäteen tapahtuva tiedottaminen.

Myös sopimusrikkomukset, joita yritys ei kyennyt ennakoimaan, esimerkiksi vakuutena olevien pörssiosakkeiden arvon lasku alle kovenanttitason, on jälkikäteistä tiedonantoa.

3.4. Vakiosopimuksen tiedoksianto

Vakiosopimuksen yleiset ehdot sisältävät merkittävän määrän tiedoksiantokovenantteja, pankkiryhmästä, tulkinnasta ja kategoroinnista riippuen 6 - 13 kappaletta. Näin ollen yleisten ehtojen tiedonantovelvollisuusvaatimusta voidaan pitää melko kattavana.

Osuuspankissa²⁵⁷ ja Sampo Pankissa²⁵⁸ kysymys on tilinpäätösmateriaalin toimittamisesta sekä yritysmuodon tai toimialan muutoksesta, liiketoiminnan supistamisesta tai laajentamisesta, etuyhteyksien tai omistuspuhjan muutoksista tai velallisen omistuksista ja sitoumuksista muissa yrityksissä. Nordea Pankissa²⁵⁹ tiedoksianto on laajinta, edellä mainittujen lisäksi vakioehdot sisältävät mm. vakuutukset, maksuviivästyksset ja esimerkiksi takaajaa koskevat saneeraukset, velkajärjestelyt tai konkurssihakemukset. Vakioehdot ovat niin laajat, että liitännä velkakirjaan on tehtävä huolellisesti.

Rahoitussopimukseen liitetyn yksilöllisen informaatiokovenantin ei tule pyrkiä olemaan yleisten ehtojen vastaavaa velvoitetta laajempi, vaan sellainen, joka *keskittyy yksilöllisesti oleellisiin asioihin, esimerkiksi ennusteisiin*. Yksilöllisen sopimuksen tiedonantovelvoitteessa tulee mahdollisuuksien mukaan myös pyrkiä välttämään tautologiaa yleisten ehtojen kovenanttien kanssa. Ei kuitenkaan sillä seurauksella, että yksilöllisesti tärkeä velvoite jätetään vain yleisten ehtojen varaan.

Joidenkin tiedoksiantokovenanttien käyttö voi tuntua yrityksestä raskaalta. Yrityksen laskenta- ja raportointijärjestelmien tuleekin olla kunnossa. Toimivina ne palvelevat myös yrityksen sisäisiä tarpeita ja toimivat hyvinä työkaluina liiketoiminnan järjestelmällisessä

²⁵⁷ Osuuspankki (2007), velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt, 137.063.

²⁵⁸ Sampo Pankki Oyj (2006), velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt, 3000.

²⁵⁹ Nordea Pankki Suomi Oyj (2006), velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt, RYEE010D 12.05.

suunnittelussa, arvioinnissa ja kehittämisessä. Taloushallinnon ulkoistamisen yleistyessä voidaan myös tiettyjen, tarvittavien tiedoksiantoon liittyvien dokumenttien toimittaminen ja esimerkiksi tunnuslukujen laskeminen ulkoistaa. Tilitoimisto voi mahdollisesti sopimuksesta toimittaa sekä yrittäjälle että pankille tilatun materiaalin.

Tiedoksiantokovenanttien käyttö voi olla myös pankille työllistävää, mikäli niitä on sovittu runsaasti ja materiaalin toimitusaikajänne on lyhyt. Näiden, kuten muidenkin kovenanttien, määrä tulee sopeuttaa monitoroinnin tarpeeseen. Jos yrityksen riskitaso on alhainen ja taloudellisesti tunnusluvut kunnossa, on informaation määrä perustellusti vähäinen rajoittuen usein vain tilinpäätösmateriaalin toimittamiseen. Jos taas riskitaso on suuri, on huolellisen ja usein toistuvan monitoroinnin tarve perusteltu.

4. KOMPETENSSINRAJOITUSKOVENANTIT²⁶⁰

4.1. Erilaiset kompetenssinrajoituskovenantit ja niiden käytön päämäärät

Yrityksen kompetenssi eli kyky tehdä itsenäisiä ja rajoittamattomia, omista lähtökohdistaan ja intresseistään lähteviä liiketaloudellisia päätöksiä on yritystoiminnan lähtökohta. Vaikka osakeyhtiölaissa lähdetään osakeyhtiön itsehallinnosta ja siitä, että päättämisvalta yhtiön asioista on yhtiön omilla hallintoelimillä, tästä poikkeavia määräysvaltaa sisältäviä sopimuksia laaditaan. *Pankki yhtiön rahoittajana saattaa vaatia riskiä sisältävän rahoituspäätöksen edellytyksenä tuon kyvyn rajoittamista niin, että rahoittajan lähtökohdista ja sen liiketaloudellisen näkemyksen mukaisesti ja sen edellyttämällä rajoituksilla turvataan luoton maturiteetin ajaksi yrityksen kassavirta, kannattavuus ja vakavaraisuus, siis luoton takaisinmaksukyky.* Velallisen kompetenssirajoittaminen on poikkeus yrityksen yksityisautonomiasta²⁶¹.

Kun rahoitussopimuksen kompetenssinrajoitusta verrataan esinevakuuden panttaamiseen, niin sopimusrajoituksella pankki pyrkii vähentämään epävarmuuttaan rajoittamalla velallisen määräämistoimia, jotka lisäävät pankin riskiä. Kun luotonantaja sopii panttioikeudesta, hän pyrkii sulkemaan itsensä velallisen haitallisten määräämistoimien vaikutusten ulkopuolelle²⁶².

Liiketaloudellisesti perusteltuja erilaisia kompetenssirajoituskovenanteja on rajaton määrä. Tässä tutkimuksessa analysoidaan haastattelujen mukaan käytetyt, relevantit kompetenssirajoituskovenantit ja ne luokitellaan kolmeen osaan; 1) identiteetin säilyttämiseen, 2) vieraaseen pääomaan sekä 3) rahoittajien tasapuolisuuteen liittyviin kovenanteihin. Huomattavaa on, että erilaiset kompetenssinrajoituskovenantit ja tutkimuksessa myöhemmin analysoitavat finanssikovenantit voivat erilaisuudestaan huolimatta johtaa yrityksen kannalta samankaltaiseen lopputulokseen eli rajoitukseen, ja niitä voidaan käyttää erikseen tai yhdessä toisiaan täydentävinä.

²⁶⁰ Haastatteluissa yleisesti *toimintakovenantit*, Paglia (2000), abstract, *Restrictive covenants*, Musher (2001), s. 12, *Nonfinancial covenant*.

²⁶¹ Tammi-Salminen (2001), s. 150.

²⁶² Tammi-Salminen (2001), s. 129.

4.2. Identiteetin säilyminen²⁶³

4.2.1. Identiteetikovenanttien lähtökohdat

Pankki on luottopäätöstä tehdessään rahoittanut yritystä, jolla on tietty identiteetti. Pankki on arvioinut, että yritys sellaisena kuin se luotonmyöntämishetkellä on, ja miltä se tulevaisuuden ennusteet tällä identiteettitaustalla näyttävät, pystyy säilyttämään kannattavan liiketoiminnan lähtökohdat ja kassavirrallaan hoitamaan luoton takaisinmaksun²⁶⁴. Pankki haluaa turvata yrityksen identiteettiin liittyvät oleelliset seikat rajoittamalla niiden muuttamismahdollisuuksia. Yrityskokonaisuuden säilymisen ja toiminnan jatkuvuuden merkitys on keskeinen erityisesti vähin vakuuksin tapahtuvassa luotonannossa. Yrityksen identiteettiä koskevan ehdon tarkoituksena on varmistaa, että *yritys on se aineellinen ja toiminnallinen kokonaisuus, jota luotonantaja on alun perin päättänyt luotottaa*.

Mikäli yritys aikoo tehdä olennaisia muutoksia sen rakenteeseen, toimintaan tai omaisuuseriin, on niistä keskusteltava luotonantajan kanssa etukäteen²⁶⁵. Kuten tiedonantokovenantiinkin, ovat identiteetin säilyttämiseen liittyvät seikat ja niihin tarvittavat rajoitteet niin merkittäviä, että oleellisimmat niistä on kirjattu myös vakiosopimuksen velan yleisiin ehtoihin. Pankin oikeutta tiedonsaannin lisäksi edellyttää yrityksen oleellisilta osin säilyttävän identiteettinsä luotonmyöntöhetken mukaisena pidettiin haastatteluissa pitkälti rahoittajan ”perusoikeutena”. Case yrityksissä pankin vaatimukset identiteetin säilyttämiselle ymmärrettiin ja hyväksyttiin täysin.

Identiteetin säilymiseen liittyviä relevantteja kovenanttityyppejä ovat omistuksenpysyvyyskovenantit, varallisuuserien siirtokovenantit, investointikovenantit, voitonjakokovenantit, vakuutusturvan, immateriaalioikeuksien ja erilaisten lupien ylläpitoon ja voimassapitoon ja ympäristölainsäädäntöön liittyvät kovenantit sekä vakuuden asettamiskielto kovenanti.

²⁶³ KTM -raportti (1996), s. 47, Maintenance of Corporate Existence, Anti-merger.

²⁶⁴ Mm. Yi (2005), abstracts, ”...we find that debt covenants significantly reduce borrowing firm’s ex post payout ratio and capital expenditure, but lead to significant improvement in ex post operating performance...”.

²⁶⁵ KTM -raportti (1996), s. 47.

4.2.2. Omistuksen pysyvyys²⁶⁶ ja varallisuuserien siirtorajoitukset²⁶⁷

Omistuksen pysyvyyteen liittyvä kovenanti on haastattelujen perusteella tiedonantokovenantin jälkeen toiseksi yleisin kovenanttityyppi. Tämä on ymmärrettävää, koska rahoittajan luottopäätökseen on oleellisesti vaikuttanut yrityksen omistus, omistajien osaaminen ja sitoutuminen sekä se asiakaskokonaisuus, jonka velallinen ja sen omistajat muodostavat. Villan mukaan kovenantit toimivat parhaiten, jos velallisyhtiön osakkaat liittyvät velkojan ja velallisyhtiön väliseen sopimukseen. Näin yhtiön johto ei voi ilman sanktioita solmia velkojan kanssa sellaisia sopimuksia, jotka ovat yhtiön tarkoituksen ja osakkeenomistajien edun vastaisia²⁶⁸.

Omistuksenpysyvyyskovenantissa voidaan edellyttää, että omistaja pitää omistuksensa yhtiössä lähtötilanteeseen nähden muuttumattomana tai tietyn suuruisella, yleensä enemmistöomistukseen riittävällä tasolla. Omistuksenpidätyskovenanttia muotoiltaessa voidaan ja tulee huomioida sellaiset yksilölliset tilanteet, joihin rahoittajalta voidaan saada suostumus jo sopimusta laadittaessa.

Omistaja omistaa Yrityksen osakkeista ja äänivallasta 70 %. Omistaja sitoutuu säilyttämään omistuksensa Yrityksessä muuttumattomana ja Yritys sitoutuu säilyttämään omistuksensa tytäryhtiöissä ennallaan. Pankin myönteiselle rahoituspäätökselle on tärkeää Omistajan sitoutuminen Yrityksen omistamiseen ja kehittämiseen ja Konzernin identiteetin säilyminen.

Omistuksenpidätyskovenanti ei kuitenkaan koske eikä rajoita mahdollisia Omistajaan rintaperillissuhteessa olevien henkilöiden ja Omistajan välisiä sukupolvenvaihdokseen liittyviä omistusjärjestelyjä.

Teksti 13. Omistuksenpysyvyyskovenanti.

Sellainen omistusmuutos, jota ei ole etukäteen pankilla hyväksytetty, tarkoittaa uutta lähtötilannetta ja uusia rahoitusneuvotteluja. Näin pankki saa tilaisuuden arvioida uuden omistuksen vaikutuksia yrityksen liiketoimintaan ja luotonhoitoon.

²⁶⁶ KTM -raportti (1996), s. 47, Change of ownership. Laurila (2008), s. 218, Change of Control. Haastattelut, omistuksen pysyvyys ja toisena vähemmän käytettynä terminä omistuksen pidätys.

²⁶⁷ Mm. Laurila (2001), Restriction on Disposals, s. 107.

²⁶⁸ Villa (2003), s. 67, myös haastattelut, erityisesti Ronimus.

Omistuksenpysyvyysskovenanttia ei voida käyttää, mikäli yrityksen omistus on hajautunut. Näin tilanne on esimerkiksi pörssiyhtiöissä, joissa omistus ja operatiivinen johto on eriytetty. Yksittäisen suurenkaan omistajan sitouttaminen ei ole realistista ja omistaminen on pienomistajille sijoitustoimintaa. Case 2 yrityksen pääomistajan sitominen rahoitusso-
pimuksen kautta yrityksen omistukseen ja kehittämiseen oli pankin intressissä, mutta se nähtiin pörssiyhtiö -kontekstissa epäsovinnoksi ja jätettiin toteuttamatta.

Suoraa omistuksenpysyvyyttä sivuaa pankin halu kovenantein estää tai ehdollistaa erilaiset yritysjärjestelyt, esimerkiksi yhtiön sulautuminen toiseen yhtiöön tai sulautuvan yhtiön vastaanottaminen, yhtiön jakautuminen, osakevaihto, suunnattu osakeanti, optio-oikeuksien antaminen, osakekauppa, liiketoimintakauppa ja liiketoiminnan yhtiöittäminen tai pääoman alentaminen²⁶⁹. Näillä järjestelyillä omistus pohja usein muuttuu ja pääomistajan osuus dilutoituu²⁷⁰. Joka tapauksessa velallisen identiteetti muuttuu ja pankin on syytä edellyttää näissä tilanteissa kirjallista etukäteissuostumusta. Tämä senkin takia, että tällaiset muutokset edellyttävät normaalia luottopäätös menettelyä ja uutta rahoitus-
päätöstä. Esimerkiksi jakautumistilanteessa pankin ollessa yritys kiinnitysten haltija yritys kiinnitysten kohdistaminen muodostuvien yhtiöiden välillä edellyttää velkojan virallista suostumusta.

Yritys, Konserni ja Omistaja sitoutuvat siihen, että he eivät muuta 1.1.2009 voimassa olevia Yrityksen omistus- ja äänivaltasuhteita osakkeita myymällä, suunnatulla osakeannilla tai millään muulla järjestelyllä eikä Yritys, Konserni tai Omistaja sovi Yrityksen sulautumisesta toiseen yhtiöön ilman Pankin kirjallista suostumusta.

Yritys, Konserni ja Omistaja sitoutuvat siihen, että ne eivät lopeta liiketoimintaansa taikka luovu olennaisesta osasta liiketoimintaansa lopettamalla, jakautumalla tai muulla tavoin tai muuta päätoimialaansa tai salli liiketoiminnassaan tapahtuvan muuta olennaista muutosta yritysostojen kautta tai muuten.

Edellä mainituista toimista ja järjestelyistä on saatava etukäteen Pankilta kirjallinen suostumus.

Teksti 14. Yritys järjestelyjen estäminen.

²⁶⁹ Villa (2003), s. 150.

²⁷⁰ Haastattelut, suhteellisen omistusosuuden väheneminen, Longman (2006), s. 436, Dilute = to make a liquid weaker by adding water or another liquid, to make quality, belief etc weaker or less effective.

Myyntien kautta mahdollisesti luotonhoitoon myöhemmin tarvittavien, kenties lisärahoitustarpeen vakuudeksi varattavien tai yhtiön insolvenssissa luoton takaisinmaksun varmistavien omaisuuserien luovutusten rajoittaminen saattaa olla pankin intresseissä. Tällä turvataan yhtiön vakavaraisuutta ja varataan puskuria liiketoiminnan ja olosuhteiden kielteisille yllätyksille. Rajoitus voidaan tehdä euromääräiseksi tai omaisuuseräkohtaiseksi ja erikseen voidaan ja usein on syytäkin listata ne omaisuuserät, joita rajoitus ei koske. Varallisuuserien siirtorajoitusten kanssa voidaan tehokkaasti käyttää panttausoikeuden rajoittamiskovenanttia, negative pledgeä, joka täydentää siirtorajoitusta.

Yritys sitoutuu olemaan myymättä, luovuttamatta, panttaamatta tai siirtämättä omaisuuttaan tai saataviaan, jonka arvo ylittää 50.000 euroa, ilman Pankin suostumusta. Rajoitus koskee myös Yrityksen tällä hetkellä omistamaa kiinteää omaisuutta (kiinteistötunnus 555-12-1-2), sekä yrityskiinnitysten alaista irtainta omaisuutta.

Siirtorajoitus ei koske normaaliin liiketoimintaan liittyvien valmistuotteiden ja palveluluiden myyntiä eikä kaupallisten myyntisaatavien siirtoa, myyntiä tai luovuttamista rahoitusyhtiölle.

Teksti 15. Varallisuuserien siirtorajoitukset.

Varallisuuserien säilyttämiseen liittyviä käännteisiäkin kovenantteja eli omaisuuden myyntikovenantteja voidaan laatia, tosin ne eivät haastatteluiden perusteella ole yleisiä ja ne edellyttävät aina jonkin tyyppistä likviditeettiongelmaa. Näissä yritys esimerkiksi sitoutuu tietyn aikataulun puitteissa myymään omistamaansa omaisuutta ja käyttämään varat luottojen poismaksamiseen. Rahoittaja on havainnut vastuumäärän liian suureksi ja yrityksen omistuksessa on tuottamattomia ja liiketoimintaan kuulumattomia omaisuuseriä. Näihin liittyy monesti omistajayrittäjän tunteenomainen, ei niinkään liiketaloudellinen, suhtautuminen. Rahoitussopimuksen laatimisen ja usein siihen liittyvän lisärahoituksen myöntämisen hetki on pankille oikea aika selvittää yhtiön taseen tuottamattomat, tulevaisuudessakin liiketoiminnan kannalta tarpeettomat erät ja sopia tarvittavat liiketaloudellisesti järkevät korjaavat toimenpiteet.

Yritys ja Omistaja sitoutuvat myymään seuraavat liiketoimintaansa kuulumattomat omaisuuserät; 100 kpl Golf Clubin Oy osakkeita, numerot 1-100 sekä Vaasan kaupungin Mustasaaren kaupunginosassa sijaitsevasta kiinteistöstä, kiinteistötunnus 536-123-23-11, vähintään kolmen hehtaarin suuruisen alueen. Nämä osakkeet ja kiinteistö on pantattu Yrityksen vastuiden yleisvakuudeksi.

Luovutukset tulee tehdä ennen 31.12.2009 ja kauppahinnat tulee olla kahden ulkopuolisen asiantuntijan määrittelemien markkinahintojen mukaiset. Kauppahinnat käytetään kokonaisuudessaan lainan 115820-123456 pääoman lyhentämiseen.

Teksti 16. Varallisuuserän myyntikovenanti.

Varallisuuserien siirtorajoituksiin voidaan katsoa kuuluvaksi myös epätavallisten oikeustoimien, käytännössä lähipiiriluovutusten rajoittamisen. Ehto on tarkoitettu turvaamaan sitä, ettei luotonottaja keinotekoisesti siirtäisi varoja ilman liiketaloudellisia terveitä perusteita pois yhtiöstä, tai ettei se ottaisi kantaakseen normaaliin liiketoimintaan kuulumatomia tai muuten merkittäviä vastuita ja näin vaarantaisi velan takaisinmaksukykyä.²⁷¹ Näillä siirroilla saattaa olla esimerkiksi voitonjakoon tai verosuunnitteluun välillisesti liittyviä tavoitteita ja ne saattavat vaikuttaa merkittävästi yhtiön todelliseen tasesubstanssiin.

Yritys sitoutuu siihen, että kaikki Yrityksen ja Yrityksen Omistajien ja muun lähipiirin kanssa toteutettava omaisuuden kaupat, lahjat tai muut luovutukset, vuokraamiset tai muut pitkäaikaiset hallintasopimukset tai Yrityksen ja lähipiirin väliset taloudellisia vaikutuksia sisältävät sopimukset vaativat Pankin etukäteissuostumuksen.

Teksti 17. Varallisuuserien lähipiirisiirtorajoitukset

4.2.4. Investointien enimmäismäärä²⁷² ja voitonjako

Ylisuuret tai huonosti tuottavat tai huonosti ajoitetut, sijoitetut ja suunnitellut investoinnit ovat selkeä riski yrityksen maksukyvyille. Näihin saattavat olla syynä yrityksen ja omistajan epärealistisen positiiviset tulevaisuudennäkymät, spekulatiiviset odotukset liittyen hankkeen arvonnousuun, pelko rakentamisen tai koneinvestointien kustannustason noususta, ylikriittinen arvio kilpailutilanteen vaatimuksista, ylioptimistinen näkemys kaupan kohteesta tai yksinkertaisesti halu osoittaa yrityksen menestys ulkoisin tunnusmerkein, kuten ylimitoitetuilla tilainvestoinneilla. Saattaa jopa olla, että yritys käynnistää kustannuksia sitovien investointien suunnittelun omarahoituksella tai sitoutuu sopimusteknisesti sellaisiin hankintoihin, joihin sen olisi ollut etukäteen hankkeen loppuunsaattamiseksi varmistettava vieraan pääoman saatavuus. Joillekin asiakkaille luonteenomaista ovat no-

²⁷¹ KTM -raportti (1996), s. 54.

²⁷² Haastattelut, maximum capital expenditures (CAPEX), LMA (2008), Guide to syndicated leveraged finance s. 8, maximum annual capital expenditure limits.

peat investointipäätökset, jotka muodostavan riskin olemassa olevalle rahoitukselle, ja joita voidaan investointeja rajoittavalla kovenantilla hallita.

Pankin tekemien laskelmien myötä, joissa karkeasti kuvaten investointi suhteutetaan liiketoiminnan nykyiseen tulostasoon lisätyn arvioidulla saavutettavalla lisätuloksella ja tätä kokonaistulosta peilataan yhtiön tulevaan taserakenteeseen, esimerkiksi yrityksen vieraan ja omanpääoman suhteeseen tai käyttökatetta peilataan kokonaisvastuisiin, saadaan kenties toisenlainen näkökohta koko investointiin tai ainakin siihen käytettävissä olevaan vieraan pääoman määrään.

Investointien enimmäismäärälle voidaan esimerkiksi asettaa yleinen euroraja tai kokonaiskatto suunnittelujaksolle, useimmiten vuositasolle. Mikäli jonain vuonna investointeja ei tehdä budjetoitua määrää, voidaan erikseen sopia, siirtykö käyttämätön investointimahdollisuus seuraavalle tai tuleville vuosille. Tätä kovenanttia voidaan hyvin käyttää yhdessä finanssikovenanttien kanssa, esimerkiksi ylimääräisen kassavirtakovenantin kanssa. Yhdistetty ylimääräisen kassavirran ja investointien enimmäismäärä kovenantti voidaan esimerkiksi muotoilla niin, että ylimääräisestä kassavirrasta 50 prosenttia voidaan käyttää lisäämään sovittua investointien enimmäismäärää. Investointeja rajoittava kovenantti sopii erityisen hyvin kasvuvaiheessa olevan yrityksen rahoitukseen, kun pankki haluaa varmistaa hallitun kasvun ja kohtuullisen, liiketaloudellisesti perustellun ja kestävän investointirytmien.

Yritys sitoutuu siihen, että ennen suunnittelun käynnistämistä, oli kysymyksessä toimitila-, kone- tai laiteinvestoinnit, toimipisteen perustamis- tai hankkimisinvestoinnit, korjausinvestoinnit tai muut sellaiset hankkeet, joiden kokonaiskustannusarvio ylittää 100.000, niistä sovitaan etukäteen Pankin kanssa.

Teksti 18. Investointien enimmäismäärä 1.

Yritys sitoutuu siihen, että sen nettoinvestoinnit voivat olla tilikaudella 2008 – 2009 ja tilikaudella 2009 – 2010 kummallakin enintään 100.000 euroa. Budjetoidun kassavirran ylittävästä osuudesta Yritys voi kuitenkin edellä mainitun lisäksi käyttää korkeintaan 50 prosenttia investointeihin. Tekemätömille investoinneille varatut eurot eivät kumuloidu seuraavalle tilikaudelle, vaan investointien enimmäismäärä sovitaan vuositasolla.

Teksti 19. Investointien enimmäismäärä 2.

Rahoitussopimus laaditaan usein tietyn yksitällisen investoinnin rahoittamisen yhteydessä ja sen pääasiallinen tarkoitus on näin hoitaa kyseisen hankkeen vieraan pääoman tarve. Voi kuitenkin olla tilanteita, joissa pankki haluaa rajoittaa oman rahoitusmääränsä tietyille eurotasolle ja edellyttää tämän ylimenevälle osalle omarahoitusta. Jotta tällaisessa tilanteessa yritykselle ei synny väärää kuvaa pankin sitoutumisesta hankkeen rahoitukseen, olkoon sen lopullinen kustannusarvio ja luottotarve kuinka suuri tahansa, on rahoitussopimuksessa syytä selkeästi tuoda ilmi, että sopimus sinällään ei ole tae tulevasta lisärahoituksesta.

Tämä rahoitussopimus ei ole Pankin puolelta sitoumus lisärahoituksesta, vaan jokainen mahdollinen uusi luottopyyntö käsitellään erikseen.

Teksti 20. Rahoitussopimus ei ole lupaus lisärahoituksesta.

Voitonjakoa rajoittavia kovenanteja²⁷³ käytetään, koska pankille on tärkeää, että voitonjako ei vaaranna yrityksen velanhoitokykyä. Omistajat voivat ilman, että syyllistyvät laitomaan osingonjakoon²⁷⁴, jakaa itselleen yhtiön voitonjakokelpoiset varat siten, että yhtiöön jää jäljelle vain sidottu oma pääoma ja muut jakokelvottomat varat²⁷⁵. Tämä voi johtaa alikapitalisoitumiseen, likviditeettiongelmiin ja lainanmaksukyvyyn vaarantumiseen. Yhtiön maksukyvyyn kannalta liiallinen, mutta osakeyhtiölain mukaan sallittu varojenjakko, voi johtaa siihen, että yhtiö menettää toimintakykynsä ja kykynsä huolehtia velvoitteidensa täyttämistä velkojia kohtaan²⁷⁶. Likvidien varojen puuttuessa yhtiö voi ottaa uutta velkaa osingon maksamiseen²⁷⁷.

Osingonmaksua voidaan kontrolloida vaatimuksella osingonjaon kokonaismäärän, osakekohtaisen osingon tai suhteellisen määrän rajoittamisesta tai kovenantilla voidaan pitää yhtiön harjoittama osinkopolitiikka muuttumattomana.

Voitonjaon rajoittaminen sopii esimerkiksi sellaisiin tilanteisiin, kun rahoittajalla on näkemys sinänsä kannattavasta ja rahoituskelpoisesta yritystoiminnasta, mutta myös omistajien henkilökohtaisista ylisuurista investointitavoitteista, kulutustottumuksista tai

²⁷³ Distribution Restriction, Tuomisto (1999), s. 66.

²⁷⁴ Distribution to shareholders contributions, KTM -raportti (1996), s. 56.

²⁷⁵ Villa (2003), s. 65.

²⁷⁶ Villa (2003), s. 65.

²⁷⁷ Villa (2003), s. 150.

muista sitoumuksista, joiden ylläpitäminen tai saavuttaminen edellyttää ylisuuria voitonjakopyrkimyksiä. Keskisuurissa yrityksissä omistaja tai omistajat toimivat usein ylimmässä operatiivisessa johdossa. Voitonjaon rajoittamisen tapaisina kovenanteja voivat omistajayrittäjä tilanteessa toimia osingonjaon lisäksi muiden henkilökohtaisten etuuksien, kuten palkan ja erilaisten bonusten määrän rajoittaminen. Tämä on poikkeuksellinen ja voimakas rajoite, mutta tätä kovenanttia voidaan käyttää esimerkiksi tilanteessa, kun yrityksen kassakriisi on vaikea, mutta korjaaviin toimenpiteisiin halutaan myöntää lisärahoitusta²⁷⁸.

Yritys sitoutuu siihen, että tilikaudelta 2008 jaettava osinko on korkeintaan 50.000 euroa / 50 % tilikauden liikevoitosta / 2 euroa osaketta kohti / sama kuin edellisiltä tilikausilta maksettu osinko. Tämä osingonjakorajoitus on voimassa toistaiseksi ja ilman eri sopimusta koskee myös tulevia tilikausia.

Teksti 21. Osingonjaon rajoittaminen.

Omistajat sitoutuvat pitämään oman palkkansa, osinkonsa ja muut taloudelliset etuutensa itselleen ja lähipiirilleen vuoden 2008 tasolla niin, että niillä ei heikennetä Yrityksen luotonhoitokykyä. Tilikauden 2009 tuloksesta ei makseta voittopalkkio-osuuksia tai muita bonuksia ilman Pankin etukäteis-suostumusta.

Teksti 22. Osingonjaon ja muiden etuuksien rajoittaminen.

Voitonjakoa voidaan myös epäsuorasti rajoittaa esimerkiksi vaatimalla tiettyä omavaraisuusastetta, oman pääoman vähimmäismäärää, lainanantokieltoa, konserniavustuksen antokieltoa tai omien osakkeiden hankintakieltoa.

4.2.6. Vakuutusturva²⁷⁹, immateriaalioikeudet, luvat²⁸⁰ ja ympäristölainsäädäntö²⁸¹

Pankille on tärkeää, että yrityksen toiminta jatkuu suunnitelmien mukaisesti. Siihen liittyy mm. toiminnan mahdollisimman nopea jatkuminen vakuutusturvan avulla vahinkojen sattuessa. Asianmukaiset ja riittävät vakuutukset varmistavat esimerkiksi sitä, että yritys saa uusittua nopeasti tuotantokoneistonsa sen tuhouduttua, ja että yrityksen toiminta ei

²⁷⁸ Haastattelut, mm. Kahilainen.

²⁷⁹ KTM -raportti (1996), s. 60, Insurance of property.

²⁸⁰ KTM -raportti (1996), s. 61, Permissions and licences, immaterial and other rights.

²⁸¹ KTM -raportti (1996), s. 65, Compliance with environmental laws.

vaarannu²⁸². Vakuutusturvan ylläpito liittyy oleellisesti yrityksen identiteetin säilyttämiseen.

Nordea Pankin velan yleisissä ehdoissa on vakuutusturva haluttu varmistaa seuraavasti: ”velallinen on velvollinen huolehtimaan siitä, että hänellä on velkasuhteen aikana voimassa liiketoimintansa turvaavat vahinko-, keskeytys- ja muut vakuutukset”²⁸³. Vakuutusturva on niin oleellinen osa riskienhallintaa, että sen ottaminen osaksi yksilöllistä rahoitussopimusta on perusteltua. Esimerkiksi tietyillä palovahinkoriskisillä toimialoilla, kuten puusepänteollisuudessa, tai niillä toimialoilla, joilla vakuutusturva on lainsäädännöllisestikin pakollinen, kuten esim. räjäytystyöt, henkilökuljetus ja kaivostoiminta, vakuutusturva saattaa muodostaa oleellisen osan rahoitussopimusta.

Yritys huolehtii ja vastaa siitä, että sen omaisuus ja liiketoiminta on jatkuvasti vakuutettu riittävin vakuutuksin, ja että vakuutuskorvaukset ohjautuvat Yritykselle.

Yritys sitoutuu toimittamaan Pankille tilinpäätösmateriaalin yhteydessä vakuutustodistukset. Mikäli Yritys laiminlyö vakuutusturvansa, Pankilla on oikeus velallisen puolesta ja kustannuksella jatkaa ja uusia vakuutussopimukset.

Teksti 23. Vakuutusturva.

Joissain tapauksissa suositeltavia ovat myös johtaja- ja henkivakuutukset ydinhenkilöstölle, mikäli yrityksen toimialaan, liiketoiminnan keskittymiseen muutamiin avainhenkilöihin tai yrityksen kokoon liittyvät henkilöstöriskinhallinnalliset tekijät sitä vaativat²⁸⁴. Myös suuri henkilövahinkoriski voi olla peruste edellyttää vahinkoriskin riittävää ja todisteellista vakuuttamista.

Liiketoiminnan kannalta keskeisimpien toimilupien tai immateriaalioikeuksien puuttumiseen ja menettämiseen liittyvät seuraukset voivat olla hyvinkin merkittäviä yrityksen toiminnalle. Tämän vuoksi rahoittajan tulee saada vakuutus, että luotonottajan toiminnan

²⁸² KTM -raportti (1996), s. 60.

²⁸³ Nordea Pankki Suomi Oyj (2006), velan yleiset ehdot, 13 Erytistapaukset.

²⁸⁴ KTM -raportti (1996), s. 60, haastattelut, erityisesti Rinne.

harjoittamiseen liittyvät erityyppiset toimiluvat ja immateriaalioikeudet²⁸⁵ ovat asianmukaisesti rekisteröityjä, voimassa ja suojattuja²⁸⁶.

Tietyn toimialan yrityksille, kuten esimerkiksi tekijänoikeuksia omaavalle kustantajalle tai tekstiilialan yritykselle, jonka jokin yksittäinen tuote, tavaramerkki, omaa suuren brändi -arvon, immateriaalioikeudet muodostavat mahdollisesti tärkeimmän liikearvon, jonka avulla yritys varmistaa kassavirtansa ja näin maksukykynsä pankille. Tällaisissa tilanteissa rahoitussopimukseen on perusteltua ottaa mukaan immateriaalikovenanti, mahdollisesti vielä esimerkkitekstiä yrityskohtaisemmin yksilöitynäkin. Haastattelujen perusteella tämän tyyppiset kovenantit ovat esimerkkejä hyvin yksilöllisestä rahoitussopimuksesta ja niitä käytetään satunnaisesti.

Yritys sitoutuu huolehtimaan siitä, että Yrityksellä on omistusoikeus, käyttöoikeus ja kaikki vaadittavat luvat Yrityksen toiminnan kannalta oleellisiin immateriaalioikeuksiin, kuten patenteihin, tavaramerkkeihin, tekijänoikeuksiin, mallioikeuksiin ja muihin vastaaviin.

Mikäli Yritys suunnittelee myyvänsä tai muuten luopuvansa jostakin immateriaalioikeudesta, siihen on saatava Pankin kirjallinen etukäteissuostumus.

Teksti 24. Luvat ja oikeudet.

Ympäristölainsäädäntöön liittyy ankara vastuu, joka ei vaadi tuottamusta tai tahallisuutta. Myös korvausmäärät tai toimiluvan menettämisestä aiheutuvat seuraukset voivat olla yritykselle merkittäviä ja jopa liiketoiminnan jatkumisen vaarantavia. Myös vakuuden arvo saattaa romahtaa aiheutetun ympäristövahingon takia. Yritykselle ehto merkitsee sitä, että se noudattaa toiminnassaan yleistä huolellisuutta myös ympäristönsuojelun näkökulmasta. Tämän kovenantin tarve ja merkitys riippuvat ennen kaikkea yrityksen toimialasta.

Yritys sitoutuu noudattamaan ympäristölainsäädäntöä ja toimittamaan Pankille voimassa olevan ympäristötoimilupansa vuosittain yhdessä tilinpäätösmateriaalin kanssa. Mikäli Yritys ei noudata voimassa olevaa normistoa tai sen toimilupa päättyy Yrityksen huolimattomuuden, tuottamuksen tai tahallisuuden johdosta, Pankilla on oikeus välittömästi eräännyttää luotot ja sitoumukset kerralla poismaksettavaksi.

Teksti 25. Ympäristöluvut.

²⁸⁵ KTM -raportti (1996), s. 61, immateriaalioikeuksia ovat muun muassa patentit, tavaramerkit, tekijänoikeudet ja mallioikeudet.

²⁸⁶ KTM -raportti (1996), s. 61.

Vakuutusturvaan, lupiin tai ympäristöasioihin liittyviä kovenantteja käytetään harvoin, mutta hyvin laaditussa rahoitussopimuksessa, kun asiakkuuden riskejä osataan arvioida laajasti, käytetään näitä muita kovenantteja tukevinä ja täydentävinä ehtoina.

4.2.7. Vakuuden asettamiskielto²⁸⁷

Panttauskompetenssia rajoittava ehto tunnetaan vakiintuneesti meillä sen englanninkielisellä nimellä *negative pledge*. Muita siitä käytettyjä nimityksiä ovat ainakin negatiivinen klausuuli, negatiivinen sitoumus, negatiivinen panttaussitoumus, panttaamattomuussitoumus, negatiivinen panttaus, negatiivinen vakuus, kieltävä panttauslauseke, panttauskieltolauseke, vakuudenasettamiskielto ja samanarvoisuusvakuutus²⁸⁸.

Yritykselle vakuuden asettamiskielto merkitsee sitä, että se kieltää yritystä joko kokonaan tai osittain kiinnittämästä, panttaamasta tai muuten käyttämästä omaisuuttaan vakuutena sillä tavoin, että muut velkojat joutuvat eriarvoiseen asemaan²⁸⁹. Osittainen panttauskielto tarkoittaa esimerkiksi sitä, että yritys voi käyttää omaisuutta vakuutena tiettyyn euromäärään saakka. Rahoittajalle on kuitenkin usein tärkeää, että luoton myöntämisen hetkellä arvioitu vakuustilanne säilyy ennallaan. Vakuuden asettamiskielto voidaan nähdä vaihtoehtona panttioikeuden perustamiselle.

Sekä KTM -raportti että Tuomisto²⁹⁰ korostavat *negative pledge*n käyttöä siten, että velkojat eivät joudu eriarvoiseen asemaan. Lähtökohtana on siis se, että tätä kovenanttia käytetään, kun velkojia on olemassa useampia. Empiria on kuitenkin osoittanut, että *negative pledge* on käyttökelpoinen kovenantti myös silloin, kun rahoittajana toimii yksi pankki. Pankki voi ilman omaisuuserän panttausta turvata sen säilymisen panttaamattomana niin, että sitä ei myöhemmin ilman pankin suostumusta käytetä toisen pankin luoton vakuutena.

Tätä mahdollisuutta voidaan hyödyntää esimerkiksi silloin, kun panttaus on teknisesti hankala toteuttaa. Kysymykseen voi tulla esimerkiksi yrityksen murtolukuomistus liiketoissa, joka panttaaminen edellyttää irtaimen pantin (osakekirjan) luovuttamista pankille

²⁸⁷ KTM -raportti (1996), s. 51, *Negative pledge*.

²⁸⁸ Tammi-Salminen (2001), sivut 3 – 4.

²⁸⁹ KTM -raportti (1996), s. 51, Tuomisto, s. 80.

²⁹⁰ KTM -raportti (1996), s. 51.

ja kaikkien omistajien panttausta. Toinen yksilöllinen tilanne löytyy case 2 esimerkistä ja omaisuuserän myynnistä. Yhtiöllä on pitkän tähtäimen suunnitelmissa ja yhtenä tilaratkaisumahdollisuutena luopua moniosaisesta liikehuoneisto-osake -omistuksesta. Tällöin negative pledge ja kauppahinnan kohdistamiskovenanti vapauttavat osakekirjat joustavaan (omistajan haltuun) ja kenties pitkäaikaiseenkin kaupankäyntiin ja yhtiö kovenantein sitoutuu olemaan panttaamatta osakkeita ja kohdistamaan kauppahinnat sovitulla tavalla, tiettyyn euromääräiseen minimirajaan saakka, luoton poismaksuun.

Negative pledge on teknisesti tuttu kaikille kokeneille, pankkiluottojen kanssa työskenteleville henkilöille. Useissa pienissä asunto-osakeyhtiömuotoisissa rakennushankkeissa, esim. paritaloasunto-osakeyhtiöiden rahoituksissa²⁹¹ käytetään negative pledge -sopimusta. Tällöin asunto-osakeyhtiö sitoutuu olemaan kiinnittämättä ja panttaamatta omistamaansa kiinteistöä, jotta yhtiön osakkeille voidaan laskea (vakuus)arvo. Asunto-osakeyhtiö laatii pankille erillisen sitoumuksen ja tekee sitoumuksen antamisesta erillisen päätöksen. Osakkeiden vakuusarvoa tarvitsevat osakkeen ostajat, jotka voivat näin käyttää osakkeita oman henkilökohtaisen asuntolainansa vakuutena.

Negative pledgellä estetään ennakolta kiinnityspanttien haltijoiden ja osakepantin haltijoiden taloudellinen eturistiriita. Jokaisesta pankista löytyy tästä kovenantista mallit²⁹². Tuomiston mukaan vakuuden asettamiskielto ja siihen useimmiten liitettävä rahoittajien tasapuolista kohtelua edellyttävä lauseke ovat luottosopimuksissa yleisimmin käytetyt toimintakovenantit tiedonantokovenantin lisäksi. Näiden kovenanttien avulla vakuudeton luotonantaja pyrkii säilyttämään luottosopimuksen syntyessä olleen asemansa muihin velkojiin nähden sekä estämään varojen siirtymisen vakuusvelkojille ja luotonottajan vastuiden lisääntymisen²⁹³.

Tämän tutkimuksen haastattelut eivät vahvista em. yleisyysnäkemystä. Tiedonantokovenantti on yleisin ja negative pledge on kyllä hyvin tunnettu, mutta ei kuitenkaan käytettyin. Pari passun ja negative pledgen yleisyys liittyy useiden pankkien rahoittamien suuryritysten, eivät niinkään keskisuurten yritysten bilateraaliin rahoitukseen. Negative pledgen ja pari passun yhteiskäyttö ei myöskään ole tutkimuksen kohderyhmässä automaatio.

²⁹¹ Haastattelut, 1997 voimaan tulleen maakaaren mukaan on mahdollista kiinteistön viranomaistietoihin rekisteröidä hallinnanjakosopimus, jossa voidaan sopia murtolukuina omistetuille kiinteistöille rakennettujen rakennusten hallinnasta. Tämä mahdollisuus on vähentänyt asunto-osakeyhtiömuotoisten paritalojen rakentamista.

²⁹² Haastattelut.

²⁹³ Tuomisto (1999), s. 80.

Tästä esimerkkinä mm. paritalorakentamisessa negative pledge esiintyy useimmiten yhdessä tiedonantovelvollisuuden, identiteetin säilymisen ja vakuutusturvakovenantin kanssa, mutta ilman pari passua²⁹⁴.

Tammi-Salminen selvitti omassa tutkimuksessaan panttaus- ja luovutuskompetenssia rajoittavien ehtojen sitovuutta kolmanteen eli henkilöön, jolle omistaja on perustanut oikeuden kompetenssinrajoituksen vastaisesti²⁹⁵. Esimerkiksi yritysrahoitustilanteessa velallinen sitoutuu olemaan panttaamatta liikehuoneiston osakkeita, mutta hyvin kriittisessä taloudellisessa tilanteessa ajautuu käyttämään osakkeita sopimuksen vastaisesti toisesta pankista nostetun luoton vakuutena. Onko sopimuksen jälkeen toteutettu sopimuksen vastainen panttaus pitämätön? Tästä sivullissitovuudesta ei ole lainsäädäntöä eikä ennakkotapauksia. Kysymys on kollisionratkaisuperiaatteiden välisestä, arvojen ja tavoitteiden punninnasta²⁹⁶. Tammi-Salminen ei tarjoa yksiselitteistä ratkaisua, mutta mikäli toinen pankki on toiminut kompetenssinrajoituksesta tietämättä vilpittömässä mielessä, eikä sen tarkoituksena ole ollut vahingoittaa toista pankkia, ts. se ei ole toiminut hyvän tavan vastaisesti, eikä panttaukseen ole mahdollista puuttua takaisinsaantilain perusteella, on panttaus suurella todennäköisellä tavalla pitävä ja turvaa panttauskieltosopimuksen jälkeen perustetun panttioikeuden haltijan saatavat.

Miten tätä kollisoriskiä voidaan hallita? Tammi-Salminen tarjoaa lege de ferenda -pohdinnassaan vaihtoehdoksi panttauskompetenssirajoituksen julkistamista esimerkiksi velallisen tilinpäätöstiedoissa, yritys kiinnitysrekisterissä tai lainhuuto- ja kiinnitysrekisterissä tai uuden panttorekisterin perustamista. Oleellista on saada toinen pankki tietoiseksi panttausrajoitussopimuksesta. Lege de lata -tilanteessa pankki voi jonkin verran riskiään vähentää esimerkiksi pyytämällä pantti (osakekirja, panttivelkakirja, yritys kiinnitysvelkakirja) vakuutustodistusten tapaan vuosittain nähtäväksi tai mikäli yrityksen toinen pankki on panttausrajoituksen omaavalla pankilla tiedossa, asiakasyrityksen suostumuksella voidaan panttausrajoitussitoumus antaa toiselle pankille tiedoksi. Nämä ovat kuitenkin enemmänkin teoreettisia vaihtoehtoja, käytännössä pankki joutuu luottamaan yrityksen sitoumukseen ja tyytymään ongelmatilanteen realisoituessa mahdolliseen sopimussakkoon ja poikkeuksellisissa ääritilanteissa vahingonkorvausvaatimukseen.

²⁹⁴ Haastattelut.

²⁹⁵ Tammi-Salminen (2001), s. 5.

²⁹⁶ Tammi-Salminen (2001), s. 112.

Yrityskiinnitysten alaisten myyntisaatavien panttauksen kieltämisessä voidaan hyödyntää negative pledge²⁹⁷. Kansainvälisesti tarkastellen tämä on yleistä, mutta Suomessa yritysikiinnitysvelkoja on varsin hyvin suojattu jo suoraan lain nojalla. Panttioikeuden perustamisesta johtuvasta vakuusarvon vähentymiseltä yritysikiinnitysvelkojaa suojaa lähtökohtaisesti YrKiinL 4.3 §:n käteispanntauskielto. Omaisuuden luovuttamisesta johtuvalta vakuusarvon vähentymiseltä yritysikiinnitysvelkojaa suojaa puolestaan YrKiinL 9 §, jonka mukaan yritysikiinnityksen alaisen omaisuuden luovutus ja käyttö on sallittua vain normaalin liiketoiminnan rajoissa. Yritysikiinnitysvelkojalla ei Suomessa olekaan sellaista tarvetta turvata asemaansa luotonsaajan kompetenssirajoituksilla kuin esimerkiksi Ruotsissa ja Englannissa²⁹⁸.

Yritys sitoutuu olemaan vahvistamatta omistamaansa kiinteistöön (kiinteistötunnus 516 – 12 – 34 - 56) enempää velkakirjakiinnityksiä, kuin nyt tilaan vahvistetut, yhteensä 100.000 euron määräiset panttikirjat ovat sekä olemaan vahvistamatta yritysikiinnitysten alaiseen omaisuuteensa nykyisten 100.000 euron määräisten yritysikiinnitysten jälkeen lisää kiinnityksiä ilman Pankin kirjallista etukäteissuostumusta.

Tämä kovenanti ei kuitenkaan edellytä etukäteissuostumusta silloin, kun Yritys normaalin liiketoiminnan edellyttämällä tavalla ja yhtiöjärjestyksen toimialan mukaisesti luovuttaa ja uusii yritysikiinnityksen alasta omaisuutta tai sopii myyntisaatavien rahoittamisesta niin, että saatavat siirretään ja pantataan rahoitusyhtiölle.

Teksti 26. Negative pledge

Yritys sitoutuu olemaan panttaamatta saamisiaan, sijoitusomaisuuttaan, tai toimitilansa hallintaan oikeuttavia osakkeita (KOY Keskusta, nrot 1-500) pankkilainan tai minkään muun vastuun vakuudeksi.

Teksti 27. Saamisten tai muun omaisuuden panttauskielto.

4.3. Vieraan pääoman kovenantit

4.3.1. Luoton ottaminen²⁹⁹, konvertointi ja luoton käyttötarkoitus³⁰⁰

²⁹⁷ Haastattelut, Rinne.

²⁹⁸ Tammi-Salminen (2001), s. 46.

²⁹⁹ KTM -raportti (1996), s. 49, Restrictions on borrowings.

³⁰⁰ KTM -raportti (1996), s. 57, Use of proceeds.

Lisäluotonottoa rajoittavalla kovenantilla turvataan yrityksen luoton takaisinmaksukyky, joka perustuu luotonantohetken jälkeiseen vastuumäärään ja ennakoituun liiketoiminnan kehitykseen, jota ei saa vaarantaa lisäluotonoton rasituksella. Lisäluotonottoa koskeva ehto voi olla ehdoton tai voi merkitä esimerkiksi sitä, että yritys sitoutuu noudattamaan vuosisuunnitelmiaan investointien rahoituksen osalta. Tässä tilanteessa luotonottaja ja luotonantaja neuvottelevat ja sopivat erikseen mahdollisten uusien investointien toteuttamisesta ja niiden rahoittamisesta³⁰¹.

Yritys sitoutuu siihen, että Yrityksen vieraan pääoman ehtoinen rahoitus tapahtuu normaalin liiketoiminnan edellyttämässä laajuudessa, eikä poikkea Pankille toimitetusta vuosisuunnitelmasta.

Vaikka Yritys ottaa lainaa vuosisuunnitelman puitteissa, mutta kertapäätös ylittää 100.000 euroa, tarvitaan tähän etukäteen Pankin kirjallinen suostumus.

Yritys sitoutuu olemaan vaarantamatta lisärahoituksella erikseen sovittua velkaantumisasestekovenanttia.

Teksti 28. Luoton ottaminen.

Lisäluotonottoa rajoittava kovenantti on käytetty ja tunnettu. Kovenantin käyttö on yritykselle helppo perustella. Lisävelkaantuminen on seikka, jota pankki perustellusti haluaa kontrolloida varmistaakseen yrityksen maksukyvyyn riittämisen myöntämänsä rahoituksen hoitamiseen. Kovenantilla ei kuitenkaan voida lähtökohtaisesti estää yritystä kilpailuttamasta olemassa olevaa tai uutta rahoitusta, koska sopimusehtoa on aina pidettävä kohtuuttomana, jos asiakkaan oikeutta ryhtyä sopimussuhteeseen muun elinkeinonharjoittajan kanssa rajoitetaan³⁰². Rahoitussopimuksissa saatetaan kuitenkin esimerkiksi yritys-kauppatilanteissa käyttää myönnetyn rahoituksen määräaikaista konvertointikieltoa³⁰³. Tällä kiellolla pyritään siihen, että pankin ja sen lähipiirin myöntämän kokonaisrahoituksen koostuessa useasta erilaisesta rahoitusinstrumentista ja erilaisella riskillä (esim. etuoikeusjärjestys) myönnetystä rahoituksesta, ei pankille jää mahdollisten välittömästi rahoituksen toteutuksen jälkeen tehtävien konvertointien jälkeen merkittävää riskiä, mutta vain pieni ansainta. Riskin ja tuoton tulee olla tasapainossa ja tätä voidaan konvertointikielloilla pyrkiä varmistamaan. Tämän tyyppinen rajoittaminen on kokonaisuus arvioiden

³⁰¹ KTM -raportti (1996), s. 50.

³⁰² Mm. Villa (2003), s. 154.

³⁰³ Haastattelut, erityisesti Myllylä.

perusteltua ja jos tätä konvertointikieltoa rikotaan, siitä muodostuu pankille irtisanomisperuste jäljelle jäävälle riskirahoitukselle.

Rahoittaja myöntää rahoitusta aina tiettyyn kohteeseen ja tarkoitukseen. Rahoittajalle on pääsääntöisesti tärkeää, että luotonottaja käyttää luoton sovitulla tavalla. Sovittu kohde voi olla esimerkiksi tietty investointikohde tai käyttöpääoman rahoitus yrityksen kasvuvaiheessa.

Luoton suuruudesta ja muista ehdoista riippuen sopimuksessa voidaan sopia erikseen myös luoton nostamiseen liittyvistä lisäehdoista, kuten esimerkiksi tiettyjen asiapapereiden esittämisvelvoitteesta luoton noston yhteydessä³⁰⁴. Näin voidaan toimia esim. rakentamisen rahoittamisessa, jolloin luoton käyttötarkoitus tulee varmistettua esimerkiksi rakentamisen valmiusastetodistusten perusteella.

Yritys sitoutuu käyttämään luoton nro 115820-123456 pääomaltaan 500.000 euroa teollisuushalli-investoinnin (kiinteistötunnus 500-100-123-1) toteuttamiseen ja loppuunsaattamiseen esitettyjen, 1.1.2009 päivättyjen, hanke – ja rahoitussuunnitelmien mukaisesti.

Luottoa ei tule käyttää muihin rakentamisaikaisiin kone- tai laiteinvestointeihin, jotta rakentamisen loppuunsaattaminen varmistetaan. Luottoa voidaan nostaa hankkeen valmistumisen myötä vain Yrityksen Pankille etukäteen toimittaman valmiusastetodistuksen mukaisesti ja todistuksen prosenttiosuuden osoittamassa suhteessa (esim. valmiusaste 50 %, luottoa voidaan nostaa 250.000 euroa).

Teksti 29. Luoton käyttötarkoitus.

4.3.3. Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuus, laina, konserniavustus³⁰⁵, omat osakkeet ja kauppasumman kohdistaminen

Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuus kovenantilla pankki pyrkii takaamaan sen, että pankin myöntämien luottojen maksusuunnitelman mukaisiin lyhennysohjelmiin varataan ensisijaisesti yrityksen varoja ja omistajien omat saamiset ovat suhteessa pankin

³⁰⁴ KTM -raportti (1996), s. 57.

³⁰⁵ KTM -raportti (1996), s. 56, Distributions to group contributions.

saamisiin toissijaisia tai korkeintaan samassa asemassa, mikäli sovitut muut kriteerit täyttyvät³⁰⁶.

Omistajat ovat sijoittaneet Yritykseen 500.000 euroa oman pääoman ehtoisina pääomalainoina. Lainat ovat Pankin lainoihin nähden toissijaisia ja Yrityksen tulee ensisijaisesti hoitaa Pankin luottojen maksuohjelman mukaiset lyhennykset ja korot.

Jos kuitenkin Yrityksen omavaraisuusaste nousee yli 35 % ja Pankin lainoja on lyhennetty maksuohjelman mukaisesti, voi Yritys lyhentää omistajien pääomalainoja etupainotteisesti. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että Yrityksen omavaraisuusaste säilyy lyhennyksen jälkeenkin vähintään 30 % tasolla. Omavaraisuusasteen laskennassa pääomalainat luetaan omaan pääomaan.

Teksti 30. Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuus.

Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuuskovenantti on käyttökelpoinen silloin, kun pankin luottojen maksuohjelman noudattaminen ei ole varmaa ja lyhennyseristä kilpailevat muut, mahdollisesti jopa yrityksen kanssa saman intressipiirin myöntämät lainat.

Lainanantokieltokovenantilla estetään yritystä antamasta lainaa tai takauksia kolmannelle osapuolelle tai kolmannen osapuolen puolesta. Lainanantokieltota käytetään yleensä yhdessä vakuudenasettamiskiellon kanssa.

Konserniavustuskiellolla estetään yrityksen varojen siirtäminen yhtiön toiseen, konserniin kuuluvaan yhtiöön. Omien osakkeiden lunastuksella (osakkeet mitätöityvät) tai ostamisella (jäävät yhtiön omistukseen, eri päätöksellä mitätöinti tai edelleen luovutus) voidaan päästä taloudellisesti samaan tilanteeseen kuin osingonjaolla.

Yritys sitoutuu olemaan myöntämättä lainaa, takausta tai muuta sitoumusta toisen hyväksi ja olemaan ottamatta vastattavakseen toisen velkaa tai muuta vastuuta mukaan lukien Yrityksen Omistajat ja Konserniin kuuluvat yhtiöt.

Teksti 31. Lainan- tai muun sitoumuksen antokieltto.

Kauppasumman kohdistamiskovenanttia³⁰⁷ voidaan käyttää esimerkiksi yhdessä negative pledgen kanssa ja sellaisessakin tilanteessa, että omaisuuden myyntiä ei edes lähitulevai-

³⁰⁶ Haastattelut, Viitanen ja Rinne.

³⁰⁷ Laurila (2008), s. 225, ns. Excess Cash Flow.

suudessa ole näköpiirissä. Tällä saadaan asiakkaan kanssa sovittua tietty, riskienhallinnallisesti tarvittava erä mahdollisesta tulevaisuuden kauppasummasta vastuiden poismaksumiin. Yrityskohtaisesti euromäärä riippuu omaisuuserän oletettavasta arvosta, omavaraisuudesta, vakuudettoman vastuun määrästä ja muista riskiin vaikuttavista tekijöistä. Tätä kovenanttia käytettiin case 2 yhtiön toimitilaosakkeiden negative pledgen kanssa niin, että mahdollisen kauppasumman euromäärästä osa rajattiin käytettäväksi luoton pääoman poismaksumiin. Yritykselle tällainen rajaus oli joustava, koska panttaukselta vältyttiin ja yrityksellä oli sopimushetkellä pankin kanssa identtinen näkemys mahdollisen kauppasumman osan käytöstä. Sopimuksella pankki varmisti sen, että yrityksen näkemyksen mahdollinen myöhempi muuttuminen ei vaikuta kauppasumman kohdistamiseen pankin kannalta kielteisesti.

Mikäli Yritys myy omistamansa toimitilat (KOY Nokianvirta, osakkeet nrot 1-500), sitoutuu Yritys lyhentämään kauppasummalla Pankin myöntämää luottoa nro 115420-123123. Mikäli kauppasumma nousee yli 500.000 euron, tulee kauppasummasta käyttää luottojen lyhentämiseen vähintään 500.000 euroa.

Teksti 32. Kauppasumman kohdistamiskovenantti.

4.3.4. Korkoriskin hallinta

Vakuutusturvan tapaan koron nousun riskiä voidaan hallita erilaisin korkojohdannaisin. Korkotaso voidaan suojata, niin ettei sen myöhempi hallitsematon ja yllätyksellinen nousu tuo luotonhoitokyvylle ongelmia. Korkoriskin hallinnan yksityiskohtaiset mahdollisuudet ovat riippuvaisia monista muuttujista, kuten korkotasosta ja sen ennustettavissa olevasta kehityksestä, korkosuojauksen ajallisesta ja määrällisestä tarpeesta ja tasosta. Mutta mitä enemmän korkotasoon voidaan ennustaa liittyvän epävarmuustekijöitä ja mitä suurempi koron merkitys on yrityksen maksukyvyyn kannalta, sitä tärkeämmäksi tämän kovenantin käyttö tulee. Tämä kovenantti on esimerkki dynaamisesta sopimusehdosta, joka elää vastuumäärän ja korkotilanteen sekä muiden muuttujien mukaan. Case 1 ja case 3 yrityksissä pankki edellytti ja yritykset toteuttivat perustellut korkosuojaukset.

Sopijapuolten yhteisenä intressinä on, että oleelliselta koronnousun riskiltä suojaudutaan ja korkoriski hallitaan. Yritys sitoutuu siihen, että vähintään puolet (1/2) luoton euromäärästä suojataan koronnousulta markkinatilanteen-

seen sopivalla ja Yrityksen kannalta järkevällä johdannaissopimuksella. Päätökset korkosuojauksen yksityiskohdista tekee Yritys.

Teksti 33. Korkoriskinhallinta (case 3).

Johdannaissopimuksen käytössä pankin tulee huomioida, että yrityksen mahdollisessa maksukyvyttömyydessä sopimukseen liittyy laskennallinen, ei absoluuttisen tarkasti laskettavissa oleva luottoriski. Luottoriskin määrä vaihtelee sopimuksen markkina-arvon mukaan. Pankit arvioivat sisäisesti riskin suuruuden. Pankin riskiasemaa arvioitaessa pyritään siihen, että oikein käytettynä johdannainen pienentää asiakkaan liiketoimintaan liittyvää riskiä ja näin on vaikutukseltaan merkityksellisempi kuin kasvava laskennallinen luottoriski. Mikäli luottojen vakuudeksi pantataan reaalivakuuksia, on rahoitussopimukseen syytä ottaa mainita, että kyseiset vakuudet ovat pantatut myös johdannaissopimukseen liittyvän arviomääräisen luottoriskin vakuudeksi.

4.4. Velkojien tasapuolisuuteen liittyvät kovenantit

4.4.1. Rahoittajien tasapuolisuus

Rahoittajien tasapuolisen kohtelun kovenantilla³⁰⁸ yritys sitoutuu nimensä mukaisesti kohtelevaan nykyisiä ja mahdollisia uusia rahoittajia tasapuolisesti. Pari passu - lausekkeen tarkoituksena on taata yhtäläinen ja tasavertainen asema luotonottajan vakuudettomien velkojien kesken³⁰⁹. Näin yritys ei esimerkiksi voi tehdä uuden rahoittajan kanssa sellaista kovenantteja sisältävää rahoitussopimusta, joka sisältäisi uusille rahoittajille aikaisempaa edullisempia ehtoja³¹⁰. Haastattelujen mukaan pari passu voi myös sisältää sopimuksia luoton lyhennysten samanaikaisuudesta tai etusijaisuudesta. Näissä tilanteissa kovenantin sisältö on tarkkaan ”avattava”, jotta tulkintaongelmia ei synny.³¹¹

Yritys sitoutuu siihen, että se ei tee muiden rahoittajien tai velkojien kanssa sellaisia sitoumuksia tai sopimuksia, joilla olisi Yritykseen nähden parempia oikeuksia kuin Pankin nykyisin olemassa olevilla tai tulevilla saatavilla, pois lukien lakiin perustuvat etuoikeudet.

³⁰⁸ KTM -raportti (1996), s. 49, Pari passu.

³⁰⁹ Levo (1985), s. 73.

³¹⁰ KTM -raportti (1996), s. 49.

³¹¹ Haastattelut, erityisesti Myllylä.

Teksti 34. Rahoittajien tasapuolisuus.

Pari passu -ehto ei kovenanttina ole tutkitussa kohderyhmässä erityisen yleinen. Haastattelun perusteella voidaan todeta, että terminä ja sisällöllisesti tasapuolisen kohtelun kovenantti on tuttu, mutta sitä käytetään harvoin. Pari passu kovenanttia käytetään suurten yritysten rahoituksessa runsaasti, se on lähes poikkeuksetta aina osa syndikoitujen luottojen kovenanttipatteria³¹². Tältä osin haastattelut eivät tue Tuomiston³¹³ näkemystä, jonka mukaan pari passu on eräs pk -yritysten yleisimmistä kovenanteista.

Tasapuolisen kohtelun kovenantti vaikuttaa olevan keskisuurten yritysten rahoittajille jonkinlainen ”täytekovenantti”, joka voidaan ottaa rahoitus sopimukseen mukaan, mutta jonka merkitystä ei useinkaan koeta oleelliseksi. Tilanne voikin olla tällainen bilateraali-rahoituksen järjestelyhetkellä ja silloin kun sopimusta laaditaan, mutta maturiteetin aikana mukaan voi tulla uusia rahoittajia ja pari passu muuttuu näin tärkeäksi kovenantiksi.

Pari passu -ehto pyrkii samaan päämäärään kuin negative pledge. Negative pledge -lausekkeella eli kieltävällä panttauslausekkeella rahoittaja haluaa varmistaa oman asemansa muihin luotonantajiin nähden³¹⁴. Pari passu -lauseke sijoitetaan luottosopimuksissa usein negative pledge -lausekkeen yhteyteen³¹⁵. Vakuuden asettamiskieltokovenanttiin liitetään käytännössä aina rahoittajien tasapuolista kohtelua edellyttävä lauseke³¹⁶.

4.4.2. Luoton ristiineräännittäminen³¹⁷

Luoton ristiineräännittämisen kovenantilla rahoittaja turvaa asemansa muiden rahoittajien ja osapuolien myöntämien luottojen mahdollisten irtisanomisten varalta. Ehto vahvistaa rahoittajan neuvotteluasemaa ja vaikuttaa niin, että yksi rahoittaja ei voi vetäytyä rahoituksesta ilman muiden rahoittajien vastaavaa oikeutta³¹⁸.

Käytännössä kovenantti tarkoittaa sitä, että yhden rahoittajan vetäytyessä muut toimivat samoin ja yrityksellä ei enää ole toimintaedellytyksiä. Yhden rahoittajan luottojen irtisa-

³¹² Haastattelut, mm. Vuojolainen ja Rinne.

³¹³ Tuomisto (1999), s. 80.

³¹⁴ TT -raportti (1996), s. 12.

³¹⁵ Levo (1985), s. 73.

³¹⁶ Tuomisto (1999), s. 74.

³¹⁷ KTM -raportti (1996), s. 52, Cross default.

³¹⁸ KTM -raportti (1996), s. 52.

nominen johtaa ketjureaktioon, joka johtaa käytännössä usein yrityksen konkurssiin. Luoton ristiineräännättämiseen täytyy olla hyvin perustelut syyt, koska sen seuraukset ovat vakavat. Tämä saa jokaisen rahoittajan pohtimaan tarkasti luoton irtisanomista ja yrittäjän suhtautumaan jokaiseen luottoon ja rahoittajaan suurella vakavuudella. Tämä kovenanti takaa myös sen, että rahoittajille syntyy keskinäinen neuvotteluintressi³¹⁹.

Pankilla on oikeus irtisanoa kaikki Yrityksen luotot kerralla erääntyviksi, jos Yritys ei noudata toisen pankin tai muun rahoittajan luottojen ehtoja tai muun rahoittajan kanssa solmitun rahoitussopimuksen sopimusehtoja niin, että kyseinen luotto tai sopimus voitaisiin irtisanoa tai on irtisanottu.

Teksti 35. Luoton ristiineräännättäminen.

Luoton ristiineräännättämiskovenanttia ei juurikaan käytetä tutkimuksen kohderyhmän yritysten rahoitussopimuksissa, mutta se on pari passun ja negative pledgen tapaan yleinen suurempien yritysten rahoitussopimuksissa, esimerkiksi syndikoiduissa luotoissa³²⁰. *Sekä pari passun -, että cross defaultin käyttö on kuitenkin suositeltavaa aina myös keskisuurten yritysten rahoitussopimuksissa.* Yrityksen rahoitusrakenne saattaa luoton matu-riteetin aikana muuttua ja ongelmatilanteiden syntyessä rahoittajia olla useita. Case yritysten rahoitussopimuksista velkojien tasapuolisuuden takaavat kovenantit puuttuivat.

Identiteetin säilyttämiseen liittyvien kovenanttien käyttö rahoitussopimuksissa on haastattelujen perusteella runsasta, mutta ei kuitenkaan automaattista. Niiden käytön voidaan ennustaa laajenevan, koska rahoitettavan tahon identiteetin muuttuminen kesken lainaajan sisältää aivan ilmeisen, mutta hallittavan riskin. Omistuksen turvaamiseen liittyy aina omistajayrittäjän henkilökohtaista osaamista ja taustavaikuttamista ja taseen ”terveenä pitäminen” on pitkäaikaisten sitoumusten hoitokyvyn osalta ensiarvoisen tärkeää ja kovenantein helposti toteutettavissa.

³¹⁹ Haastattelut.

³²⁰ Haastattelut, erityisesti Rinne ja Vuojolainen.

5. FINANSSIKOVENANTIT

5.1. Erilaiset finanssikovenantit ja niiden käytön päämäärät

Finanssikovenantit (tunnuslukukovenantti, ratios)³²¹ määrittävät ne *liiketaloudelliset rajat*, joiden puitteissa pankki on valmis yritystä rahoittamaan. Tutkimusongelman arvioimisen kannalta finanssikovenantit ovat avainasemassa, koska niiden kehitykseen pankit suurelta osin peilaavat tulevaisuuden riskinsä ja näin rahoittamisen liiketaloudellisen järjestyksen. Finanssikovenantit ovat usein myös hinnoittelukovenantteja ja tutkimuksen mukaan hinnoittelukovenantit ovat aina finanssikovenantteja.

Finanssikovenanttien arvot pohjautuvat yrityksen kirjanpidolliseen materiaaliin, pääosin tilinpäätösmateriaalista saataviin erilaisiin tunnuslukuihin. Finanssikovenantit mahdollistavat yrityksen taloudellisen tuloksellisuuden ja menestyksen monitoroinnin niihin mittareihin ja mittareiden raja-arvoihin pohjautuen, jotka sovitaan lähtö-, minimi-, maksimi tai tavoitetasoiksi. Monitoroinnin lisäksi finanssikovenantit määrittävät ne raja-arvot, joiden rikkoutuessa pankilla on oikeus erilaisiin toimenpiteisiin tai esimerkiksi luoton hinnoittelu muuttuu. Näitä raja-arvoja kutsutaan englantilaisessa lähdemateriaalissa kuvaavasti sanalla *trigger*³²² (liipaisin). Kun ”liipaisinta vedetään” eli kovenanttiraja rikkoutuu, käynnistyy erilaisten tapahtumien ketju.

Finanssikovenanttien mittareiden ja parametrien määrittämistä varten yrityksen tuloslaskelma ja tase oikaistaan, jotta informaatio saadaan eri vuosien ja eri yritysten välillä vertailukelpoiseksi ja tieto tiivistetään tunnuslukujen muotoon. Tunnusluvut lasketaan jakamalla jokin tuloslaskelman tai taseen erä jollain toisella, yleensä yrityksen kokoa mittavalla erällä. Tilinpäätösanalyysin avulla voidaan laskea ja lasketaan tunnuslukuja moneen käyttötarkoitukseen ja käytännön ongelmana onkin olennaisten tunnuslukujen valitseminen suuresta tunnuslukujoukosta³²³. Tunnuslukujen lisäksi on mahdollista, että finanssikovenanttien raja-arvoiksi määritellään tuloslaskelman tai taseen absoluuttisia euromää-

³²¹ Mm. KTM -raportti (1996), s. 38, financial covenants.

³²² Mm. Musher (2001), s. 12, Guide to syndicated loans, s. 7, Longman (2006), s. 1775, “...a part of a gun that you pull with your finger to fire it...also...to make something happen very quickly, especially a series of events...”.

³²³ Kallunki - Kytönen (2007), sivut 42 ja 73.

räisiä arvoja³²⁴. Tunnuslukukovenanttien mahdollisuuksia on siis lähes rajaton määrä. Paglia (2000) raportoi tutkimuksessaan 28 erilaista finanssikovenanttia ja tämän tutkimuksen lähteillä, niin kirjallisuudella kuin haastateltavillakin, on omat varioivat näemyksenä parhaista ja käyttökelpoisimmista finanssikovenanteista.

Syndikoiduissa luotoissa käytetään tyypillisesti seitsemää erilaista finanssikovenanttia, mutta LMA -yhteisönkään ohje ei ole ehdoton³²⁵. Lisäksi eri lähteistä on saatavissa erilaista tietoa syndikoitujen luottojen erilaisten tunnuslukukovenanttien yleisyydestä³²⁶. Tähän ristiriitaisuuteen vaikuttanee se, että kovenantit kehittyvät ja niiden yleisyys vaihtelee. Tämä lisää edelleen vaihtoehtoisten finanssikovenanttien valikoimaa. Tutkimuksessa analysoidaan rahoitussopimusten relevantteja finanssikovenanteja ja määrittelyssä käytettäviä tunnuslukuja, sekä osoitetaan sellaiset yleisesti tunnetut tilinpäätösanalyysien perustunnuslukutyypit, joita tutkimuksen mukaan ei käytetä finanssikovenanteina. Lisäksi kokonaiskuvan muodostamiseksi ja potentiaalisten kovenanttien arvioimiseksi selvitetään perustiedot syndikoitujen luottojen yleisimmistä kovenanteista.

Finanssikovenanttien asettaminen oikealle tasolle on tärkeää. Niiden pitää olla realistisia³²⁷. Tasojen testaaminen erilaisilla simulointiharjoituksilla on suotavaa. Lisäksi laskentaperusteiden läpikäynti yhdessä yrityksen ja pankin edustajien kanssa on välttämätöntä, jotta myöhemmiltä tulkintaongelmilta välttytään³²⁸. Kovenanttitasojen tiukkuuteen vaikuttavat riskin suuruus ja monitoroinnin tarve ja mm. Moirin ja Sudarsanamin tutkimuksen mukaan mahdollisesti laajasti rahoituksen yksilölliset luonteenpiirteet, mutta myös kansantalouden taloudellinen suhdannetilanne ja pankin ja yrityksen väliset suhteet³²⁹. Tasot käytännössä asetetaan joko niin, että niille rakennetaan tavoitepolut ja minimitaso tai vain

³²⁴ Day - Taylor (1995), s. 6, "...these covenants may be expressed as ratios or as *absolute values*...".

³²⁵ LMA (2008), Guide to syndicated loans, sivut 7 – 8, "...financial covenants *typically* included in the agreement are detailed below: 1) Cash cover 2) Senior interest cover 3) Total interest cover 4) Senior debt cover 5) Total debt cover 6) Minimum net worth 7) Maximum annual capital expenditure limits".

³²⁶ Mm.Valdez (2003), s. 88, "...the usual covenants are 1) Interest cover, 2) Net worth, 3) Total borrowing, 4) Gearing, 5) Current ratio...", McRae (2005), s. 22 "...the basic covenants are 1) Tangible Net worth /TNW 2) Leverage or Debt to TNW, 3) Current ratio 4) Interest coverage ratio 5) Debt service coverage ratio 6) Fixed Charge Coverage 7) Others.", Betty (2007), s. 63 "...Mohrman examines a sample of 228 lending contracts...she finds that roughly 25% of the contracts do not include accounting-based covenants. The remaining 75% with accounting-based covenant...".

³²⁷ Haastattelut, erityisesti Myllylä, "finanssikovenanteille voidaan yhteistyössä pankin ja yrityksen edustajien kanssa laskea realistiset ns. "base case" -tasot, joka on järjestelyn (esim. yrityskauppa) jälkeinen lähtötaso. Tämä tason laskentaperusteet ja lähtökohdat voidaan ottaa myös rahoitussopimuksen liitteeksi".

³²⁸ Haastattelut, erityisesti Myllylä "finanssikovenanttien laskentaperusteiden selvittäminen ja läpikäynti yhdessä yrityksen edustajien kanssa saattaa vaatia useiden tuntien työpanoksen".

³²⁹ Moir - Sudarsanam (2007), s. 166, "use and tightness of financial covenants may also depend on the strength of the banking relationship, the stage in the economic cycle and loan-specific characteristics...".

yksinkertaisesti minimitaso. Tavoitetaso lähtee nykytilasta ja paranee tilikausi tilikaudelta saavuttaen lopulta pankkia tyydyttävän, luoton takaisinmaksun turvaavaan maksuvalmius-, kannattavuus tai vakavaraisuustason. Minimitaso on se taso, trigger, joka laukaisee esimerkiksi pankin yksipuolisen eräännyttämisosoikeuden ja toimii aina hälytysmekanismina antaen tiedon epätoivotusta kehityksestä jo ennen kuin varsinaiset maksukyvyttömyysriskit realisoituvat.

Finanssikovenantit turvaavat tehokasta, systemaattista raportointia ja sen mahdollistamaa oikea-aikaista reagointia, mutta myös ohjaavat yritystä taloudellisen suorituskyvyn seurantaan³³⁰, joka edellyttää täsmällisen kirjanpidon sekä tehokkaan taloushallinnon ja johdon laskentatoimen järjestelmiä. Tunnuslukukovenanttien vahvuutena ovat riidattomuus ja selkeys, kunhan määritteet ovat selvät. Heikkoutena voidaan nostaa esille niiden joustamattomuus. Ne joko ovat rikki tai eivät ole rikki ja edellyttävät aina rikkoutuessaan toimia, pankilta mm. luottopäätösmenettelyn³³¹ ja waiverin. Tämä siinäkin tapauksessa, että tilapäiselle rikkoutumiselle on sinänsä perusteltu ja hyväksyttävä syy.

Finanssikovenantit jaetaan usein tase- ja tuloslaskelmakovenantteihin³³². Yrityksen taloudellinen informaatio, menestys ja ominaisuudet voidaan karkeasti jakaa maksukykyyn, kannattavuuteen ja vakavaraisuuteen. Tässä tutkimuksessa finanssikovenantteja tarkastellaan edellä mainitun kategoroinnin puitteissa. Tietyt tunnusluvut luokitellaan rahoituksen tunnusluvuiksi. Ne käsitellään maksukyvyn yhteydessä.

5.2. Maksukyky

Yrityksen maksukyky tarkoittaa maksuvalmiutta eli likviditeettiä eli kykyä selviytyä lyhytaikaisista maksusitoumuksista niiden erääntyessä. Määritelmänsä mukaisesti maksuvalmius kuvaa yrityksen lyhyen aikavälin rahoituksen riittävyyttä³³³. Kun maksuvalmius on tehokas, yrityksellä on kassavaroja suoritua kaikista maksuistaan ilman viivästysku-

³³⁰ Haastattelu sekä erityisesti case 2 yhtiön talousjohto, jonka mukaan *yhtiön suorituskyvyn tärkeimmät mittarit ovat identtiset rahoitussopimuksen finanssikovenanttien kanssa.*

³³¹ Haastattelut, luottopäätösmenettely edellyttää päätöksentekotasolla, jossa alkuperäinen luottopäätös on tehty. Ts. luottopäätös saattaa siirtyä luottohierarkiassa kauas yrityksen pankissa olevalta yhteyshenkilöltä.

³³² Mm. KTM -raportti (1996), s. 38, tase-ehdot; balance sheet based covenants, s. 41 ja tuloslaskelmaehdot; profit and loss account based covenants, s. 44, Tuomisto (1999), s. 66.

³³³ Kallunki - Kytönen (2007), s. 84.

luja tai lyhytaikaista rahoitusta, mutta toisaalta huonosti tuottavaan kassareserviin ei ole sidottu liikaa varoja. Rahoittajan tulee olla kiinnostunut yrityksen maksuvalmiudesta ja näin tämä ominaisuus on lähtökohtaisesti hyvin relevantti kovenanttikontrollin kohde.

Maksuvalmiutta kuvataan usein tunnusluvuilla, joissa rahoitusomaisuus ja nopeasti käteiseksi muutettava omaisuus jaetaan lyhytaikaisella vieraalla pääomalla. Näin saadaan selville, paljonko yritys kykenee välittömästi maksamaan lyhytaikaisista sitoumuksistaan. Tällaisia staattisia, tilinpäätöksestä laskettavia maksuvalmiustunnuslukuja³³⁴ ovat Quick ratio (vaihto-omaisuudella ei arvoa) ja Current ratio (vaihto-omaisuudella arvo). Molemmille luvuille YTN antaa ohjearvot³³⁵ ja molemmat lasketaan aina, kun tilinpäätöksistä tehdään tunnuslukuanalyysijä.³³⁶ Mutta käytettävyydestä, tunnettuudesta ja ohjearvotasoista huolimatta niitä ei rahoitussopimuksen finanssitunnuslukuina haastatteluissa esiintynyt kuin satunnaisesti. Eivätkä ne ole syndikoitujen luottojenkaan uusimpien yleisimpien tunnuslukujen joukossa³³⁷. Muista lähteistä³³⁸ on saatu viitteitä, että niitä kuitenkin tässä rahoitusmuodossa käytetään. Käytön yleisyyden esteenä lienee se yksinkertainen syy, että luotonhoitokyvyn, ei niinkään maksuvalmiuden, kontrollointiin on kehitetty paremmaksi havaittuja vaihtoehtoja.

Maksuvalmiuden taustalla olevista syistä saadaan tilinpäätösanalyysin tuloksena myös yleisesti tunnettuja kiertoaika- eli tehokkuuslukuja, kuten esimerkiksi myyntisaamisten tai ostovelkojen kiertoaika. Nämä ovat toinen maksuvalmiustunnuslukutyyppejä, joita ei käytetä rahoitussopimusten finanssikovenanteina.

Suoriteperusteisten maksuvalmiustunnuslukujen lisäksi lasketaan maksuperusteisia rahavirtalaskelmia³³⁹, joista käytetyin on kassavirtalaskelma. Sen laskemisesta myös yritys-tutkimusneuvottelukunta antaa suosituksensa. Kassavirtalaskelmiin tukeutuvat kassavirtakovenantit olisivat lähtökohtaisesti ja teoreettisesti erittäin perusteltuja kovenanttityyppejä, koska kassavirta reagoi yleensä nopeammin toiminnassa tapahtuviin muutoksiin

³³⁴ Yritystutkimusneuvottelukunta (2005), sivut 66 – 69, Näitä tunnuslukuja kutsutaan (otsikko) rahoituksen riittävyys -tunnusluvuiksi, mutta tekstissä kirjoitetaan maksuvalmiudesta.

³³⁵ Yritystutkimusneuvottelukunta (2005), sivut 66 – 67, Quick Ratio, hyvä >1,0, tyydyttävä 0,5 - 1,0, heikko < 0,5, Current ratio, hyvä >2,0, tyydyttävä 1,0 - 2,0, heikko <1,0.

³³⁶ Haastattelut.

³³⁷ LMA (2008), Guide to syndicated leveraged finance, s. 8.

³³⁸ Mm. McRae (2005), s. 22 ja Valdez (2003), s. 88.

³³⁹ Kallunki - Kytönen (2007), sivut 94 – 95.

kuin perinteinen tuloslaskelma³⁴⁰ ja juuri kassavirran riittävyyden varmistaminen on paras tapa hallita vakuudettoman rahoituksen riskiä.

Kassavirtalaskelman tuloksena syntyy liiketoiminnan tuottojen ja kulujen jälkeen toimintajäämää, rahoitusjäämää ja investointijäämää. Näillä mitataan tulorahoituksen riittävyyttä eri käyttökohteisiin ja näistä käy ilmi, missä vaiheessa tulorahoitus on loppunut ja milloin yritys on joutunut käyttämään omaa tai vierasta pääomaa menojaan kattamiseen. Lähtökohtaisesti yrityksen myyntituloista vähennetään kassasta maksuja ja näin nähdään, mistä menoista yritys suoriutuu³⁴¹. Toimintajäämä kertoo myyntitulojen määrän sen jälkeen, kun lyhytvaikutteiset menot on laskettu, rahoitusjäämä taas on erä, joka jää toiminnan kulujen, nettorahoituskulujen, verojen ja voitonjaon jälkeen ja investointijäämän positiivisuus kertoo, että tulot ovat riittäneet myös investointeihin³⁴². Tutkimuksessa saatiin vain satunnaisia havaintoja kassaperusteisen kassavirtalaskelman kovenanteista. Muutamassa haastattelussa mainittiin kassavirtajäämä -kovenantit, vapaan kassavirran ohjaaminen lyhennyksiin ja CASH / CAAD - kovenantit.

5.2.1. Kassavirtalaskelman jäämät

Kassavirtajäämille voidaan asettaa minimiarvoja ja näin kontrolloida kassavirran riittävyyttä. Ohjeellisten yli toimialarajojen menevien tavoitearvojen määrittäminen on vaikeaa, mutta niiden avulla voidaan arvioida yrityskohtaisen kassavirran riittävyyden kehityksen suuntaa. Arvioitaessa yrityksen toimintaedellytyksiä pitäisikin käytettävissä olla vähintään kolmen vuoden laskelmat, koska yksittäisinä tilikausina erilaiset kassavirtalaskelmien jäämät ovat voineet heilahdella voimakkaasti. Lisäksi tulisi pystyä selvittämään, onko yritys jollain keinoin lyhytaikaisesti pyrkinyt manipuloimaan jäämien määriä³⁴³.

Yritys sitoutuu siihen, että kuluvan tilikauden (2008) kassavirtalaskelman toimintajäämä / rahoitusjäämä / investointijäämä ei laske alle 50.000 euron eikä seuraavan tilikauden (2009) alle 75.000 euron. Toimintajäämä / Rahoitus-

³⁴⁰ Yritystutkimusneuvottelukunta (2005), s. 52.

³⁴¹ Kassavirtalaskelmassa tarkastellaan rahoituksen riittävyyttä menojen etuoikeusjärjestyksessä. Myyntituloilla ajatellaan ensin katettavan juoksevan toiminnan menot, sen jälkeen rahoituskulut, verot ja voitonjaon erät ja viimeksi investoinnit ja lainojen lyhennykset. Ylimääräinen kassavirta on se euromäärä, joka jää jäljelle, kun em. menot etuoikeusjärjestyksessä on katettu.

³⁴² Yritystutkimusneuvottelukunta (2005), s. 51.

³⁴³ Mm. aikaisemman kassavarannon käyttäminen menoihin => alhaiset jäämät tai osto-, siirto- ja muiden lyhytaikaisten velkojen kasvattaminen => korkeat jäämät.

tusjäämä / investointijäämä lasketaan yritystutkimusneuvottelukunnan 2005 vahvistaman kaavan mukaan.

Teksti 36. Kassavirtajäämät.

Korollinen vieras pääoma / rahoitusjäämä

Tämä tunnusluku ilmoittaa, kuinka monta vuotta kuluu vieraan pääoman palauttamiseen kassavirtalaskelman osoittamalla rahoitusjäämällä.

Yritys sitoutuu siihen, että sen korollisen vieraan pääoman määrä suhteessa rahoitusjäämään ei nouse yli seitsemän (7).

Teksti 37. Korollinen vieras pääoman suhteessa rahoitusjäämään.

5.2.2. Ylimääräinen ja vapaa kassavirta

Ylimääräisen kassavirran kovenantin tarkoituksena on varmistaa, että sellaisesta kassavirrasta, jota yritys ei tarvitse liiketoimintaansa, ohjataan enneaikaisesti ja automaattisesti sovittu määrä lainan lyhennyksiin. Ylimääräinen kassavirta tarkoittaa kassavirtaa, josta on vähennetty velkojen lyhennykset ja korot³⁴⁴. Tämä kovenantti on käyttökelpoinen tilanteessa, jossa pankki haluaa saada kaikki liikenevät varat luoton lyhennyksiin vaarantamatta kuitenkaan yrityksen likviditeettiä.

Mikäli Yritykselle kertyy tilinpäätöksen perusteella ylimääräistä kassavirtaa, Yritys sitoutuu käyttämään vähintään 50 prosenttia tästä luoton nro 115820-123456 enneaikaiseen lyhentämiseen.

Teksti 38. Ylimääräinen kassavirta.

Suomessa on viime vuosina saanut laajaa suosiota ulkomailla hyvin yleisesti käytetty niin sanotun vapaan kassavirran laskelma (free cash flow). Tämä tyyppi poikkeaa perinteisestä suomalaisesta kassavirtalaskelmasta siten, että laskelman lähtökohtana on liikevoitto, ei liikevaihto.³⁴⁵ Tätäkään kassavirtalaskelmatapaa ei ole tässä tutkimuksessa havaittu fi-

³⁴⁴ Vapaa kassavirta on käyttökate vähennettynä veroilla ja nettoinvestoinneilla huomioiden nettokäyttöpääoman muutokset. Nettoinvestoinnit ovat tehdyt investoinnit huomioiden käyttöomaisuuden myynneillä ja nettokäyttöpääoma on vaihto- ja rahoitusomaisuus vähennettynä lyhytaikaisella vieraalla pääomalla.

³⁴⁵ Kallunki - Kytönen (2007), s. 111.

nanssikovenantin taustatunnuslukuna kuin yhdessä haastattelussa (CASH / CAAD, Myllylä), mutta se on perustana syndikoitujen luottojen LMA -listauksen seitsemän suositumman kovenantin ainoalle³⁴⁶ kassavirtakovenantille, Cash Coverille (Cash Cover Ratio, vapaa kassavirta suhteessa kokonaisvelkoihin)³⁴⁷.

CASH ja CAAD -kovenantit

Nordean tilinpäätösanalyysin tuloslaskelman ja taseen perusteella laskettu kassavirtalaskelma lähtee liikkeelle käyttökatteesta ja laskee mm. CASD³⁴⁸ ja CAAD³⁴⁹ euromäärän. CASD kertoo vieraan pääoman hoitoon (korot ja lyhennykset) käytettävissä olevan kassavirran ja CAAD vieraan pääoman lyhentämiseen käytettävissä olevan kassavirran. CASH ja CAAD -euromäärää on haastattelun perusteella käytetty jossain määrin myös keskisuurten yritysten kassavirtakovenanttina. CASH kovenantin triggerin rajana mainitaan > 1 ³⁵⁰. Cash Cover ja CASH / CAAD -tyyppiset kassavirtakovenantit voivat olla sellaisia, jotka ensimmäisenä lyövät itsensä läpi kassavirtakovenantiksi myös keskisuurille yrityksille.

Kokonaisuutena kassavirta- tai maksuvalmiuskovenantteja käytetään tämän tutkimuksen perusteella vähän. Samaan tulokseen on päädytty Englannissa mm. Moirin ja Sudarsanamin tutkimuksessakin³⁵¹. Haastattelut indikoivat kuitenkin passiivista halua kassavirtakovenanttien lisääntyvään käyttöön. Kauppa- ja Teollisuusministeriön työryhmä mukaan syy on kassavirtakovenanttien monimutkaisuus: ”Suuryritysten rahoitussovimuksissa usein käytettävät kassavirtapohjaiset kovenantit eivät monimutkaisuutensa vuoksi ole työryhmän mukaan ensisijaisesti laajemmin pk-sektorille soveltuvia”³⁵². Tämä selitys ei kuitenkaan saa selitysvoimaa edellä mainituista potentiaaleista vaihtoehdoista. Tilinpäätösanalyysi tuottaa valmiita maksuvalmius- ja kassavirtatunnuslukuja ja euromääriä eikä niiden määrittely kovenanteiksi ole muista tunnusluvuista poikkeavaa.

³⁴⁶ Muissa kovenanteissa laskentaperusteen elementtinä on kannattavuus tai vakavaraisuus.

³⁴⁷ The Ratio of Cash Flow to Net Total Debt.

³⁴⁸ Haastattelu, Myllylä, CASD = Cash flow Available to Service Debt, vieraan pääoman hoitoon käytettävissä oleva kassavirta.

³⁴⁹ Haastattelu, Myllylä, CAAD = Cash flow Available to Amortise Debt, vieraan pääoman lyhentämiseen käytettävissä oleva kassavirta.

³⁵⁰ Haastattelu, Myllylä.

³⁵¹ Moir - Sudarsanam (2007), s. 165 ”...we observe that financial covenants are still predominantly accrual accounting-based although there is some small trend towards using cash-flow-based measures. Thus in spite of advances in cash-flow-based reporting, accrual accounting still holds sway...”.

³⁵² KTM -raportti (1996), s. 39.

Kassavirtalaskelma ja maksuvalmiustunnusluvut laaditaan pääsääntöisesti virallisen tuloslaskelman ja taseen sekä liitetietojen perusteella. Näin laskettuna seurantajakso on valitettavan pitkä ja nopeaan reagointiin kykenevä kassavirran seuraaminen kovenanteilla edellyttäisi tilinpäätöstä lyhyempää tarkastelujaksoa. Kun tilinpäätösmateriaali on pankilla joka tapauksessa viiveellä, on asiakasvastuullisten toimesta tulkittu ilmeisen samaksi, analysoidaanko siinä vaiheessa toteutunutta kassavirtajäämää, kassavirran osoittamaa maksuvaraa lainan lyhennyksiin vai suoraan esimerkiksi kannattavuuden käyttökatetta.

Tilannetta voitaisiin oleellisesti parantaa ottamalla yrityksen sisäinen, johdon laskenta-toimen kassavirtaraportointi osaksi pankin informaatio- ja monitorointijärjestelmää. Se edellyttää kuitenkin kehittyneitä ja toimivaa raportointi-, informointi- ja monitorointimekanismeja ja pankilta perusteltua seurantarvetta ja valmiutta analysoida materiaali, siis ainakin suurta riskipositiota ja poikkeuksellista reagoitiherkkyyskompetenssia ja monitoroinnin resurssia. Lisäksi yrityksen itsensä tuottamaan epäviralliseen materiaaliin perustuva kovenantti voisi lauetessaan edellyttää luontevasti ainoastaan neuvottelujen käynnistämistä, mutta ei toimia eräännyttämisperusteena.

5.3. Kannattavuus

Yrityksen kannattavuus tarkoittaa yrityksen kykyä tuottaa liiketoiminnallaan enemmän tuloja kuin tulojen hankkimiseksi on tarvinnut uhrata menoja. Tulot ja menot vaihtelevat suhdannevaihteluiden ja investointien mukaan, joten kannattavuus määritellään yleensä pitkän aikavälin tulontuottamiskyvyksi.³⁵³

Kannattavuuden tunnusluvun voidaan jakaa pääoman tuoton tunnuslukuihin tai tuloksen rakenteesta laskettaviin tunnuslukuihin. Pääoman tuoton tunnuslukuja ovat mm. kokonaispääoman tuotto, sijoitetun pääoman tuotto ja oman pääoman tuotto. Tuloksen rakenteeseen pohjautuvista tunnusluvuista voidaan mainita käyttökateprosentti, liiketulosprosentti ja kokonaispääomantuotto-prosentti. Kaikille näille yritystutkimusneuvottelukunta määrittää ohjearvotasot ja kaikkia voidaan käyttää finanssikovenanttien perustana. Mutta näin ei kuitenkaan käytännössä tapahdu. Näitä ei tutkimuksessa muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta finanssikovenantteina havainnoida.

³⁵³ Kallunki - Kytönen (2007), s. 74.

Syndikoitujen luottojen yleisimmät kannattavuuteen sidotut kovenantit ovat 1) Senior interest cover (EBITDAN suhde seniorirahoituksen³⁵⁴ korkokustannuksiin), 2) Total interest cover (EBITDAN suhde kokonaisvelkojen korkokustannuksiin), 3) Senior debt cover (seniorilainojen suhde EBITDAAN) ja 4) Total debt cover (kokonaisvelkojen suhde EBITDAAN). Kahdessa ensimmäisessä kyseessä on käyttökateen suhteesta korkokustannuksiin ja kahdessa jälkimmäisessä käyttökateen suhteesta lainamäärään.³⁵⁵

5.3.1. Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen

Edellä mainitusta syndikoitujen luottojen kovenanttiryhmästä löytyy selkeä malli tällä hetkellä suosituimmalle keskisuurten yritysten finanssikovenantille, joka on korollisen velkojen suhde käyttökatteeseen, IBD/EBITDA³⁵⁶. Tämä kovenantti löytyy haastatteluiden perustella muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta kaikista rahoitussopimuksista ja liittyy näin esiintymisyleisyytensä osalta samaan sarjaan tiedonantokovenantin ja omistuksenpidätyskovenantin kanssa. Kun korolliset velat jaetaan käyttökateella, saada luku-arvo, joka kertoo *kuinka monen* vastaavan tulostason saavuttavan *tilikauden käyttökate tarvitaan maksamaan yhtiön korolliset velat*. Tunnuslukua käytetään korkokulujen osalta sekä nettomääräisenä (Net Debt to EBITDA) sekä bruttomääräisenä (Total Debt to EBITDA tai IBD/EBITDA). Näistä bruttomääräinen laskentatapa on selvästi yleisemmin käytössä. Koska käyttökate on kannattavuusmittari ja velan määrä vakavaraisuuden elementti, kysymys on kannattavuus-vakavaraisuus -kovenantista. Tätä kovenanttityyppiä voidaan kutsua yhdistetyksi kovenantiksi. Yleisyshavainnon perusteella voidaan osoittaa, että keskisuurten yritysten kovenanttirahoituksessa ei useimmiten olekaan kyse luoton takaisinmaksun turvaamisesta kassavirtakovenantilla, vaan yhdistetyllä kannattavuus-vakavaraisuus -kovenantilla.

IBD/EBITDA -tunnuslukua ei YTN ohjeista eikä anna sille ohjearvoja. Haastattelujen perusteella (haastateltavien tukeutuessa myös pankin sisäiseen materiaaliin), saadaan kuitenkin hahmotettua relevantit ohjearvot. Kun kysymyksessä on toimiala tai yritys, jonka

³⁵⁴ Haastattelut, erityisesti Myllylä, seniorirahoitus on rahoitus, jonka takaisinmaksu on etuoikeutetussa asemassa juniorirahoitukseen.

³⁵⁵ LMA (2008), Guide to syndicated leveraged finance, s. 8.

³⁵⁶ Interest Bearing Debt / Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization ratio. Oikaistun taseen korolliset velat (ml. leasingvastuut) – OYL:n mukaiset pääomalainat / Käyttökate (12 kk). Leasing -vastuiden osalta käytössä on molemmat vaihtoehdot, ne huomioiden tai huomioon ottamatta. Jos leasing -vastuut ovat suuret, niillä on merkittävä vaikutus tunnuslukuun ja laskentaperuste on selkeästi sovittava rahoitussopimuksessa.

kassavirtaan liittyy suuria riskejä, pidetään tavoitetasona alle 2,0x suhdelukua. Joissain tilanteissa, esimerkiksi innovatiivisten kasvuyritysten ollessa kyseessä, tavoitteena on jopa se, että yritysten luottojen määrä on alle tilikauden käyttökateen ($<1,0x$). Kun kassaveroihin liittyy epävarmuutta ja syklisyyttä, yritys toimii ylikypsillä markkinoilla tai tulevaisuus on muuten jossain määrin epävarma, mutta kassavirtariski ei ole akuutti, tavoitetaso on alle 3,0x. Kun kassavirrat muuttuvat paremmin ennustettaviksi ja yrityksen toiminta alkaa olla vakiintunutta, voi taso olla 3,0x – 3,5x. Kun kassavirrat ovat pysyviä ja hyvin ennustettavia, yrityksen toiminta on hyvin vakiintunutta ja tulevaisuuden ennusteet ovat kaikilta osin positiiviset, hyväksyttävä suhdeluku voi olla 4,0x. Yleisesti ottaen tavoitetaso asetetaan kuitenkin alle 4,0x ja jos suhdeluku nousee yli 5,0x, tulee rahoitusmuoto lähtökohtaisesti olla joku sellainen, jonka hyväksyttävä riski- ja tuottotaso ovat perinteistä pankkilainaa korkeampi.

Taulukko 1. Yritystoiminnan tunnuspiirteet ja IBD/EBITDA tavoitetaso.

Tunnuspiirteet	IBD/EBITDA tavoitetaso
Suuret riskit, kassavirta epävarma	$< 1,0x$
Riskejä, kassavirta epäsäännöllinen	1,0x - 2,0x
Tulevaisuudessa epävarmuustekijöitä, mutta kassavirtariski ei akuutti	$< 3,0x$
Kassavirroissa on selkeä ennustettavuus, toiminta vakiintunutta	3,0x - 3,5x
Kassavirrat pysyviä, tulevaisuuden näkyvät positiiviset	$< 4,0x$

Oheisista ohjearvoista poiketaan, kun toimiala on normaalista poikkeava. Esimerkkinä tällaisesta on kiinteistösijoittaminen. Tuolloin mm. sijainti ja vuokrasopimusten laatu sekä korkosuojausten kattavuus nousevat merkittäväksi muuttujaksi. Hyväksyttävien tunnuslukujen hajonta vaihtelee kiinteistösijoittamisessa keskimäärin 8,0x -10,0x välillä³⁵⁷. Hyvin yleistä on, että rahoitusjärjestelyn jälkeen, esimerkiksi yrityskaupan tai investoinnin jälkeen IBD/EBITDA taso nousee tilapäisesti korkeaksi. Näissä tilanteissa rahoitus sopimukseen sovitaan tilikausittain tavoiteportaat, joiden avulla jollain hyväksyttävällä aikaperiodilla saavutetaan se taso, joka on pankin kannalta hyväksyttävä. Usein portaisiin liittyy hinnoitteluelementti.

³⁵⁷ Haastattelut, erityisesti Rimpilä.

Taulukko 2. IBD/EBITDAn tavoiteporrastus ja sitä vastaava marginaalitaso.

Tilikausi	IBD/EBITDA	Marginaali
31.12.2009	4,0x	1,75 %
31.12.2010	3,0x	1,50 %
31.12.2011	2,5x	1,25 %
31.12.2012 ja siitä eteenpäin	2,0x	1,00 %

Jokaisessa Case yrityksissä oli korolliset velat / käyttökatekovenantti, mutta näissä tapauksissa jokaisen yrityksen lähtötaso oli niin hyvä, että tavoiteportaita ei rakennettu. Sen sijaan jokaisella tämä tunnusluku vaikuttaa hintaan kaksisuuntaisesti ja jokaisella se on äärimmilleen vietyä eräännyttämisperuste. Tämän yhdistetyn tunnusluvun yleistymisen keskiuurten yritysten käyttöön on tapahtunut 2000 -luvulla³⁵⁸ ja se on hyvä esimerkki kovenanttirahoituksen kehittymisestä ja vakiintumisesta.

5.3.2. Käyttökate suhteessa korkokuluihin (korkokate)³⁵⁹

Edellisen kaltainen tunnusluku on käyttökateen vertaaminen korkokuluihin. Tällä kovenantilla mitataan korkokatetta eli käyttökateen riittävyyttä rahoituskulujen hoitamiseen. Suhdelukua käytetään sekä netto- että bruttomääräisenä. Nettorahoituskulut muodostuvat rahoituskulujen ja -tuottojen erotuksena, bruttolukuina laskettaessa käyttökateeseen lisätään rahoitustuotot ja rahoitustuotot huomioidaan kokonaisuudessaan.

Tämä miellettiin haastatteluiden perusteella varteenotettavaksi vaihtoehdoksi, mutta sitä käytetään harvoin. Nettomääräisenä ohjetasona 3,0x -8,0x pidettiin tyydyttävänä ja näistä voidaan tehdä seuraavat suuntaa-antavat vastaavuusvertailut korolliset velat / käyttökatekovenantin ja käyttökate / korkokulut kanssa:

³⁵⁸ Haastattelut, erityisesti Myllylä.

³⁵⁹ Käyttökate (12 kk) / (netto)rahoituskulut, EBITDA / Interest expense.

Taulukko 3. IBD/EBITDA ja vastaava EBITDA/Interest Expense suuruusluokkataso.

IBD/EBITDA	EBITDA/Interest Expense
1,0x - 2,0x	25x - 10x
2,0x - 3,0x	10x - 5x
3,0x - 4,0x	5x - 3,5x
4,0x - 5,0x	3,5x - 2x

5.3.3. Käyttökateen määrä ja käyttökateprosentti

Absoluuttinen käyttökateen määrä on selkeä kovenantti. Samoin myös käyttökate - prosentti on tunnusluku, joka tilinpäätöstä analysoitaessa lasketaan. Näitä molempia voidaan käyttää ja jossain määrin myös käytetään edellä mainitun IBD/EBITDA tunnusluvun sijaan. Niiden reagoitiherkkyys on samalla tasolla.

Yritys sitoutuu siihen, että tilikaudella 31.12.2009 ja siitä eteenpäin Yrityksen käyttökate on aina positiivinen / käyttökate -prosentti on aina yli 5 %.

Teksti 39. Käyttökate ja käyttökateprosentti.

5.4. Vakavaraisuus

Vakavaraisuus tarkoittaa vieraan ja oman pääoman suhdetta koko pääomasta. Vakavaraisuus on yrityksen pitkäaikavälin ominaisuus, sillä korollinen vieras pääoma on osaltaan pitkäaikaista rahoitusta.³⁶⁰ Näin vakavaraisuus on hyvin olennainen ja kriittinen osa pitkäaikaisen luottosopimuksen riskinhallintaa ja poikkeuksetta vakavaraisuuteen liittyvä kovenantti on osa rahoitussopimusta. Vakavaraisuutta mitataan yleisimmin omavaraisuusasteella, suhteellisella velkaantuneisuudella ja nettovelkaantumisasteella eli gearing -luvulla. Kaikkia näitä käytetään vakavaraisuusfinanssikoventtien tunnuslukuna, joskin omavaraisuusaste on selkeästi näistä yleisin.

³⁶⁰ Kallunki - Kytönen (2007), s. 80.

5.4.1. Omavaraisuusaste³⁶¹ ja oman pääoman vähimmäismäärä

Omavaraisuusaste (OVA, Equity ratio) mittaa yrityksen vakavaraisuutta ja yrityksen tappionsietokykyä ja kertoo yrityksen kyvystä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä ja kuvaa sitä, paljonko taseen varoista on rahoitettu omalla pääomalla. YTN on asettanut omavaraisuusasteelle³⁶² ohjearvoja, yli 40 % on hyvä, 20 - 40 % tyydyttävä ja alle 20 % heikko³⁶³.

Omavaraisuusaste ei tunnuslukuna ole ongelmaton ja aina vertailukelpoinen. Mikäli yrityksen varat (mm. liikearvo) on taseessa arvostettu yli käyvän arvon, saa tunnusluku liian suuren arvon. Myös poistotapa ja inflaatio voivat heikentää vertailtavuutta. Tilinpäätösjärjestelyin saatetaan myös pyrkiä vaikuttamaan ova - kovenanttiin, mikäli esimerkiksi hinnoitteluraja on laukeamassa pienellä marginaalilla. Omavaraisuusastetta pidetään ja se on liian hidas mittari, joka reagoi yrityksessä tapahtuviin muutoksiin viiveellä.

Omavaraisuusastekovenantti soveltuu kuitenkin käytettäväksi varmistavaksi kovenantiksi, mikäli pankin vakuusasema ja yrityksen tuloskunto ovat riittävän hyvät. Ova - kovenantti kuitenkin edellyttää, että rahoittajalla on riittävästi tasehistoriatietoa ja mahdollisuus eri vuosien keskinäiseen vertailtavuuteen. Omavaraisuusastekovenantti on käytetty, ehkäpä jopa käytetyin³⁶⁴, finanssikovenantti, mutta sen ongelmat, arvostus ja hitaus, vähentänevät tulevaisuudessa sen suosiota.

Omavaraisuusaste on tällä hetkellä myös yleisin tunnusluku, jota käytetään hintakovenantin perusteena ja usein sitä käytetään kuten IBD/EBITDA kovenanttiakin; tavoite- tasoporrastettuna tai minimitasona. Usein myös omavaraisuusaste, IBD/EBITDA ja hinnoittelu yhdistetään toisiinsa ja taulukoidaan esimerkiksi seuraavasti:

³⁶¹ Mm. KTM -raportti (1996), s. 43, Equity Ratio.

³⁶² Oikaistu oma pääoma (ml. OYL:n mukaiset pääomalainat ja leasingvastuut) / Oikaistun taseen loppusumma – saadut ennakot x 100

³⁶³ Yritystutkimusneuvottelukunta (2005), s. 62.

³⁶⁴ Ne pankkilaiset, jotka ovat käyttäneet kovenantteja pitkään, ovat tottuneet käyttämään omavaraisuusastekovenanttia sen selkeistä puutteista huolimatta. Kysymyksessä vaikuttavat olevan vakiintuneet tavat ja tottumukset.

Taulukko 4. Omavaraisuusaste (%), IBD/EBITDA (12 kk) ja marginaali (%).

Omavaraisuusaste (%)	IBD/EBITDA (12 kk)	Marginaali (%)
< 25	> 6,0	2,00
>25 ja < 40	<6,0 ja > 3,0	1,25
>40 ja < 50	<3,0 ja > 2,0	0,75
>50 ja < 60	<2,0 ja > 1,0	0,50
> 60	< 1,0	0,30

Yritys sitoutuu pitämään omavaraisuusasteensa aina yli 20 prosentin. Omavaraisuusaste lasketaan yritystutkimusneuvottelukunnan 2005 vahvistaman kaavan mukaan.

Teksti 40. Omavaraisuusasteprosentti.

IBD/EBITDA kovenantin reagoitiherkkyys on sen vakavaraisuuselementistä huolimatta selkeästi omavaraisuusastekovenanttia nopeampaa. Case yritysten tilinpäätöksistä löytyy sekä case 2 että case 3 yritykseltä viiden viimeisen tilikauden jaksolta yksi muilta selkeästi heikompi tilikausi. Omavaraisuusaste ei ole juurikaan laskenut, mutta käyttökatekovenantit olisivat laukaisseet raja-arvot rajusti ja selkeästi.

Pelkkien vakavaraisuuskovenanttien reagoitiherkkyys on usein yhtä tilikautta pitempi. On selkeästi nähtävissä, että omavaraisuusastekovenantti tekee tilaa yhdistetyille kannattavuus - vakavaraisuuskovenanteille. Näin myös hintakovenantti muuttuu sidottavaksi muuhun kuin omavaraisuuskovenanttiin ja tämä kehitys vastaa paremmin myös Basell II -vakavaraisuuslaskennan vaatimuksia.

Oheisella todellisiin parametreihin perustuvalla taulukolla voidaan havainnollistaa korolliset velat/käyttökate -yhdistelmäkovenantin ja omavaraisuusastekovenantin reagoitiherkkyyttä. Vuonna 2001 esimerkkiyrityksen käyttökate romahti ja tuottooperusteisesti (käyttökate, kerroin 7x) laskettu yrityksen nettoarvo laski negatiiviseksi. Koska velkojen määrä oli aavistuksen laskenut, eikä vain lievästi tappiollinen tulos syönyt omaa pääomaa, omavaraisuusaste nousi yli 40 prosentin.

IBD/EBITDA sen sijaan reagoi voimakkaasti, antaen rahoittajalle signaalin vakavista muutoksista ja pankille ja yritykselle aikaa reagoida. Kannattavuus saatiin käännettyä takaisin nousu-uralle ja yrityksen maksukyky turvattua. Esimerkiksi vuosien 1999 ja

2003 välillä omavaraisuusaste nousi kahdeksan prosenttiyksikköä, vaikka tuottooperusteinen yrityksen arvo oli laskenut.

Taulukko 5. Equity ratio ja IBD/EBITDA -vertailu. Lähde: Nordea Pankki Oyj.

	1999	2000	2001	2002	2003
EBITDA	150	181	83	101	125
EV 7 x EBITDA	1050	1267	581	707	875
- DEBT	578	630	590	505	500
Equity value	472	638	-9	202	375
Stated value	521	596	572	533	580
Equity ratio	39%	39%	41%	43%	47%
IBD/EBITDA	3,8	3,5	7,1	5,0	4,0

Oman pääoman vähimmäismäärän kovenantti on selkeä asettaa ja valvoa. Kovenanttia käytetään harvoin, koska omavaraisuusastekovenanttia pidetään käyttökelpoisempana tämän tutkimuksen kohderyhmän kokoluokan yrityksissä. Pienempien yritysten kovenanttina oman pääoman vähimmäismäärä voisi yksinkertaisuudessaan olla hyvä³⁶⁵.

Yritys sitoutuu siihen, että sen oma pääoma on aina vähintään 50.000 euroa.

Teksti 41. Oman pääoman määrä.

5.4.3. Nettovelkaantumisaste³⁶⁶ ja suhteellinen velkaantuneisuus

Nettovelkaantumisaste³⁶⁷ mittaa yrityksen vakavaraisuutta ja kertoo korollisen velan ja omien varojen suhteesta. Sen perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä yrityksen pääoma- ja rahoitusrakenteesta. Korottomia velkoja ei huomioida sen vuoksi, että ne yleensä ovat uusiutuvia ja ilman kustannuksia yrityksen käytössä. Lisäksi vieraasta pääomasta vähennetään likvidit varat, sillä osa korollisista veloista voitaisiin maksaa joka hetki niillä pois. Korollinen vieras pääoma sisältää pitkäaikaisen vieraan pääoman vähennettynä saaduilla ennakoilla, korolliset lyhytaikaiset velat sekä sisäiset velat. Oikaistu oma

³⁶⁵ Haastattelut.

³⁶⁶ Mm. KTM -raportti (1996), s. 41, Gearing.

³⁶⁷ Korollinen vieras pääoma – rahat ja rahoitusarvopaperit / Oikaistu oma pääoma

(korollinen vieras pääoma = pitkäaikainen vieras pääoma pl. saadut ennakot + korolliset lyhytaikaiset velat ja muut sisäiset velat)

pääoma lasketaan niin, että oikaistun taseen omaan pääomaan lisätään osakeyhtiölain mukainen pääomalaina, kertynyt poistoero ja vapaaehtoiset varaukset.

Tunnusluvun arvon ollessa alle yhden voidaan sitä pitää hyvänä. Tätä kovenanttia käytetään haastattelun perusteella suurten yritysten rahoituksessa, tutkitussa kohderyhmässä gearing on harvinainen.

Yritys sitoutuu siihen, että yrityksen nettovelkaantumisluku on aina alle 1. Nettovelkaantumisaste lasketaan yritystutkimusneuvottelukunnan 2005 vahvistaman kaavan mukaan.

Teksti 42. Nettovelkaantumisaste.

Suhteellinen velkaantuneisuus lasketaan suhteuttamalla yrityksen vieras pääoma liikevaihtoon³⁶⁸. Suhteellinen velkaantuneisuus on omavaraisuutta parempi vakavaraisuuden mittari, jos vertailtavana ovat keskenään sellaiset yritykset, joiden poistomenetelmä on erilainen tai käyttöomaisuus on eri-ikäistä. Tämä on huomattava myös kovenanttitasoa määriteltäessä. YTN antaa seuraavat ohje-arvot; < 40 % = hyvä, 40 – 80 % = tyydyttävä ja > 80 % = heikko.

Esimerkiksi Case 3 yrityksen omavaraisuusaste oli tarkasteluhistorian ajan YTN luokituksen mukaan tyydyttävällä tasolla, mutta suhteellinen velkaantuneisuus oli järjestelyä edeltävänä tilikautena käynyt lähellä heikon rajaa. Suhteellinen velkaantuneisuuskovenantti on harvoin käytetty vaihtoehto omavaraisuusastekovenantille.

5.4.5. LTV -kovenantti

Loan to Value -kovenantti on kehitetty erityisesti kiinteistösijoittamisen tarpeisiin, mutta soveltuu käytettäväksi muillakin pääomavaltaisilla aloilla panttioikeuteen perustuvan rahoituksen tukena. Kovenantilla määritellään pankin edellyttämän vakuuden käyvän arvon suhde vastuiden määrään. Esimerkiksi pankki voi olla valmis rahoitukseen edellyttäen, että kokonaisrahoituksen osana on vähintään 25 % osuus *sijoittajan omaa panosta ja panos pysyy vähintään tällä tasolla riippumatta sijoituksen arvon muutoksista*. Tässä tilan-

³⁶⁸ Oikaistun taseen velat – ennakkomaksut / Liikevaihto x 100.

teessa sovitaan yksityiskohtaiset mekanismit vakuuden arviointiin ja kovenantti ”viimeistellään” selkeällä eräännyttämishhdolla.

Yritys sitoutuu siihen, että luoton 115420-123456 pääomaltaan 1.000.000 euroa vakuudeksi pantatun omaisuuden käypä arvo on aina vähintään 75 % luoton määrästä.

Tällä hetkellä luoton yleisvakuutena on Vaasan kaupungin Korvolan kylässä sijaitseva Majakka -niminen kiinteistö Rn:o 1:2, kiinteistötunnus 453-345-1-2. Yritys sitoutuu toimittamaan Pankille vuosittain tilinpäätöksen yhteydessä AKA -pätevyyden omaan kiinteistövalittajan kirjallisen arvion kyseistä kiinteistöistä.

Mikäli vakuuden käypä arvo laskee alle 75 % vastuun määrästä, on Yrityksen sovittava viipymättä Pankin kanssa joko Pankin hyväksymän erotuksen kattavan lisävakuuden toimittamisesta ja panttaamisesta tai luoton lyhentämisestä. Lisävakuuden panttaus tai luoton lyhentäminen on toteutettava 30 vuorokauden kuluessa siitä, kun Pankki sitä vaatii. Muussa tapauksessa Pankille syntyy välitön oikeus luoton eräännyttämiselle kerralla poismaksettavaksi.

Teksti 43. Loan to value.

LTV -kovenantti sopii hyvin käytettäväksi niissäkin tilanteissa, joissa vakuutena on arvopaperisäilytys. Kovenanttia voidaan tässä tapauksessa tehostaa pankin yksipuolisella vakuuden myyntioikeudella.

Mikäli vakuutena olevan arvopaperisäilytyksen vakuusarvo³⁶⁹ laskee alle vastuiden kokonaismäärän, on Pankilla oikeus myydä säilytyksestä parhaaksi katsomansa osakkeet ja maksaa kaupantekokuluilla vähennetyillä kaupsummalla luoton pääoma ja korot pois.

Teksti 44. Loan to value / arvopaperisäilytys.

Näin esimerkiksi tekstin 44 kaltaisessa tilanteessa, jos yrityksellä on 5,0 miljoonan euron vastuut ja vakuutena olevan yhden Mid Cap -yhtiön osakkeiden pörssi-arvo laskee alle 10 miljoonan, syntyy pankille oikeus myydä osakkeet ja maksaa luotot pois. LTV -kovenantin triggerit laukeavat helposti tilanteissa, joissa taloudelliset muutokset ovat

³⁶⁹ Vakuusarvo on pankkikohtainen ja riippuu esimerkiksi salkun rakenteesta (yksipuolisuus laskee vakuusarvoa), mutta suuntaa-antavasti Large Cap -listan yhtiöiden osakkeiden vakuusarvo on n. 50- 70 %, Mid Cap listan max 50 % ja Small Cap -listan yhtiöiden max 25 %.

voimakkaita. Tällainen suhdanne on nyt globaalisti³⁷⁰ ja Suomessa, kun kiinteistöjen arvot ovat laskussa ja arvopaperipörssin osakekurssit ennätysellisen alhaisella tasolla.

³⁷⁰ Anousha (2008), ”...other covenants in the spotlight are based on the size of the *loan relative to value of the asset*. property companies are at risk of breaching these triggers as real estate prices plunge...”

6. HINNOITTELUKOVENANTIT³⁷¹ JA ASIAKKUUDENHALLINTA

6.1. Luoton asiakaskohtainen dynaaminen hinnoittelu

Vakuudettomassa velaksiannossa velan tuotosta sopiminen kiinteämääräisesti ei välttämättä vastaa velaksiantoon liittyvää riskiä ”tuotto korreloi riskiä” -periaatteen mukaisesti³⁷². *Taloudellisesti tehokas (liiketaloudellisesti järkevä) velkoja ottaa velallisyhtiöön liittyvän riskin ja siinä mahdollisesti tapahtuvat muutokset huomioon velan hinnoittelussa ja rahoitussopimuksen laatimisen yhteydessä*³⁷³ ja huomioi koko maturiteetin. Nimellisansainnasta on siirrytty riskipainotetun tuoton arviointiin. Lisäksi nykyinen Basell II -mallin yrityskohtainen asiakasluokittelu ja sen laskema yksilöllinen vakavaraisuuskustannus edellyttävät dynaamista korkoa. Pankin tulee pyrkiä siirtämään mahdollinen kasvava rahoituskustannus asiakkaan maksettavaksi.

Dynaamista hintakovenanttia laadittaessa on siis taustalla kaksi muuttujaa; 1) riski - tuotosuhteen oikea hinnoittelu sekä 2) vakavaraisuusvaatimuksen edellyttämä oikea kustannusvastaavuus. Yhdistettynä riski - tuotto - vakavaraisuusvaade -kovenantti luo mekanismin, joilla pankki varautuu nostamaan luoton hintaa, jos sen riskisasema heikkenee ja yrityskohtainen luoton kustannustaso nousee. Tämä tarkoittaa, että pääosin tilinpäätökseen perustuvan analyysin mukaan yrityksen taloudellinen asema, maksukyky, kannattavuus tai vakavaraisuus on heikentynyt ja tästä syystä pankin riski kasvaa. Samoin pitkälti tilinpäätösanalyysiin perustava asiakasluokitus on laskenut ja pankin vakavaraisuusvaade, kustannustaso, on noussut. Molemmat muuttujat siis korreloivat samaa asiaa, asiakkaan rahoittamiseen sisältyvän riskin kasvua. Tosin vakavaraisuusvaatimuksen hintakorrelaatio ei ole yksiselitteinen. Asiakasluokitus on monen tekijän summa, eikä se perustu yksittäiseen tunnuslukuun tai edes yksinomaan tilinpäätökseen. Asiakasluokitus on kuitenkin pankin sisäinen, rahoitustarkastuksen valvoma luokitusprosessi, eikä se ole siten läpinäkyvä, että asiakkaan luoton hinta voitaisiin taulukoida rahoitussopimukseen asiakasluokitukseen perustuvana.

³⁷¹ Villa (2003), s. 145, insentiivikovenantit, haastattelut, hintakovenantit ja tuottokovenantit.

³⁷² Villa (2003), s. 57.

³⁷³ Bradley - Roberts (2004) toteavat tutkimuksessaan, että rahoitussopimuksen rakenteen ja velan tuottotason määrittäminen tapahtuu samanaikaisesti. Abstract, ”An important byproduct of our analysis is to demonstrate empirically that *covenant structure and the yield on corporate debt are determined simultaneously*”.

Tilinpäätökseen perustuva taloudellista asemaa osoittava tunnusluku on läpinäkyvä peruste riskin arvioinnille. Mitään absoluuttista tapaa esittää pankin riskin kasvamista ei ole olemassa, riski koostuu useista elementeistä ja pitkälti arviointikysymys. Mutta esimerkiksi omavaraisuusasteen heikentyminen on tunnustettu mittari yrityksen tappionsietokyvyn heikkenemisestä ja ymmärrettävä peruste hinnoittelukovenantille. Kun omavaraisuus heikkenee, pankin luottotappioriski todennäköisesti kasvaa, luoton aiheuttama kustannus pankille kohoaa ja näin luoton hinta asiakkaalle nousee. Hintakovenanttien käyttäminen on yleistymässä ja se sisällytetään tällä hetkellä suurimpaan osaan rahoitussopimuksista.

Taulukko 6. Omavaraisuusaste - hinnoittelutaulukko.

<i>Ova - %</i>	<i>Marginaali</i>
25	1,75 %
30	1,50 %
35	1,25 %
40	1,00 %

Myös kaksisuuntaisen hinnoittelumekanismien kovenantti on yleistymässä. Tämä kannustinmekanismi laskee luoton marginaalia, jos asiakkaan taloudellisessa asemassa ja tunnusluvuissa tapahtuu positiivisia muutoksia. Näin pankki myös varautuu kilpailutilanteeseen ja asettaa asiakkaalle houkuttelevan ja kilpailukykyisen lisäehdon, jonka perusteella ”oma pankki” laskee hintaa yrityksen toiminnan kehittyessä suotuisasti. Pankki toimii vastavuoroisuusperiaatteen mukaisesti ja asiakaslähtöisesti pyrkien parantamaan asiakkaan asiakasuskollisuutta. Kaksisuuntaisessa hintakovenantissa ovat siis molemmat elementit, yrityksen kannalta sekä ”keppi että porkkana”. Hintakovenantti on parhaimmillaan ”win-win -ehto” josta sopimuksen molemmat osapuolet hyötyvät.

Hinnoittelukovenantit on syytä kirjata rahoitussopimukseen sekä verbaalisti että selkeästi taulukoiden. Jos kaksisuuntainen kovenantti perustuu kahteen eri kovenanttiin, on hintaperusteet tehtävä erityisen selkeiksi. Minkäänlaista epäselvyyttä aiheuttavaa katvealuetta tai tulkinnan ristiriitaa ei saa jäädä. Tunnuksluvun muutosasteikkoja ei ole syytä asettaa liian tiheäksi. Omavaraisuusasteen osalta 3 - 5 prosenttiyksikön ja IBD/EBITDA osalta tunnusluvun vähintään 0,5x - 1,0x muutos on haastatteluiden perusteella sopiva vaihteluväli.

Rahoituksen lähtökohtainen hinnoittelu perustuu Yrityksen yli 27 % omavaraisuusasteeseen sekä siihen, että Yrityksen korolliset velat / käyttökate - suhdeluku on alle 4,00x.

Mikäli omavaraisuus nousee yli 30 % ja korolliset velat / käyttökate laskee alle 3,00x, Pankki laskee luoton marginaalia 0,10 % -yksikköä. Mikäli omavaraisuus nousee yli 40 % ja korolliset velat / käyttökate laskee alle 2,00x, Pankki laskee marginaalia 0,20 % -yksikköä.

Mikäli omavaraisuus laskee alle 27 % tai korolliset velat / käyttökate nousee yli 4,00x, Pankilla on oikeus ilman eri sopimusta korottaa luoton marginaalia 0,25 % -yksikköä. Mikäli omavaraisuus laskee alle 25 % tai korolliset velat / käyttökate nousee yli 5,00x on Pankilla vastaavasti oikeus 1,00 % -yksikön marginaalin korotukseen.

Tunnuslukujen tarkastelujakso on tilikausi. Hintakovenanttien mahdollisesti aiheuttama hintavaikutus toteutetaan vahvistutun tilinpäätöksen jälkeen sitä seuraavan korkoperiodin muutoksen (viitekoron vaihtumisen) yhteydessä.

Marginaalin laskeminen edellyttää molempien tunnuslukutasojen ja nostamiseen riittää toisen tunnuslukutason rikkoutuminen. Rahoituksen marginaalitaso voi vaihdella 0,55 – 1,75 % välillä seuraavan taulukon mukaisesti:

Teksti 45. Kaksisuuntainen ja -elementtinen hintakovenantti.

Taulukko 7. Esimerkkitekstiin perustuva omavaraisuusaste prosentti, korolliset velat / käyttökate (12 kk) ja marginaaliprosentti.

Omavaraisuusaste (%)	Korolliset velat / käyttökate (12 kk)	Marginaali (%)
< 25	> 5,0	1,75
> 25 ja < 27	< 5,0 ja > 4,0	1,00
> 27 ja < 30	< 4,0 ja > 3,0	0,75
> 30 ja < 40	< 3,0 ja > 2,0	0,65
> 40	< 2,0	0,55

Myös yksikertainen hinnoittelun muuttava tunnuslukuraja on toimiva ja yksinkertainen hintakovenantti.

Pankki ja Yritys neuvottelevat luotoille ja sitoumuksille uudet ehdot, mikäli Yrityksen omavaraisuusaste laskee alle 20 % tai nousee yli 30 %.

Teksti 46. Yksinkertainen hintakovenantti.

6.2. Pankista riippumattomat syy luoton uudelleen hinnoittelun

Pankin hinnoittelulähtökohdat voivat merkittävästi muuttua sellaisten olosuhdesyiden johdosta, joita ei kohtuudella voi olettaa pankin ennakoivan. Sellaisia voivat olla esimerkiksi maailmanlaajuinen pankkikriisi ja sen vaikutukset pankin jälleenaikakustannuksiin tai lakien ja viranomais määräysten muutokset. Näitä ei voida pitää sellaisina pankki-toimintaa normaalisti kuuluvina olosuhdekorkoriskeinä, jotka pankin on kannettava. Dynaamisen hinnoittelukovenantin avulla pankin on perusteltua varautua näin muutoksiin sopimuksen laatimisvaiheessa.

Oheinen esimerkkiteksti on Nordea Pankin käyttämistä ja Rahoitustarkastuksen hyväksymistä velan yleisistä ehdoista. Vaikka ehto ei ole kohtuuton³⁷⁴, on se sellainen, joka liitännän varmistamiseksi ja yllättävyyden poistamiseksi on perusteltua kirjoittaa myös yksilölliseen sopimukseen tai vaihtoehtoisesti yksilölliseen sopimukseen on syytä ottaa viittaus kyseiseen vakioehtokohtaan.

Pankilla on oikeus korottaa velasta perittävää marginaalia tai kiinteäkorkoisen luoton korkoa, kun korotus on perusteltua Pankin lisäantyneiden varainhankinnan tai muiden kustannusten takia, joita Pankki ei ole kohtuudella voinut ennakoita velkakirjakokonaisuutta allekirjoitettaessa, kuitenkin yhteensä enintään kaksi (2) prosenttiyksikköä laina-aikana. Pankki ilmoittaa korotuksesta Yritykselle lähettämällä kirjallisen ilmoituksen vähintään kaksi (2) kuukautta ennen korotuksen voimaantuloa.

Yrityksellä on oikeus ennen korotuksen voimaantuloa irtisanoa velka heti takaisinmaksettavaksi ilman velan ennen aikaisesta takaisinmaksusta perittäviä makuja ja palkkioita. Irtisanomisen on oltava kirjallinen.

Jos tähän luottoon liittyvät Pankin kustannukset kasvavat tai siihen liittyvät tulot vähentyvät lainsäädännön tai viranomaispäätösten muutosten vuoksi tai muista vastaavista Pankista riippumattomista syistä, Yrityksen on korvattava Pankille muutoksen aiheuttamat kustannukset tai vähentyneet tulot. Tähän luottoon liittyvä suhteellinen osuus kustannusten kasvamisesta tai tulojen vähenemisestä lisätään vuosittaiseksi prosenttiyksikkömääräksi muutettuna luoton korkoon tai peritään erillisenä maksuna. Pankin on ilmoitettava Yritykselle korotuksesta tai maksusta kirjallisesti.³⁷⁵

Teksti 47. Pankista riippumattomat syyt korottaa luoton hintaa.

³⁷⁴ Pankin oikeutta korottaa yksipuolisesti lainan korkoa on pidetty Säästöpankkien saaman julkisuuden johdosta kohtuuttomana ja mahdottomana (KKO 1992:50). Näin ei kuitenkaan silloin ole, kun koron korotukselle on olemassa selkeät perusteet, mm. KKO:1994:55, KKO:1995:56, KKO:1995:157 ja KKO:1997:104.

³⁷⁵ Nordea Pankki Suomi Oyj (2006), velan yleiset ehdot, kohdat 1.5 ja 1.6.

6.3. Muut tuottokovenantit

Pankin tuotto asiakassuhteesta riippuu useasta eri elementistä. Riski – tuottoajattelu peilaa luottoriskiä, mutta tuottotasoon voidaan vaikuttaa eri tavoin. Näin myös luoton hinnoitteluun vaikuttavat muutkin syyt kuin pelkkä riskin määrä. Liikeryityksenä pankki arvioi asiakkuuden merkitystä kokonaisuutena³⁷⁶ ja riskiä arvioidaan suhteessa kokonaiskannattavuuteen. Kun luottopäätös tehdään kokonaisriskin lisäksi kokonaistuottoa arvioiden, vaikuttavaa luoton hintaan sekä myös luoton saatavuuteen 1) riski - tuottosuhte, 2) vakavaraisuusvaatimuksen oikea kustannusvastaavuus sekä 3) muut tuotot eli yrityksen ja mahdollisen taloudellisen etuyhteyden³⁷⁷ käyttämät pankin palvelut kokonaisuudessaan.

Pankin toimintaan liittyvän ulkopuolisen hyödykkeen hankkiminen tai käyttö asiakkaan kannalta kokonaisuutena arvioiden asiattomasti ei saa vaikuttaa luoton saamiseen, sopimuksen voimassaoloon tai muihin sopimuksen ehtoihin, eikä asiakkaan oikeutta ryhtyä sopimussuhteeseen, esimerkiksi maksuliikeasiakkaaksi, muun pankin kanssa saa rajoittaa. Pankki ei siis voi rahoitussopimuksella edellyttää, että asiakas hankkii arvokkaan vahinkovakuutuksen saman intressiryhmän tai lähipiirin vakuutusyhtiöstä tai perustaa luoton hinnoittelun kyseisen vakuutuksen hankkimiseen, eikä pankki voi kieltää yritystä asioimasta toisessa pankissa.

Maksuliikepalvelujen hoitaminen ei ole pankkitoiminnan ulkopuolinen hyödyke, vaan kiinteä, välttämätön osa sitä. Maksuliikkeellä on usein huomattava merkitys pankin tuottojen muodostukselle. Se voi muodostaa jopa puolet yrityksen asiakaskatteesta. Rahoitussopimuksella voidaan luoton hinta määrittää niin, että se kannustaa asiakasta asioinnin keskittämiseen, mutta kokonaisuutena tuo pankille suuremman kokonaishyödyn. Sopimuksella ei kuitenkaan tule kieltää yritystä asioimasta toisessa pankissa, eikä se myöhemminkään voi olla irtisanomisen perusta. Keskittämiskovenantti on parhaimmillaan kaksisuuntaisen hinnoittelukovenantin tapaan sopimusosapuolille ”win-win” -ehto.

Luoton hinnoittelun perusteena on se, että Yritys keskittää maksuliikepalvelunsa Pankkiin niin, että vähintään puolet sen rahavirtojen kokonaismääräs-

³⁷⁶ Mm. Haastattelut ja Taloussanomien (2008), Mäkeläinen ”pankkilainojen hinnoittelussa otetaan huomioon, että rahoituksen järjestäjä saa yritykseltä muutakin bisnestä”.

³⁷⁷ Rahoitustarkastus, yleisohje, s. 2, asiakaskokonaisuudella tarkoitetaan asiakkaan kanssa samaan konserniin tai muuten samaan olennaiseen taloudelliseen etuyhteyteen kuuluvia asiakkaita.

tä hoidetaan Pankin toimesta. Mikäli Yritys hoitaa pääosan, yli puolet vuositaisesta maksuliikkeestä toisessa rahalaitoksessa, Pankilla on oikeus korottaa luoton marginaalia 0,50 % -yksikköä.

Teksti 48. Maksuliikkeen keskittäminen-

Nykyisissä finanssitavarataloissa on tarjolla rahoituksen ja maksuliikkeen lisäksi suuri määrä muita rahoitusalan tuotteita, joita yritys voi hankkia pankin kautta ja avustuksella. Tällaisia ovat mm. henki-, eläke- ja vahinkovakuutus tuotteet, rahoitusyhtiöpalvelut, johdannaistuotteet ja kiinteistönvälityspalvelut. Jokaisen tällaisen lisäpalvelun hankkimisen sitominen luotonsaantiin tai hinnoittelun tai muuhun sopimusehtoon tulee tarkoin harkita. Jos tuotteella tai palvelulla on rahoitusriskin hallinnan kannalta perusteltu funktio (esimerkiksi vakuuteen liittyvä arviokirja tai korkoriskiin liittyvän korkosuojaus) ja tästä syystä sitominen halutaan tehdä, tulee asiakkaalle jättää vapaa harkinta päättää, keneltä hän kyseisen palvelun tai tuotteen hankkii.

Sopijapuolten yhteisenä intressinä on, että oleelliselta koronnousun riskiltä suojaudutaan ja korkoriski hallitaan.

Yritys sitoutuu siihen, että vähintään puolet (1/2) luoton euromäärästä suojataan koronnousulta markkinatilanteeseen sopivalla ja Yrityksen kannalta järkevällä johdannaissopimuksella. Päätökset korkosuojauksen yksityiskohdista tekee Yritys.

Teksti 49. Asiakkaalla vapaa harkinta palvelun tuottajan valintaan. Esimerkkinä korkoriskikovenantti.

6.4. Asiakkuudenhallinta³⁷⁸

Asiakkuudenhallinnan määritelmiä on runsaasti, mutta yleisimmin asiakkuudenhallinnalla tarkoitetaan toimenpiteitä, joilla yritykset pyrkivät hoitamaan asiakassuhdetta kaikissa sen elinkaaren (Tieke: löytäminen, pitäminen, suhteen vahvistuminen; Mäntyneva: hankinta, haltuunotto, kehittäminen ja säilyttäminen) vaiheissa.³⁷⁹ Käsite sisältää asiakasläh- töisen ajattelutavan sekä myös sitä tukevat tietojärjestelmät ja käytännössä usein on ky-

³⁷⁸ Mm. TIEKE, Tietoyhteiskunnan kehittämiskeskus ry, www.tieke.fi ja Mäntyneva (2003), s. 9, *CRM, Customer Relationship Management*, Asiakkuusajattelu. Mäntyneva (2003), ”terminologian yhdenmukaistamiseksi pyritään käyttämään termiä asiakkuudenhallinta yhteenkirjoitettuna. Vaikka termi osaltaan ilmentää, että kyseessä on yksittäisen asiakkuuden hallinta, niin se tulisi kuitenkin ymmärtää kattavan kaikkien asiakkuuksien hallinnan”.

³⁷⁹ www.tieke.fi, Mäntyneva (2003), s. 17.

symys asiakaskannan (tietoteknisestä) hallinnasta ja asiakaskohtaamisten hallinnasta. Mäntynevan mukaan asiakkuudenhallinta liittyy *asiakassuhteiden laadun, keston ja kannattavuuden kehittämiseen*³⁸⁰ ja siihen liittyviä menestyksen avaimia ovat asiakkuuksien kannattavuus ja arvo, niiden kehittäminen elinkaarella, toimien yhdistäminen markkinoinnin käytännön toteutuksen, informaatioteknologian hyödyntäminen ja käytännön kehittämishankkeiden onnistunut toteutus³⁸¹.

Pankin arvo ei ole taseessa, tuloslaskelmassa, henkilöstössä, toimitiloissa, järjestelmissä, verkostossa eikä tuotteissa, vaan asiakassuhteissa. *Toimiva rahoitussopimus on asiakkuudenhallinnan kannalta tehokas työkalu.* Huonosti ajoitettu, neuvoteltu, laadittu ja valvottu sopimus voi aiheuttaa tyytymättömyyttä ja johtaa ääritilanteessa asiakkuuden menetykseen. Asiakkuus voidaan menettää myös jo rahoitussopimuksen neuvotteluvaiheessa. Ammattimainen neuvotteluihin valmistautuminen ja yksilöllinen, laadukas rahoitussopimus taas osoittaa asiakkaalle pankin ammattitaidon, kiinnostuksen ja halun pitkäkestoiseen asiakassuhteeseen. Asiakassuhteen laadun, keston ja kannattavuuden parantaminen ovat rahoitussopimukseen helposti ja luontevasti liitettäviä tavoitteita.

Keskisuuret yritysasiakkaat muodostavat pankin menestykselle keskeisiä asiakassuhteita ja ovat osaltaan avain tulevaisuuden menestykselle. Avainasiakassuhteen johtamisen kuuluvat Tikkanen mukaan seuraavat tehtävät; 1) nykyisten ja potentiaalisten asiakkaiden tunteminen ja tunnistaminen, 2) relevantin asiakas- ja markkinatiedon hankkiminen markkinoinnin johtamista koskevan päätöksenteon pohjaksi, 3) asiakassuhteiden luominen, kehittäminen, ylläpitäminen sekä tarvittaessa luopuminen sekä 4) organisaatiota ja sen tarjoomia koskevien mielikuvien systemaattinen rakentaminen haluttuun suuntaan³⁸².

Rahoitussopimus -kontekstissa asiakkuuden hallinta voidaan jakaa 1) ennen sopimuksen laatimista koskevaan ajanjaksoon (tunnistaminen, löytäminen, tiedon hankinta jne.), 2) sopimuksen neuvotteluvaiheeseen (luominen, kehittäminen jne.) ja 3) sopimuksen voimassa olon ja sen päättymisen aikaiseen hallintaan (ylläpito, suhteen vahvistaminen, mielikuvat, mahdollinen luopuminen jne.).

³⁸⁰ Mäntyneva (2003), sivut 9 – 14.

³⁸¹ Mäntyneva (2003), yhteenveto / takakansi.

³⁸² Tikkanen (2005), s. 38.

Ennen rahoitussopimusta

Rahoitussopimus ei sovi kaikille, eivätkä kaikki yritykset halua sellaista laatia. On tilanteita, joissa kovenanteilla ei saavuteta riskienhallinnallista hyötyä, hinta ei voi kilpailutilanteesta tai muista syistä olla dynaaminen tai dynaamisuus ei voi olla ainakaan kaksisuuntaista, rahoitus kyettävä järjestämään ilman kovenanteja tai luottopäätös ei täysimääräisesti kovenanteja hyödyntämälläkään ole myönteinen. Pankin on kuitenkin *pyrittävä tunnistamaan ne asiakasyritykset, joiden rahoittamiseen kovenantit sopivat ja voivat tuottaa lisäarvoa niin pankille kuin asiakkaallekin.*

Pankin tulee tuntea asiakkaiden taustat, nykytilanne, suunnitelmat, tarpeet ja ennusteet, ja kun kovenantein lisäarvoa on saavutettavissa, pankin on oltava aktiivinen osapuoli. Lisäksi pankilla tulee olla tilanneherkkyyttä pystyä nopeasti uudessa tilanteessa uudenkin asiakkuuden ollessa kysymyksessä arvioimaan kovenanttien käyttökelpoisuus ja niiden avulla saatava kokonaisliiketaloudellinen hyöty. Rahoitussopimusten hyödyllisyyden arviointi kehittää pankin edustajien osaamista, asiakastarpeiden tunnistamista ja analysointia. Kun kysymyksessä ei ole pelkkä perinteisen vakuuskeskeisen ajattelun ”nykytilanne ja vakuusarvio”, vaan liiketalouteen perustuva ja tulevaisuuteen keskittyvä kokonaisarviointi, on asiakasnäkökulma ja näin asiakkuuden hallinta nostettu aikaisempaa korkeammalle tasolle.

Rahoitussopimuksen neuvottelu

Rahoitussopimuksen neuvottelu on interaktiivinen tapahtuma, jossa osapuolten on tuotava esille omat intressinsä, mutta toisaalta joustavasti ja rationaalisesti arvioitava kokonaisuutta molempien tavoitteet huomioiden. Neuvotteluiden ongelmana on monesti päätöksenteon moniportaisuus, useat vastakkaiset intressit sekä vaihtoehtojen ja variaatioiden monilukuisuus. Yritys odottaa lähes poikkeuksetta pankilta esitystä ja luonnosta rahoitussopimuksesta ja niistä kovenanteista, joita sen tulisi sisältää. Tässä kohtaa asiakkaalle viimeistään selviää se, kuinka hyvin pankki asiakkaansa ja sen tarpeet tuntee ja kuinka hyvin neuvotteluihin on valmistauduttu. Rahoitussopimusneuvottelu ”pakottaa” pankin edustajan tuntemaan asiakkaansa ja lisää näin asiakkuuden hallintaa. Neuvottelun tuloksena syntyy sopimus, jonka lopullista laatua mitataan rahoituksen maturiteetin aikana ja kokonaistaloudellisuus voidaan arvioida vasta luottosopimuksen päättymisen jälkeen.

Rahoitussopimuksen voimassaolo

Rahoitussopimuksen monitorointi on erinomainen peruste jatkuvalla kanssakäymiselle ja asiakassuhteen kehittämiseksi. Monitorointi antaa mahdollisuuden arvioida asiakassuhdetta kokonaisuutena ja kartoittaa muuttuvia asiakastarpeita. Asiakaslähtöiset yritykset pyrkivät käymään asiakkaan kanssa jatkuvaa vuoropuhelua ja tutustumaan ja tuntemaan myös yrityksen arjen. Ne eivät tyydy formaalisiin asiakastytyväisyystutkimuksiin, juhlatilaisuuksiin tai palautteen ja valitusten käsittelyyn. Rahoitussopimus tarjoaa vuoropuheluun ja kanssakäymiseen erinomaisen työkalun.

Rahoitussopimuksen kovenantit ovat ns. ”kovia” sopimusehtoja. Niihin tulee joka tilanteessa suhtautua vakavasti eikä niiden mahdolliseen rikkoutumiseen tule suhtautua välinpitämättömästi. Ei siinäkään tilanteessa, kun rikkoutuminen ei ole signaali vakavasta tai poikkeavasta ongelmasta, vaan esimerkiksi tulos huolimattomasti asetetusta triggerin rajasta. Pankin suhtautuminen rahoitussopimuksen kovenantteihin on merkki asiakkaalle sopimuksen merkityksestä, eikä sitä tule millään muotoa kyseenalaistaa.

Rahoitussopimuksen voimassaolon aikana mitataan asiakashallinnan onnistuminen. Onko ennen sopimusta löydetty oikeat kovenanttirahoituksen kohderyhmät, onko neuvottelun tuloksena syntynyt sopimus tehokas ja kestävä, onko viestintä asiakkaan kanssa onnistunut, onko asiakassuhde vahvistunut ja rahoitussopimus ollut liiketaloudellisesti tehokas? Rahoitussopimus tarjoaa koko elinkaarensa ajan erinomaisen mahdollisuuden ja välineen asiakaslähtöisen yrityskulttuurin edistämiseksi.

7. KOVENANTTIEN SEURANTA JA SEURAAMUKSET

7.1. Kovenanttien seuranta

Haastatteluiden perusteella eräs kovenanttien käytön haaste ja tulevaisuuden kehittämis-kohta on niiden seuranta. Seurannan aikajänne on rahoituksen luonteeseen ja aktiivisuutta edellyttävään toimintaan nähden usein liian pitkä. Finanssikovenanttien osalta seuranta on tilinpäätösperiaatteen ansiosta joka tapauksessa systemaattista, mutta toimintaa säätelevien ja yritystä velvoittavien kovenanttien seuranta perustuu yrityksen ja pankin avainhenkilöiden aktiivisuuteen ja on enemmän tai vähemmän sattumanvaraista. Usein seuranta toteutetaan uusien luottoneuvotteluiden yhteydessä tai tilinpäätösanalysoinnin yhteydessä tarkistetaan finanssikovenanttien lisäksi myös muiden kovenanttien tilanne.

Kaikissa pankeissa ei ole seurantaan oleellisesti helpottavia atk-pohjaisia järjestelmiä, mutta osalla on käytössä erilaisia eräpäivä- ja huomautuslistoja. Seuranta ei ole keskitetty, vaan jokainen asiakasvastuullinen seuraa omien asiakkaidensa kovenanttien voimassaoloa³⁸³. Jotta rahoittaja saisi riittävän ajantasaista tietoa yrityksen toiminnasta, tulisi tilinpäätöksen tunnuslukukovenanteja koskevan seurannan tapahtua vähintään kaksi kertaa vuodessa, tilinpäätöksen ja välitilinpäätöksen yhteydessä³⁸⁴. Pääosa kovenanttien seurannasta tapahtuu kuitenkin vain tilikausittain. KTM -raportin mukaan³⁸⁵ myös tunnuslukukovenanttien tulee perustua tilintarkastajan tarkastamiin tunnuslukuihin ja yrityksen tulisi toimittaa tunnuslukutiedot rahoittajalle kahden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä.

Kassavirtakovenanttien osalta tilanne on heikoin. Kun nopeaa monitorointia halutaan ja tarvitaan, niin nykyisillä välineillä se ei onnistu. Kuukausi- tai kvartaaliseuranta ei haastattelujen mukaan tässä kohderyhmässä tehdä. Mahdollisena ratkaisuna ongelmaan kovenantit voitaisiin synkronoida yrityksen sisäiseen laskentaan. Pätevä liikkeenjohtaja edellyttää kassavirtaraporttia kuukausittain tai jopa viikoittain. Jos esimerkiksi vuosikvartaalittain vastaava raportti toimitettaisiin myös pankkiin, nopea reagointi olisi mahdollista. Toinen raportti, jota liikkeenjohtaja taloushallinnoltaan useimmiten haluaa, on raportti tilauskannasta, myynnistä, myyntisaatavista ja mahdollisesti muusta operatiivisesta toi-

³⁸³ Haastattelut.

³⁸⁴ KTM -raportti (1996), s. 39.

³⁸⁵ KTM -raportti (1996), s. 39.

minnasta Tämä kertoo tulevaisuuden kassavirrasta, siis tulevasta luotonhoitokyvystä. Nämä antavat mahdollisuuksia reaaliaikaisen kovenantin kehittämiseksi.

Haastattelujen perusteella voidaan todeta, että useimmiten pankki analysoi tilinpäätökset ja laskee rahoitussopimuksen perusteena olevat tunnusluvut, ei yritys. Tosin yhä useammissa yrityksissä kovenanteista on tullut talousjohtamisen välineitä ja näin yritys on koko ajan selvillä kovenanttitasojen kumulatiivisesta kehityksestä. Tämä kehitys on toivottavaa, sillä näin yritys ja pankki seuraavat systemaattisesti samoja mittareita. Rahoitussopimuksissa on yrityksille useimmiten annettu aikaa neljä kuukautta toimittaa tilinpäätös-materiaali³⁸⁶. Aikajakso on pitkä. Pahimmillaan, kun huomioidaan neljän kuukauden toimitusaika, analyysien tekoaikataulu sekä mahdolliset neuvotteluiden aikatauluongelmat, finanssikovenanttien rikkoutumista saatetaan arvioida lähes puoli vuotta vanhan historia-tiedon perusteella.

Vaikka yrityksen tulee lain mukaan saattaa tilinpäätöstietonsa kuntoon neljän kuukauden kuluttua tilikauden päättymisestä³⁸⁷ ja toimittaa tilinpäätösasiakirjat kaupparekisteriin rekisteröitäväksi kahden kuukauden kuluttua niiden valmistumisesta³⁸⁸, voi yritys useimmiten halutessaan nopeuttaa tilinpäätöksen valmistumista. Velan yleisissä ehtoissa tilinpäätös- yms. materiaalin toimittamisajaksi on sovittu kaksi kuukautta, joka on perustellusti kovenanttirahoituksessa tavoiteltava.

Kompetenssinrajoituskovenanteissa pankki on yritykseltä saadun informaation sekä usein sattumanvaraisen markkinatiedon³⁸⁹ varassa. Käytännössä seuranta tältä osin on sama kuin pankin ja yrittäjän väliset neuvottelut ja seurannan aikajänne neuvottelujen frekvenssin mukainen. Asiakasvastuullisten pankkilaisen tavoitteena on haastattelujen perusteella tavata asiakkaat keskimäärin kolme - neljä kertaa vuodessa, mutta mikäli lisärahoitustarvetta ei ole, tapaamisväli voi kasvaa. Kovenanttipohjaisessa rahoituksessa on pyrittävä jatkuvaan vuoropuheluun pankin ja yrityksen välillä. Ehtojen seuraaminen ja yrityksen tiedonannon tiheys määräytyvät tapauskohtaisen harkinnan perusteella³⁹⁰, mutta on

³⁸⁶ Haastattelut.

³⁸⁷ KPL, 3 luku, 6 pykälä.

³⁸⁸ OYL, 1 luku, 14.1 pykälä.

³⁸⁹ Haastattelut, esim. yritysten varallisuuserien myynnistä tai osakekaupoista saattaa tulla pankille tieto verkoston kautta, esim. muilta yrityksiltä.

³⁹⁰ KTM -raportti (1996), s. 34.

perusteltua, että pankin ja yrittäjän väliset neuvottelut ja tilannepäivitykset käytäisiin vähintään vuosikvartaaleittain³⁹¹.

KTM -raportin johtopäätöksissä³⁹² arvioidaan, että rahoittajien organisaatiot kohtaavat haasteita, mikäli kovenanttien käyttö pk -sektorin luototuksessa laajenee nykyisestään. Haastatteluiden perusteella ammattimaisen seurannan kehittäminen kuuluu edelleen näihin haasteisiin.

7.2. Kovenanttien rikkoutuminen

Kun kovenanttia ei syystä tai toisesta noudateta tai pystytä noudattamaan, se rikkoutuu³⁹³. Kovenantti voi rikkoutua joko yrityksen menettelystä johtuen³⁹⁴ tai yrityksestä riippumattomasta ulkoisesta syystä. Yleisin perussy on yrityksen taloudellisen tilanteen huonontuminen, jonka perusteet voivat olla moninaiset. Kilpailutilanne, epäonnistuneet projektit, suhdannemuutokset, hinnoitteluvirheet ja muut liikkeenjohdolliset virhearvioinnit voivat johtaa taloudellisten tunnuslukujen heikentymiseen ja finanssikovenantin triggerin laukeamiseen. KTM -raportin mukaan syynä voivat olla muutokset markkinaolosuhteissa, kansantalouden tilassa, yrityksen taloudellisen tilanteen heikkenemisessä tai yritysjohdon huolimattomuudessa³⁹⁵. Kompetenssinrajoituskovenanttien rikkoutuminen taustalla on useimmiten huolimattomuus tai tahallisuus. Sopimusrikkomus on aina vakava asia ja sen syyt ja seuraukset on aina selvitettävä³⁹⁶.

Velkojalla on useita mahdollisuuksia reagoida kovenanttien rikkoutumiseen. Velkoja voi Villan mukaan 1) jättää kovenantin rikkoutumisen vaille huomiota, 2) vaatia sopimusrikkomuksen korjaamista, 3) vaatia selvittely- ja luottoneuvotteluja tai 4) purkaa rahoitusjärjestely ja vaatia luottoa välittömästi takaisinmaksettavaksi³⁹⁷. Day näkee rikkoutumisen jälkeen pankin mahdolliset toimet seuraavasti; 1) jättää kovenantin rikkoutuminen vaille huomiota, 2) antaa waiverin, 3) osallistuu neuvotteluihin velallisen kanssa rikkoutumisesta, 4) uudelleen järjestee tai uudelleen rahoittaa lainan ja 5) vaatii lainan välitöntä mak-

³⁹¹ Haastattelut, erityisesti Mattila-Backman ja Myllylä.

³⁹² KTM -raportti (1996), s. 79.

³⁹³ Kovenanttien rikkoutumismääristä ei ole käytettävissä tilasto- tms. tietoa. Dichev - Skinner (2002) arvioivat tutkimuksessaan, että noin 30 prosentissa lainoissa tapahtuu rikkoutumista, abstract, "...technical violations occur relatively often, in about 30 % of all loans...".

³⁹⁴ Villa (2003), s. 154, velallinen ei pysty tai ei halua täyttää luottosopimuksessa sovittuja erityisiä ehtoja.

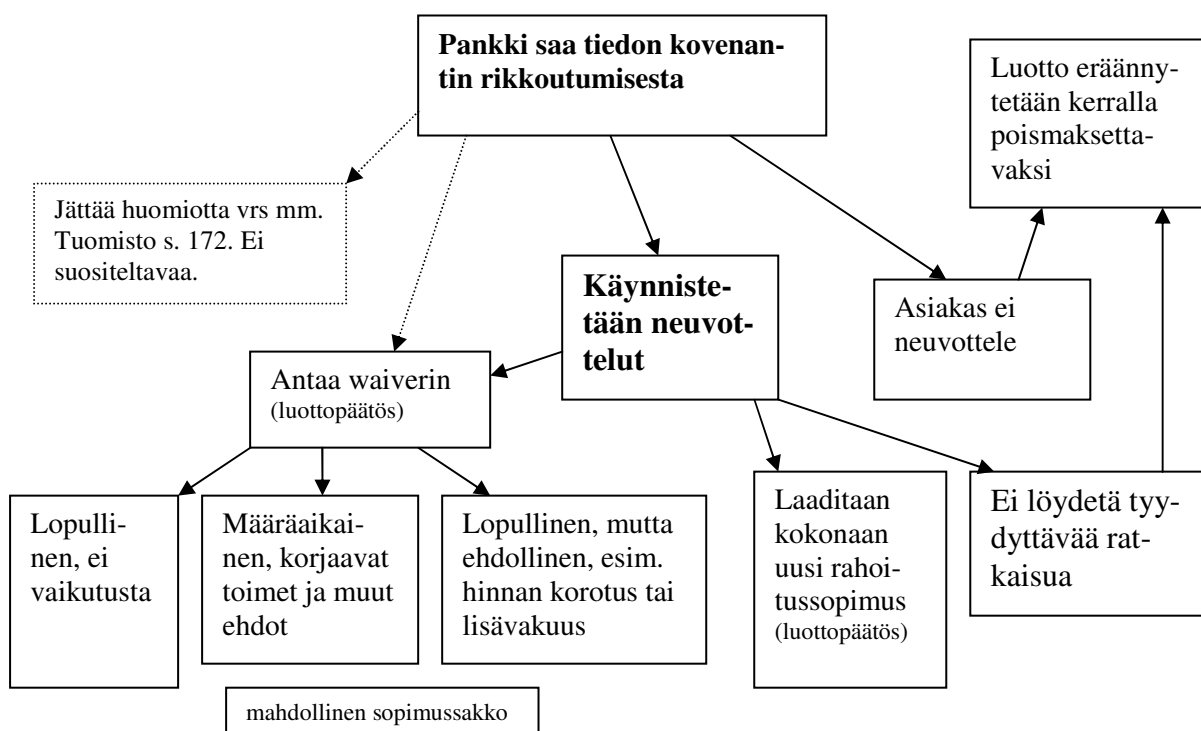
³⁹⁵ KTM -raportti (1996), s. 71.

³⁹⁶ KTM -raportti (1996), sivut 70 – 71.

³⁹⁷ Villa (2003), s. 156.

samista³⁹⁸. Tuomiston mukaan kovenantin rikkoutuminen on aina vakava asia³⁹⁹, mutta toisaalta hän esittää, että rahoittajan ei ole tarkoituksenmukaista reagoida kovenantin rikkoutumiseen (erityisesti finanssikovenantin osalta), mikäli rikkoutumisen on aiheuttanut selvästi havaittavissa oleva ohimenevä ilmiö. Tuomisto viittaa myös Hemmon toleranssiraja -termiin⁴⁰⁰. Day ja Taylor kuitenkin varoittavat huomiotta jättämisen riskeistä. Se antaa helposti väärän kuvan velalliselle, tekee kovenanteista vähemmän tärkeitä, vaikeuttaa implementointia ja niiden noudattamista kaiken kaikkiaan⁴⁰¹. Tämän tutkimuksen haastattelujen perusteella Day ja Taylor ovat oikeassa. Kovenantin rikkoutumiseen on aina reagoitava. Olkoon rikkoutuminen syy mikä tahansa, se edellyttää aina waiveriä, ja jos vähämerkityksellinen rikkoutuminen usein toistuu, on rahoitussopimuksen sisältöä tältä osin harkittava uudelleen.

Kuvio 1. Kovenanttien rikkoutumiseen reagointi.



³⁹⁸ Day - Taylor (1995), s. 24.

³⁹⁹ Tuomisto (1999), s. 170.

⁴⁰⁰ Tuomisto (1999), sivut 171 -172, jossa viittaus Hemmo 1997(b), s. 170.

⁴⁰¹ Day - Taylor (1996), sivut 52 – 53, "ignoring violations or regularly issuing waivers or other accommodations carries the risk of trivialising debt contracts in the eyes of borrowers, the market in general, and the law by imparting a message to corporate managers that covenants are unimportant, thereby creating implementation and enforcement problems".

Yrityksellä on ensisijainen velvollisuus ja mahdollisuus epäsymmetrisestä informaatiostakin johtuen kertoa pankille kovenantin rikkoutumisesta. Informointi tulee tehdä välittömästi ja sen tulisi johtaa neuvotteluun jatkotoimenpiteistä. *Neuvotteluyhteyden syntyminen onkin kovenantin rikkoutumisen ensisijainen ja toivottava seuraamus* ⁴⁰². Pankki haluaa neuvottelupöytänsä ja varmistaa sen, että sillä on pöydässä sananvaltaa. Asiakkaan tulee näissä neuvotteluissa selvittää rikkoutumisen syyt ja vaikutukset liiketoimintaansa sekä toimenpiteet, joihin se ryhtyy tilanteen korjaamiseksi ja mitä toimenpiteitä se toivoo rahoittajalta, jolta sopimusrikkomustila saadaan korjattua. Pankki voi esittää oman näkemysensä tarvittavista operatiivisista muutoksista. Selvitysten jälkeen pankille jää erilaiset toimintavaihtoehdot, joita voivat olla mm. rikkoutumisen ja korjaavien toimien hyväksyminen ja waiverin antaminen, sopimusehtojen muuttaminen, esimerkiksi marginaalin välitön korottaminen, maksuaikataulun muuttaminen tai pankin vakuusaseman vahvistaminen lisävakuudella ⁴⁰³. Myös omistajan euromääräisen lisäpanostuksen vaatiminen ⁴⁰⁴ on seuraamuksena kova, mutta tehokas tapa vähentää pankin riskiä. Äärimmäisessä tilanteessa luotto voidaan irtisanoa. Joka tapauksessa rikkoutumisen vaille huomiota jättäminen ei teknisestikään onnistu, koska pankki sisäisesti joka tapauksessa reagoi rikkoutumiseen.

Rikkoutuminen edellyttää aina luottopäätösmenettelyä ⁴⁰⁵. Luottopäätös voi toki olla sellainen, että rikkoutuminen ei johda waiverin lisäksi muihin toimenpiteisiin ⁴⁰⁶. Luottopäätösmenttely on seikka, joka on asiakkaalle selkeästi informoitava rahoitussopimusta laadittaessa ja vaatimus waiveristä on syytä kirjata rahoitussopimukseen. Huomattavaa on lisäksi se, että waiver aiheuttaa pankille aina työkustannuksia ja että se on yritykselle maksullinen. Joissain haastatteluissa saatiin viitteitä siitä, että waiver -palkkiotaso saattaa muodostua hyvinkin suureksi ja muodostaa kohtuullistamisriskin.

⁴⁰² Haastattelut, erityisesti Rosenbröjer, Ronimus ja Kallioinen.

⁴⁰³ Benish - Press (1992), conclusion, havaitsivat, että rikkoutumisen jälkeen rahoituksen uudelleen neuvottelu on yritykselle kallista, koska luoton hinta nousee. Lisäksi rahoittaja lisää kontrolliaan yrityksessä asettamalla toimintaa rajoittavia kovenanteja ja lisäämällä kovenanttien määrää. "...as a result of technical violation, *lenders increase their control* of firm activities and exercise various contractual rights...". Introduction, "...Refinancing costs arise because interest rates on loans and notes following violation...*lenders add numerous new covenants...* the majority of new covenants consists of restrictions on investing and financing to prevent further dissipation of assets..."

⁴⁰⁴ Haastattelut, erityisesti Myllylä, panostusta voidaan vaatia ja usein vaaditaankin, mutta se on viime kädessä omistajia päätös. Usein omistaja (esim. pääomasijoittaja) ilmoittaa jo lähtökohtaisesti panostuksensa ylärajan.

⁴⁰⁵ Haastattelut, Mattila-Backman ja Myllylä.

⁴⁰⁶ Dichev - Skinner (2002), abstract, tutkijat toteavat, että kovenanttirikkomukset johtavat usein terveiden yhtiöiden osalta waiverointeihin, "... we also find that violations are not necessarily associated with financial distress, consistent with the idea that the consequences of violation vary considerably depending on the borrowers' economic circumstances, and that *violations are often waived for healthy firms.*"

Yrityksellä on oikeus ja velvollisuus pyytää Pankilta kirjallinen jälkikäteissuostumus (waiver) tästä sopimuksesta poikkeamiseen ja pyytää sopimuksen muuttamista. Mikäli Pankki antaa waiverin ja luopuu eräännyttämisperusteesta oikeudestaan, on Pankki oikeutettu erikseen sovittavaan ja vähintään 1.000 euron suuruiseen toimenpidepalkkioon (waiver fee).

Teksti 50. Waiverin pyytäminen.

Antamalla jälkikäteishyväksymisen, waiverin, pankin saama rikkomusselvitys on asianmukainen ja syy on perusteltu ja ymmärrettävä. Pankki arvioi oman riskinsä pysyvän hallittuna. Finanssikovenantin rikkoutumisen taustalla voi olla ohimenevä ilmiö. Hyväksyminen voi olla ehdollista tai määräaikaista. Ehdollinen voi tarkoittaa esimerkiksi hinnoittelun muutosta tai lisävakuusvaatimusta. Määräaikaisessa hyväksymisessä asiakas saa määräajan, jonka puitteissa mahdolliset korjaavat toimenpiteet on suoritettava.

Jos pankin riskiasema oleellisesti heikkenee, eikä asiakas sitoudu korjaaviin toimenpiteisiin, pankin vaihtoehtona on luoton kerralla eräännyttäminen. Sopimukseen sisällytetään usein kohta, jonka mukaan pankin edellytetään aktiivisesti pyrkivän neuvottelujen kautta aikaansaamaan eräännyttämistä parempi vaihtoehto.

Sopijapuolet pyrkivät neuvottelemaan sopimuksen kohteena oleville kohdassa 2 mainituille luotoille Pankkia tyydyttävät ehdot, mikäli kohdassa 4 sovitut taloudelliset tunnusluvut eivät täyty tai kohdassa 6 sovitut eräännyttämisperusteet ovat toteutuneet. Jos sopijapuolet eivät kolmenkymmenen (30) vuorokauden kuluessa siitä, kun Pankki on kirjallisesti pyytänyt neuvotteluiden aloittamista, pääse sopimukseen luottojen uusista ehdoista tai vakuuksista tai jos neuvottelua ei ole Yrityksestä johtuvista syistä saatu käynnistettyä, Pankilla on oikeus eräännyttää luotot heti ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi.

Teksti 51. Pankin aktiivisuus ennen eräännyttämistä.

Eräännyttämisvaihtoehtoa pankki harkitsee perusteellisesti ja huomioi mm. takaisinsaan-tiriskin. Irtisanomistilanteessa yritykseen, omistajaan tai muuhun asiakaskokonaisuuteen kuuluvaan tahoon liittyä usein tarkoituksenmukainen käyttäytyminen rahoittajan intressien vastaisesti ja sopimuksen tahallinen noudattamatta jättäminen⁴⁰⁷. Irtisanominen on aina äärimmäinen ja viimeinen vaihtoehto. Kun irtisanominen on toteutettu purkamistyyppisen irtisanomisen perusteella, rahoitettava ei saa yleensä hyväksyä irtisanomisaikaa ja

⁴⁰⁷ Toistaiseksi hypoteettinen tilanne, haastatellut johtajat eivät ole eräännyttäneet yhtäkään luottoa rahoitus sopimuksen kovenanttien perusteella.

tätä kautta järjestelyvaraa asioidensa hoitamiseksi. Kohtuullisen irtisanomisajan vaatimuksen on katsottava koskevan lähinnä ilman sopimusrikkomusta toteutettuja normaaleja irtisanomisia tai tapauksia, joissa kyse on vähäisestä sopimusrikkomuksesta. Kun irtisanominen toteutetaan sopimusrikkomuksen johdosta, kyseessä on erityisperusteinen irtisanominen. Tällöin kohtuullisen irtisanomisajan vaatimus ei ole ehdoton eikä irtisanomisaikaa sisältämätöntä ehtoa ole pidettävä yllättävänä ja ankarana.⁴⁰⁸ Haastattelujen mukaan rahoitussopimus parhaimmillaan nopeuttaa pankin operatiivista aikajanaa eräännyttämisen osalta⁴⁰⁹.

Rahoitussopimukset toimivat haastatteluissa saatujen selvitysten mukaan hyvin, kun tavoitellaan neuvotteluyhteyttä ja sovitaan mahdollisista liiketoimintaa korjaavista toimenpiteistä. Kovenantit toimivat luontevasti, kun finanssi- tai hinnoittelukovenantti on lauenut. Miten toimitaan, kun kompetenssinrajoituskovenantti laukeaa huolimattoman tai tahallisen toiminnan johdosta? Tässä tapauksessa pankin reagointi riippuu tilanteen kokonaisarviointista. Kysymys voi olla vakavasta rikkomuksesta tai vähäisestä huolimattomuudesta. Mutta jääkö rahoitussopimus vaikutukseltaan kevyeksi, jos sen tahallista tai huolimattomuuteen perustuvaa rikkoutumista ei ole muulla tavoin sanktioitu? Kovenantista huolimatta yhtiö on päätöksenteossaan yhtiöoikeudellisesti itsenäinen. Tämä tarkoittaa sitä, että velallisyhtiö ja omistaja voivat tehdä itsenäisesti päätöksiä, jotka ovat sopimuksen vastaisia. Velallisyhtiö tai omistaja voi myös rikkoa velvoitettaan olemalla hankkimatta velkojan ennakkosuostumuksen silloin, kun sopimus siihen velvoittaa⁴¹⁰. Sanktioidaanko rahoitussopimukset sopimussakoilla tai tulisiko niin tehdä?

Sopimussakko

Sopimussakko on sopimuskohta, joka tahallisessa rikkomustilanteessa pakottaa yhtiön tai omistajan pohtimaan toimen taloudellisia etuja tai haittoja. Yritysten välisissä sopimuksissa on tavallista tehostaa velvoitteita ottamalla sopimukseen ehto, jonka mukaan tietyt sopimusrikkomukset perustavat velvollisuuden sopimussakon maksamiseen. Sopimussakon etuna velkojan kannalta on se, että hän saa sovitun määräisen hyvityksen ilman että hänen tarvitsee osoittaa kärsimänsä vahingon määrää. Sopimussakko on tosiasiallisesta

⁴⁰⁸ Tuomisto (1999), sivut 177 – 178, jossa viittaukset KKO 1984 III ja Huhtamäki (1993), Luotonantajavastuu, sivut 147 – 154 yms.

⁴⁰⁹ Haastattelut, erityisesti Kiiski.

⁴¹⁰ Villa (2003), s. 158.

vahingosta riippumaton. Velvollisuus sen maksamiseen ei yleensä poistu, vaikka voitaisiin pitää varmana, että velkoja ei ole kärsinyt vahinkoa sopimusrikkomuksen vuoksi⁴¹¹. *Ylikompensatorinen sopimussakko voi näin tehokkaasti estää pankin kannalta epätoivottava päätökset sekä myös lisätä huolellisuusvaatimusta.* Tosin kohtuuttoman suuri sopimussakko sisältää riskin siitä, että sitä sopimusehdon sovittelulla saatetaan kohtuullistaa. Sopimussakko toimii ennalta ehkäisevästi esimerkiksi niin, että osingonmaksussa ei tapahdu virheitä tai lisärahoituksen suhteen yritys on hyvin tarkka. Suomessa vahinkoa suurempi sopimussakko hyväksytään varsin laajalti jopa yksityishenkilöiden välisissä suhteissa ja pyrkimys käyttää sakkoa sopimusrikkomuksen estämiskeinona on saanut pitkälle menevän hyväksynnän⁴¹².

Haastatteluiden perusteella rahoitus sopimuksissa käytetään harvoin sopimussakkoja. Niihin ei ole totuttu, mutta useinkaan mitään yksilöityä, perusteltua syytä niiden käytön esteeksi ei esitetty. Jossain kommentoissa haastateltavat suhtautuivat sopimussakkoon hyvin varauksellisesti ja pitivät niitä kohtuuttomina ja rahoitus sopimukseen sopimattomina⁴¹³. Sopimussakko on kuitenkin kriittistä huolimatta tutkimuksen perusteella käyttökelpoinen lisäehto yrityksen tai sen omistajan tahallisuudesta tai tuottamuksellisesta toiminnasta tai sen puutteesta johtuvien (muut kuin finanssikovenantit) rikkoutumisperusteiden lisäsanktioksi ja näin ennalta ehkäisevänä rahoittajan riskin hallitsemiseksi. Case esimerkeistä jokainen sisältää sopimussakon.

Pankilla on oikeus vahingonkorvauksena 50.000 euron sopimussakkoon, mikäli Yritys tai Omistaja tahallisuudesta tai tuottamuksellisuudesta rikkoo tätä sopimusta. Mikäli Pankin tappiot ovat em. tilanteessa enemmän kuin sopimussakon määrä, Pankilla on oikeus vaatia Yritystä tai Omistajaa korvaamaan Pankille koko tappion määrä.

Teksti 52. Sopimussakko.

Kun sopimusrikkomus tapahtuu ja pankki saa siitä tiedon, pankin on syytä varata riittävästi aikaa sopimusneuvotteluihin yms. reagointitoimiin. Sopimukseen tämä varaus voidaan ottaa esimerkiksi seuraavasti:

⁴¹¹ Hemmo (2007), s. 54.

⁴¹² Hemmo (2005), sivut 91- 92.

⁴¹³ Haastattelut, erityisesti Rosenbröjer, jonka mukaan pankin tulee sopimussakon sijaan pitäytyä waiver -palkkiossa.

Vaikka Pankki ei ole eräännyttänyt saataviaan heti yksittäisen luottoasiakirjan ehdoissa tai tämän rahoitussopimuksen ehtojen erääntymisperusteista tiedon saatuaan, Pankki ei siitä huolimatta ole luopunut oikeudestaan vedota kyseiseen eräännyttämisperusteeseen. Pankin on kuitenkin vedottava kyseiseen eräännyttämisperusteeseen yhden (1) vuoden kuluttua tiedoksisaannista.

Teksti 53. Reagointiaika tiedoksisaannista.

Riitojen ratkaisemisesta sopimuksissa yleisesti ottaen todetaan, että sopimukseen sovelletaan Suomen lakia ja että erimielisyydet ratkaistaan erikseen määritellyssä käräjäoikeudessa.

Vahingonkorvaus

Vahingonkorvausoikeuteen kuuluvat kysymykset vastuusta 1) sopimussuhteessa ja 2) vastuusta sopimussuhteen ulkopuolella. Vahingonkorvauslaki ei koske sopimukseen perustuvaa korvausvastuuta⁴¹⁴. Sopimuksen perustuva vahinko on siis muistettava pitää erillään vahingonkorvauslaissa säännellystä sopimuksen ulkoisissa suhteissa vaikuttavasta vahingonkorvauksesta. Kun sen sijaan pohditaan kolmannen osapuolen ultra partes vahingonkorvausvelvollisuutta (esimerkiksi muun kuin sopimussuhteessa olevan luottolaitoksen myötävaikutusta kovenantin rikkoutumiseen), kysymyksessä ei ole sopimussuhde, joten tällöin sovelletaan vahingonkorvauslain säännöksiä⁴¹⁵. Vahingonkorvaus on esimerkiksi Hemmon (2007) mukaan tärkeä sopimusoikeudellinen seuraamus⁴¹⁶. Onko mahdollista, että kovenantin rikkominen johtaisi 1) yrityksen vahingonkorvausvelvollisuuden pankille tai 2) voisiko pankki vaatia vahingonkorvausta muulta taholta kuin sopimusosapuolelta?

Sopimuksen osapuolten sopimussuhderikkomuksia käsitellään sopimuksen suoritushäiriöinä, jotka voivat perustyypiltään olla 1) viivästys tai 2) virhe. Sopimussuhteisen viivästyksen tai virheen seuraamukset ovat yleisellä tasolla sopimuksen purkaminen, vahingon-

⁴¹⁴ Vahingonkorvauslaki 31.5.1974 / 412, 1 luku, 1 §, vahingon korvaamiseen on sovellettava tämän lain säännöksiä. Tämä laki ei kuitenkaan koske, ellei tässä tai muussa laissa toisin säädetä, sopimukseen perustuvaa tai muussa laissa säädettyä korvausvastuuta.

⁴¹⁵ Hemmo (1998), sivut 1 - 2. Sopimuksenulkoisen vahingonkorvausvelvollisuus eli deliktivastuu tulee sovellettavaksi silloin, kun osapuolten välillä ei ole sopimusmuotoista tai siihen rinnastettavaa suunnitelmallista yhteistoimintaa.

⁴¹⁶ Hemmo (2007), s. 49.

korvaus tai sitä vastaavat oikeusseuraamukset kuten sopimussakko, viivästyssakko, kauppahinnan alennus tai virheen korjaaminen rikkojan lukuun. Sopimussuhteissa korvataan yleensä vain taloudelliset vahingot, aineettomat vahingot jäävät normaalisti korvaamatta. Vahingon suuruuden näyttäminen on kuitenkin monissa tapauksissa hankalaa ja vahingonkärsijä ei yleensä onnistu tarkalleen osoittamaan, mikä on vahingon todellinen suuruus⁴¹⁷.

Näin on tilanne myös pankin mahdollisesti harkitessa vahingonkorvauksen vaatimista yritykseltä kovenantin rikkoutumisesta. Mikä on pankille koitunut vahinko, jos omistaja rikkoo omistuksenpysyvyyden kovenanttia? Välittömästi tuskin mikään, yritys jatkaa kenties entisen tapaan toimintaansa ja myöhemmin syntyneiden taloudellisten vaikeuksien ja maksukykyongelmien mahdollisen syy - seurauksen osoittaminen on erittäin vaikeaa. Entä jos omavaraisuus laskee alle tietyn tason. Vahinkoa ei tämänkään tyyppisen sopimusrikkomuksen perusteella pankille synny. Vahingonkorvauksen hakeminen yrityksen rikkoessa rahoitus sopimusten kovenantteja ei ole relevantti pankin reaktio sopimusrikkomukseen, vaan tällöin kysymykseen tulee sopimuksen purkaminen ja muut mahdolliset sopimusta korjaavat toimet, kuten koron nostaminen, vakuuden lisävaade, maksusuunnitelman muutokset, waiverin hinnoittelu sekä tässä tutkimuksessa esitetty sopimussakko, jonka vaatiminen ei edellytä syntyneen vahingon määrän osoittamista.

Kolmannen pankille aiheuttama *sopimuksen ulkoinen vahinko* (taloudellinen) voisi tulla korvattavaksi, jos siihen on erittäin painavia syitä. Vahingonkorvauslain mukaan tällöin edellytetään tahallisuutta ja tuottamuksellisuutta; ”...joka tahallisesti tai tuottamuksesta aiheuttaa toiselle vahingon on velvollinen korvaamaan sen, jollei siitä, mitä tässä laissa säädetään, muuta johdu...”. Erittäin painava syy tulisi perustua teon laskelmoituun vahingontuottamisen tahallisuuteen. Pankki joutuu kuitenkin tällaisessakin tilanteessa vaikean syy - yhteys- ja näyttötaakkaongelman eteen. Vahingonkorvaustilanteissa on pystyttävä osoittamaan aiheutunut vahinko, vahingon taloudellinen määrä, sekä kolmannen vilpillisessä ja laskelmoidusti vahingoittamistarkoituksessa tehdyn oikeustoimen syy-yhteys aiheutuneeseen vahinkoon⁴¹⁸. Panttauksen ja negative pledge -sopimuksen kollisiossa voisi kuitenkin tällainen tilanne syntyä. Yhtenä mahdollisena tapauksena Tammi-Salminenkin ottaa negative pledge kovenantin osalta esille *ultra partes* tilanteen, jossa

⁴¹⁷ Hemmo (2007), s. 52.

⁴¹⁸ Tuomisto (1999), sivut 159 – 160.

velkoja on tehnyt aiemman luotonantajan oikeutta loukkaavan sopimuksen (panttauksen) tarkoituksessa vahingoittaa tämän oikeutta. Tämä edellyttää sitä, että myöhempi velkoja on tiennyt rahoitussopimuksesta ja sen negative pledge -kovenantista. Lisäksi se edellyttää, että myöhempi pantinsaaja on toiminut aiemman luotonantajan oikeuden suhteen välipitämättömästi ja loukannut olemassa olevaa sopimusta niin, että hänen toimintansa on hyvän tavan vastaista⁴¹⁹. Tällaisessa tilanteessa kovenanttirahoittaja voi vaatia vahingonkorvausta jälkeen tulleelta panttioikeusrahoittajalta.

Yleisellä tasolla on vaikea nähdä edellä mainittu negative pledge -panttauscollision lisäksi sellaista tilannetta, jossa kolmas osapuoli tietoisena kovenantista toimisi yrityksen rahoittajapankkia kohtaan suunnitelmallisesti vahingoittamistarkoituksessa, ja että tästä syntyneen vahingonmäärä olisi laskettavissa ja kolmannen toimien seuraukseksi kiistatta osoitettavissa. Kummassakaan tapauksessa, sopimussuhteessa tai sopimussuhteen ulkopuolella, ei vahingonkorvaussanktion käyttö ole haastavien näyttötaakkaongelmien johdosta kovenantti -kontekstissa erityisen relevantti sopimusrikkomusvaatimus. Vahingonkorvausseuraamus ei toki ole tilanteena mahdoton, kunhan sen vaatimat edellytykset täyttyvät, mutta haastatteluiden perusteella tilanne on hypoteettinen, ettei sitä ei tässä tutkimuksessa tarkemmin tutkita.

7.3. Takaisinsaanti

Hyvästä rahoitussopimuksesta ja taitavasti asetetuista kovenanteista huolimatta yritys voi ajautua selvitystilaan⁴²⁰ ja konkurssiin⁴²¹. Lain takaisinsaannista konkurssipesään⁴²² mukaan oikeustoimi peräytyy, jos sillä yksin tai yhdessä muiden toimenpiteiden kanssa on sopimattomasti suosittu velkojaa toisten velkojien kustannuksella, siirretty omaisuutta pois velkojien ulottuvilta tai lisätty velkoja velkojien vahingoksi. *Takaisinsaantisääntelyn mukaan siis yhtä velkojaa suosivat ja muita velkojia vahingoittavat oikeustoimet voidaan peräyttää.* Maksu (esimerkiksi luoton lyhennys) ei kuitenkaan peräydy, jos sitä voidaan

⁴¹⁹ Tammi-Salminen (2001), sivut 318 – 319.

⁴²⁰ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 251, osakeyhtiö asetetaan purkamista varten selvitystilaan. Menettelystä säännellään OYL:n 20 luvussa. Selvitysmenettelyn tarkoituksena on yhtiön varallisuusaseman selvittäminen, tarpeellisen omaisuus määrän muuttaminen rahaksi, velkojen maksaminen sekä ylijäämän suorittaminen osakkeenomistajille tai muille sen mukaan kuin yhtiöjärjestyksessä määrätään.

⁴²¹ Immonen - Nuolimaa (2007), s. 257, konkurssi on virallinen menettely, jossa velallisen koko omaisuus käytetään yhdellä kertaa hänen velkojensa maksuksi suhteellisesti kunkin velan suuruuden mukaan. Konkurssimenettelystä säädetään konkurssilaisissa (120/2004). Yhtiön omaisuus voidaan luovuttaa konkurssiin hallituksen tai, jos yhtiö on asetettu selvitystilaan, selvitysmiesten päätöksen perusteella.

⁴²² Laki takaisinsaannista konkurssipesään 26.4.1991/758.

pitää olosuhteet huomioon ottaen tavanomaisena⁴²³. Yleisen takaisinsaantiperusteen mukaan peräytymisen edellytyksenä on se, että velallinen oli oikeustointa tehtäessä maksukyvytön⁴²⁴ tai että oikeustoimi osaltaan johti velallisen maksukyvyttömyyteen⁴²⁵. TakSL on niin sanottua pakottavaa lainsäädäntöä, eikä sitä voida sopimusehdoin syrjäyttää⁴²⁶ ja lain säännökset ovat poikkeussäännöksiä, joita on tulkittava ahtaasti⁴²⁷.

Lain mukaan⁴²⁸ velan maksu peräytyy, jos 1) on käytetty epätavallista maksuvälinettä, 2) maksu on suoritettu enneaikaisesti tai 3) maksu on pesän varoihin nähden huomattava. Takaisinsaanti muodostaa riskin kovenanttien käytölle ja nämä riskit pitää tunnistaa sopimuksen tekovaiheessa ja sen voimassaolon aikana.

Läheisyys on toinen kovenanttirahoittamisen kannalta keskeinen TakSL:n asiakokonaisuus. Läheisyys vaikuttaa merkittävästi takaisinsaantiaikojen pituuteen. Jos velan maksu on suoritettu velallisen läheiselle, peräytymisaika on kaksi vuotta ja jos maksun saaja ei ole läheinen, vastaava aika on kolme kuukautta. Kahden vuoden peräytymisajassa läheisellä on näyttötaakka siitä, ettei velallinen maksun tapahtuessa ollut maksukyvytön eikä sen seurauksena tullut maksukyvyttömäksi.

Tutkimuksessa arvioidaan enneaikaista ja tavanomaista maksua sekä läheisyyttä rahoitussopimus -kontekstissa sekä pankin mahdollisuuksia hallita tätä riskiä. Epätavallisen maksuvälineen osalta kovenanttiperusteiset eräännyttämiset eivät muodosta riskiä ja maksun voidaan lähtökohtaisesti olettaa olevan poikkeuksellisen pesän varoihin nähden.

Enneaikainen maksu vai tavanomainen maksu kovenantti -kontekstissa

Rahoitussopimusten sisältämät luottosopimukset ovat yleensä pitkäaikaisia ja niille sovi-
taan maksuohjelma. Maksuohjelma sisältää suunnitelman, jonka puitteissa tietyn ajan ku-
luessa ja tietyissä erissä yritys maksaa luottonsa pois. Luoton maksuohjelma voi olla hy-

⁴²³ TakSL 10§.

⁴²⁴ Maksukyvyttömyyden täsmällistä määritelmää ei löydy OYL:sta, mutta konkurssilaissa (KonkL 2:1§) ja laissa yritysten saneerauksesta (YrSanL 3:1§) sekä laissa takaisinsaannista konkurssipesään (TakSL 4§) maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan sitä, että velallinen on muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä. Eng. default, Longman (2006), s. 410, "to fail to pay money that you own at the right time".

⁴²⁵ TakSL 5§, KKO:2003:24 "...huomattava määrä varoja on siirretty yhtiöstä arvotonta sitoumusta vastaan, on näissä olosuhteissa osaltaan johtanut x Oy:n maksukyvyttömyyteen".

⁴²⁶ Tuomisto (1999), s. 183, KTM -raportti (1996), s. 76.

⁴²⁷ KKO:2008:46, perustelut.

⁴²⁸ TakSL 10§.

vin yksilöllinen sisältäen lyhennysvapaita jaksoja tai esimerkiksi ns. balloon -rakenteen, jossa esimerkiksi takaisinmaksuohjelman maksuerä on laskettu kymmenen vuoden kokonaisuusmaturiteetin mukaan, mutta luoton eräpäivä on viiden vuoden kuluttua luoton nostosta. Tuolloin luoton erääntyessä pääomaa on vielä jäljellä ja erääntyneen luoton ehdot, hinta, maksuohjelma yms. sovitaan uudelleen. Rahoitussopimuksen kovenanteilla taas sovitaan ääritilanteessa ne perusteet, joilla pankki voi eräännyttää luoton kerralla poismaksettavaksi. Kovenantit sovitaan ennen luottojärjestelyn toteutusta, samassa yhteydessä kuin maksuohjelmakin. Luotolle sovitaan sopimuksentekovaiheessa sekä 1) maksuohjelma, että 2) kovenanttiperusteinen maksuperuste.

Kun pankki eräännyttää kovenantin perusteella luoton kerralla poismaksettavaksi, onko kysymyksessä alkuperäiseen tilanteeseen nähden ennenaikainen, poikkeava maksu vai kovenantin mahdollistama hyväksyttävä, kovenanttiolosuhteet ja -konteksti huomioiden normaali ja hyväksyttävä eräännyttämisperuste?

Selkeää oikeuskäytäntöä tai normistoa ei ole olemassa, mutta Takaisinsaantilain yleisestä eräännyttämisperusteesta voidaan etsiä kysymykseen vastausta. Laki pitää yleisenä perusteena sitä, että velallinen on yhtä velkojaa suosivaa oikeustointa tehtäessä maksukyvyttö tai että oikeustoimi aikaansaa maksukyvyttömyyden. Jos pankki eräännyttää luoton perustuen päätöksensä velallisen takaisinmaksukyvyyn vaarantumisella, maksukykyongelmissa tai muilla taloudellisilla mittareilla, jotka ennakoivat velallisen tulevia maksukykyongelmia, niin yleiset edellytykset täyttyvät.

Näitä seikkoja arvioidaan finanssikovenanteilla ja pankki käyttää finanssikovenanteja eräännyttämisperusteena yrityksen taloudellisen aseman heiketessä saadakseen omat saatavansa, ennen kuin maksukyvyttömyys on niin vaikea, että yritys ei kykene veloitteistaan selviämään. Siis tällaisessa tilanteessa pankki pyrkii saamaan ”omansa” ennen muita velkojia. Juuri tällaisen menettelyn, velkojien epätasapuolisuuden, Takaisinsaantilaki pyrkii velallisen maksukyvyttömyystilanteessa estämään. Toinen vastaava tilanne syntyy, kun pankin eräännyttäminen aikaansaa velallisen maksukyvyttömyyden. On hyvin mahdollista ja todennäköistä, että pankin eräännyttäessä luoton kerralla poismaksettavaksi yrityksen ongelmat kasvavat ja mikäli yritys ei kykene järjestämään muuta rahoitusta, juuri tämä eräännyttäminen johtaa lopulliseen maksukyvyttömyyteen. Tämä riippuu ra-

hoituksen määrästä ja usein pankin roolista yrityksen rahoittajana (päärahoittaja), mutta joka tapauksessa tulevan maksukyvyttömyyden riski kasvaa.

Jos sen sijaan yritys on antanut virheellistä lähtötilannetietoa, ei ole noudattanut informaatiokovenantteja, rikkoo kompetenssinrajoituskovenantin rajoitteita tai muuten rikkoo rahoitussopimusta, eikä eräännyttämisperusteena ole finanssikovenanttien maksukykyä nyt tai tulevaisuudessa peilaavien triggereiden laukeaminen, peräännyttämisriski on huomattavasti pienempi tai sitä ole lainkaan. Tuomistonkin mukaan säätelevien ja yritystä velvoittavien kovenanttien osalta takaisinsaantiin ei näyttäisi olevan aihetta⁴²⁹. Johtopäätöksenä on, että *kovenanteista finanssikovenanttien käyttö muodostaa suuremman peräytymisriskin kuin muiden kovenanttien käyttö ja finanssikovenantteja käyttäessään rahoittaja ottaa ilmeisen takaisinsaatiriskin*⁴³⁰.

Läheisyys

Velallisen läheisen ankaralla kohtelulla yritetään estää lähellä konkurssia tehdyt muille velkojille vaaralliset oikeustoimet, joiden avulla velallisen tarkoituksena on hyödyttää lähipiiriä tai hankkia välillistä hyötyä itselleen⁴³¹. TakSL:n 3 pykälän toisessa momentissa määritellään läheiset⁴³², jotka ovat tahoja, joilla on osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella taloudellinen etuyhteys velallisen kanssa tai jolla on johtavan asemansa perusteella olennainen vaikutusvalta velallisyrittäjän toiminnassa⁴³³. Pankille voi syntyä läheisyys rahoitussopimuksen sopijapuolena olevan yrityksen kanssa, jos pankki omistaa yrityksen osakkeita ja omaa äänivaltaa, omaa muun taloudellisen etuyhteyden tai yhteisen lisäpalkkiota kerryttävän intressin tai sillä on johtava, vaikutusvaltainen aseman yhtiön johdossa ja päätöksenteossa. Haastatteluiden perusteella pankki ei omista rahoittamansa yrityksen osakkeita tai se on erittäin poikkeuksellista. Pankilla ei myöskään ole keskisuurten yritysten rahoittajana muuta ansaintaa yhtiöstä kuin normaali-

⁴²⁹ Tuomisto (1999), s. 229.

⁴³⁰ Tuomisto (1999), s. 230.

⁴³¹ Tuomisto (1999), s. 184.

⁴³² 1) hänen puolisoaan, 2) hänen tai hänen puolisonsa suoraan etenevässä tai takenevassa polvessa olevasukulaista, sisarusta, veli- ja sisarpuolta ja tällaisen henkilön puolisoa; sekä 3) hänelle muuten erityisen läheistä henkilöä. Toisensa läheisenä pidetään lisäksi yksityistä elinkeinonharjoittajaa, yhtiötä, muuta yhteisöä tai säätiötä sekä: 1) sitä, jolla yksin tai yhdessä läheisenä kanssa on osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella olennainen etujen yhteys elinkeinonharjoittajaan, yhteisön tai säätiön kanssa; 2) sitä, jolla johtavan asemansa perusteella on olennainen vaikutusvalta elinkeinonharjoittajan, yhteisön tai säätiön toiminnassa; sekä 3) sitä, joka on 1 tai 2 kohdassa tarkoitettuna läheinen.

⁴³³ Villa (2003), s. 181.

lin pankkitoiminnan puitteisiin kuuluu. Tämä tarkoittaa rahoituksen ja sijoitusten osalta korkotuottoa, mahdollisia järjestely- yms. palkkioita luoton noston tai notariaattitoimeksiantojen yhteydessä, maksuliikkeen osalta maksuliikepalkkiot yms. Pankki ei esimerkiksi saa lisäpalkkiota, korvausta tai prosenttiosuutta yhtiön liikevoitosta tai muusta menestyksestä. Haastateltavista kukaan ei kuulu rahoitettavien yhtiöiden hallitukseen tai omaa muuta johtavaa asemaa (toimitusjohtaja, hallituksen puheenjohtaja), joka voisi suoraan aiheuttaa läheisyyden. Tätä pidettiin hyvin poikkeuksellisena, tosin ei mahdottomana. Myöskään hallituksen jäsenen tai jäsenten nimittämisoikeuskovenanteja ei haastattelussa esiintynyt.

Kovenanttien tarkoituksena on antaa pankille vaikutusvaltaa sellaisissa asioissa, joilla se arvioi olevan merkitystä riskienhallinnallisesti. Kovenanttien avulla pankki voi ja sen tulee osoittaa tahtonsa niissä asioissa, joita kovenantein säädellään. Tämän vaikutusvallan käyttö on perustava osa kovenanttirahoituksen ideologiaa. Yritys luopuu kovenanttiohjauksessa tietyltä osin itsemääräämisoikeudestaan. Yritys ei kuitenkaan luovuta eikä pankki vastaanota muuta vaikutusvaltaa yhtiössä. Kovenanttiohjauksella pyritään pitämään yritys maksukykyisenä, eikä tämä maksukyvyn ylläpito sinänsä ole velkojia valikoivaa tai toisia velkojia suosivaa. Jos yritys esimerkiksi toistuvasti rikkoutuvien finanssikovenanttien takia pyytää pankilta lupaa operatiiviseen johtamiseen kuuluvaan päätöksentekoon, tulee tämä tilanne korjata waiverillä, sopimusta muuttamalla tai muilla järjestelyillä.

Yrityksen osakkeiden omistus, muu taloudellinen etuyhteys tai johtava, vaikutusvaltainen aseman yhtiön johdossa ja päätöksenteossa voi olla pankin lähipiirillä, esimerkiksi pankin (osa)omistamalla pääomasijoitusyhtiöllä, jonka liiketoiminnan tunnuspiirteisiin nämä ominaisuudet yleensä kuuluvat. Läheisyys pankille voi siis tulla välillisesti toisen yhtiön tai muun tahon kautta. Myös rahoitusinstrumenttina käytetyn vaihtovelkakirjalainan myötä pankille voi syntyä omistusoikeus rahoittamansa yhtiön osakkeisiin. Nämä ovat seikoja, joka edellyttävät yrityksen kokonaisrahoituksen tuntemista ja ymmärtämistä. Pankki voi myös epävirallisesti pyrkiä vaikuttamaan yrityksen johtoon ja päätöksentekoon. Pankki voi ”antaa ymmärtää”, keitä se mielellään näkee yrityksen hallituksessa tai mitkä ovat sen mielestä oikeita liiketoimintaratkaisuja, kun esimerkiksi päätetään investoinneista tai toiminnan supistuksista.

Läheisyyden syntyminen on aina tulkinnanvaraista ja tapauskohtaista. Mutta jos pankki omistaa tai voi halutessaan tulla omistajaksi suoraan tai toisen kautta yhtiöstä ja sillä näin on tai sille voi syntyä merkittävä äänivalta yhtiössä ja se saa lisätuottoja yrityksen menestykseen sidotusti, tai muuten ratkaisevasti ja oleellisesti ohi kovenanttiperusteiden ohjaa yhtiön päätöksentekoa, läheisyyden täyttymiskriteerit ovat lähellä. Mikäli pankki sen sijaan pidättäytyy omassa rahoittajan roolissaan, saa tuottonsa pankkitoiminnalle tyypillisellä tavalla ja rajoittaa yrityksen kompetenssia vain selkeästi perusteltujen riskienhallintakovenanttien funktioiden mukaisesti, ei kovenanttirahoitus sinänsä tee pankista yrityksen läheistä. Koska *pelkkä rahoitussuhde ei lähtökohtaisesti täytä olennaisen etuyhteyden tunnusmerkkejä*⁴³⁴, ei haastattelujen perusteella takaisinsaantiin liittyvä läheisyys muodosta nykytilanteessa kohderyhmän kovenanttirahoitukselle oleellista ongelmaa.

Takaisinsaantiriskien hallinta

Miten pankki voi hallita takaisinsaantilain tuomaa peräytymisriskiä? Ensinnäkin riski tulee tunnistaa. Tuomiston mukaan⁴³⁵ sopimusehtoja laadittaessa ja menettelytapoja suunniteltaessa on mahdollista yrittää toimia niin, ettei jouduttaisi lainkaan TakSL:n säännösten ”uhriksi”.

Kysymys on aikaisemmin esitettyyn johtopäätökseen perustuen pääosin finanssikovenanttien käytön hallinnasta. Yksi tapa on asettaa finanssikovenanttien triggerit niin korkealle, että yritys ei ole niiden lauetessa maksukyvytön ja pankki ottaa näin toimissaan huomattavan ”ennakon”. Tämä kuitenkin tekee kovenanteista ankaria ja heikentää niiden käytettävyyttä ja uskottavuutta. Jos näin kuitenkin toimitaan, niin tässä tilanteessa voidaan saada laadittua toimiva tervehdyttämissuunnitelma ja siihen liittyvä tiukempi maksuohjelma ja pienentää pankin potentiaalista riskiä nopeutetussa aikataulussa. Tiukat kovenanttiraja-arvot ja niiden lauetessa toimenpidesuunnitelma ja tiukempi maksusuunnitelma ovat finanssikovenanteja käytettäessä yhdistelmänä ehkä käyttökelpoisin peräytymisenkin huomioiva riskienhallintakeino. Näin haetaan ne uudet reunaehdot, joilla pankki jatkaa rahoitusta. Maksusuunnitelman tulee kuitenkin olla realistinen, eikä se saa olla vain tapa pyrkiä kiertämään takaisinsaantilakia.

⁴³⁴ Tuomisto (1999), s. 213.

⁴³⁵ Tuomisto (1999), s. 183.

Toinen vaihtoehto on ilman triggereiden ylituokaksi asettamistakin pyrkiä laatimaan rikoutumistilanteessa uusi, tervehdyttämissuunnitelmaan liittyvä tiukka maksuohjelma. Tämä on kuitenkin usein haastavaa tai mahdotonta, kun yrityksen taloudellinen asema on jo kireä ja maksuohjelman tiukentamisen sijaan yritys tarvitsisi tervehdyttämissuunnitelmaan liittyvää maksuohjelman keventämistä. Epärealistinen maksusuunnitelma, joka toteutetaan takaisinsaantiajan aikana, on helposti tulkittavissa kerralla eräännyttämisen tapaan ennen aikaiseksi ja yhtä velkojaa suosivaksi.

Eräs vaihtoehto pankille hallita riskiä on yksinkertaisesti pitää reagoitiherkkyys hyvänä ja toimia oikein asetetun triggerin lauetessa nopeasti ja määrätietoisesti. Muilla rahoittajilla saattaa olla erilainen ja vanhentuneeseen tietoon perustuva näkemys yrityksen kehityksestä ja mahdollisesti halu lisärahoitukseen. Kovenanttirahoitusta käyttävä pankki näin harkitusti luopuu asiakkuudesta ja potentiaalisesta riskistä. Tässä kohtaa pankin osaaminen korostuu ja pankilla tulee olla asiakasstrategiat ja menettelytavat selvillä, jos eräännyttämiseen lähdetään.

Suoran tai välillisen läheisyysriskin ottaminen on oltava pankille harkittua ja tiedostettua. Omistaminen, päätöksentekoon poikkeavan voimakas osallistuminen, työskentely operatiivisessa johdossa ja normaalista poikkeava tuottoeruste voi olla perusteltua, jos pankki hyöty - haitta -analyysin jälkeen päättää läheisyysriskin ottaa. Muiden rahoitusriskien hallitseminen saattaa näitä edellyttää, ja takaisinsaannin peräytymisriski arvioidaan kokonaisriskin kannalta hyväksyttäväksi. Keskisuurten yritysten rahoittamisessa on kuitenkin haastatteluiden perusteella suositeltavaa ja normaalia, että pankki on aktiivinen rahoitussopimusosapuoli, mutta pitäytyy omassa vieraan pääoman rahoittajan roolissaan ja päätökset yrityksen operatiivisesta toiminnasta tekee yritys. Hyväkään ”kumppanuus” ei saisi johtaa siihen tilanteeseen, että sopimusosapuolten lähtökohtaisesti erilaiset intressit liiksi tasoittuvat ja hämärtyvät. Näin saattaa esimerkiksi käydä, kun sopimuksella pankin rooli tehdään liian suureksi tai pankin edustajan ja omistajajohdon yhteistyö on jatkunut vuosikymmeniä.

Lege de ferenda

Takaisinsaantilaki on syntynyt vuosien 1990 -luvun alussa. Tuolloin kovenanttirahoitus ei muodostanut relevanttia aihetta arvioida lain vaikutuksia. Mutta tilanne on kovenanttien

yleistymisen myötä muuttunut. Kovenanttirahoituksessa velalle sovitaan allekirjoitushetkellä sekä maksuohjelma että ne perusteet, joilla pankki voi vaatia luoton kerralla pois-maksettavaksi. Tämä on kovenanti -olosuhteet huomioiden tavanomaista. Sopimuksen laatimishetkellä sovitaan siis kaksi erilaista eräänntymisperustetta; maksusuunnitelman mukainen lyhennysohjelma ja eräänntyttäminen kerralla takaisinmaksettavaksi.. Takaisinsaantilain lege de ferenda -ehdotuksena tässä tutkimuksessa esitetään, että sellaiset yksilöidyt, yksilölliseen sopimukseen pohjautuvat eräänntyttämisperusteet, jotka sovitaan luoton allekirjoitushetkellä, eivät olisi ennenaikaisia ja näin peräänntyttämisriskin alaisia.

(TakSL 2. luku, 10§):

Maksu ei kuitenkaan peräydy, jos sitä voidaan pitää olosuhteet huomioon ottaen tavanomaisena tai siitä on sovittu luoton järjestelyn yhteydessä joko maksusuunnitelmalla tai erillisellä sopimuksella. Maksutapa voi yksilöllisesti sopien olla myös kerralla pois maksettavaksi vaadittava, mikäli alkuperäisen sopimuksen edellytykset täyttyvät ja velkoja maksua vaatii.

Teksti 54. Kovenantin huomiointi takaisinsaantilaissa 1.

Tai vaihtoehtoisesti selkeä maininta kovenanttipohjaisesta rahoituksesta

Maksu ei kuitenkaan peräydy, jos sitä voidaan pitää olosuhteet huomioon ottaen tavanomaisena tai siitä on sovittu luoton järjestelyn yhteydessä erillisillä velkojan edellyttämällä kovenanteilla ja joihin maksun suorittaminen perustuu. Maksutapa voi olla maksusuunnitelmasta poikkeava ja kertaluonteinen, mikäli alkuperäisen kovenantisopimuksen edellytykset täyttyvät ja velkoja niiden perusteella maksua vaatii.

Teksti 55. Kovenantin huomiointi takaisinsaantilaissa 2.

8. TUTKIMUKSEN TULOKSET

8.1. Kovenanttirahoituksella sopimuskumppaneiksi

Pankin, velallisen ja omistajan (pankki - yrityksen johto, pankki - omistajat, johto - omistajat) intressit eivät aina ole yhtenevät (päämies - agenttiteoria), tieto osapuolten välillä on jakautunut epätasaisesti (epäsymmetrinen informaatio) ja rahoittajalla on riski, että yritys muuttaa käyttäytymistään (moraalinen hasardi) pankin intressien vastaiseksi rahoituksen aikana. Rahoitussopimuksen laatimisen teoreettinen perusta on selkeä.

Hyvin laaditulla rahoitussopimuksella ja sen merkityksellisillä kovenanteilla voidaan intressikonfliktien todennäköisyyttä pienentää ja voimakkuutta vähentää, sopia yhteisistä pelisäännöistä ja tasata sopimusosapuolten välistä ennakkollista ja sopimuksen aikaista informaatiota. Sopimuksella pankki kykenee rajoittamaan yrityksen toimintaa välttämättömäksi katsomillaan osa-alueilla, näin hallitsemaan riskiään ja huomioimaan tämän luoton hinnoittelussa. Vaikka täydellisiä sopimuksia ei olekaan olemassa, rahoitussopimus on parhaimmillaan kumppanuussopimus, jolla raamitetaan se *yhteinen polku*, jota kulkemalla molempien sopimusosapuolten intresseissä oleva yhtiön maksukyky säilyy sellaisena, että luoton hoito onnistuu ja asiakassuhde vahvistuu. Pankissa työskentelevä yrityksen yhteyshenkilö voi jopa muodostua yhtiön ”shadow manageriksi”, joka voi olla taustalla vaikuttavana, tukevana ”liikkeenjohtajana” mukana antamassa panoksensa yhtiön kehittämiseksi. Tämä vahva rooli saattaa kuitenkin myöhemmin muuttua taakaksi, kun tilannetta esimerkiksi peilataan Takaisinsaantilain läheisyyskysymyksiin.

Sopimuksen laatiminen aiheuttaa kustannuksia, samoin sen valvonta, mutta sopimuksella voidaan myös aikaansaada lisätuottoja tai välttää kustannuksia. Sopimuksella voidaan vähentää tai hallita rahoituksen sisältämiä riskejä, mutta se ei kuitenkaan poista niitä. Se, kuinka paljon sopimuksella riskejä voidaan hallita ja paljonko se aiheuttaa kustannuksia tai tuottoja, riippuu yrityksestä ja rahoitustilanteesta kokonaisuudessaan sekä sopimuksesta. Rahoitussopimuksen tulee myös olla yrityksen kannalta katsoen hyväksyttävä, ymmärrettävä ja taloudellisesti perusteltu. Neuvotteluasteelle jääneellä sopimuksella ei ole merkitystä. Jotta rahoitussopimus on toimiva ja tehokas, siinä huomioidaan useita elementtejä. *Liiketaloudellisesti järkevän ja sopimusoikeudellisesti tehokkaan* sopimuksen tulee olla 1) sopimusoikeudellisesti kestävä, 2) riskienhallinnallisesti oikein kohdis-

tettu ja rahoittajan riskiasemaa parantava, 3) taloudellisesti kannattava ja dynaaminen sekä 4) asiakkuudenhallinnallisesti pitkällä tähtäimellä tuloksellinen.

8.2. Liiketaloudellinen tehokkuus

8.2.1 Sopimusoikeudellisesti tehokas rahoitussopimus

Sopimusoikeudellisesti tehokas sopimus on teknisesti pätevä ja suojelee osapuolia sisällön tulkintaerimielisyyksiltä ja sopimuksen sovittelun todennäköisyydeltä. Rahoitussopimuksen tulee olla lähtökohdiltaan (aikaisemmasta tutkimuksen arvioinnista poiketen) staattinen ja turvata pankille luoton takaisinmaksu ja yritykselle sovittu rahoitus. On selvää, että pitkäaikaisen sopimuksen aikana olosuhteissa tapahtuu muutoksia, mutta niiden pitää olla yhteiskunnallisella tasolla perustavaa laatua olevia, jotta hyvin laaditun sopimuksen kokonaisuuden kohtuullisuutta voidaan harkita uudelleen. Rahoitussopimus voi ja sen tulee myös sisältää dynaamisia osia, mutta vain niissä sopimuskohdissa, joihin dynamiikkaa halutaan. Dynaamisilla elementeillä saadaan sopimuksen taloudellisia osaluueita parannettua koko maturiteetti huomioiden.

Tarkasti yksilöimättömät kovenanttiehdot antavat tilannekohtaisen harkintamahdollisuuden, mutta jättävät suuremman riskin ehdon erilaiselle tulkinnalle, riitauttamiselle ja sovittelulle. Ne ovat sopimusvaiheessa helpommin sovittavia ja näin kokonaisuutta ajatellen harhaanjohtavasti kustannustehokkaita. Epätarkkoja ja implisiittisiä määritelmiä, kuten ”olennaista merkitystä”, ”riittävää huolellisuutta” tai ”kumppanuussopimus” tulee pyrkiä välttämään, tosin niiden käyttämiseltä ei käytännössä voida useinkaan täysin välttyä.

Yksityiskohtaisilla, eksplisiittisillä, tarkasti rajatuilla ja määritetyillä kovenanteilla saavutetaan sen sijaan tehokas tila. Tällöin ei synny myöhempiin selvittelyihin ja neuvotteluihin liittyviä kustannuksia eikä sovitteluriskiä. Niin sanotut kovatkin sopimuskohdat, käytännössä pankille yksipuolisen eräännyttämisperusteen antavan kovenantin kohtuullisuus, tulee harkita perusteellisesti sopimuksen tekohetkellä ja käydä sopimusosapuolten kesken tarkasti läpi sekä kirjata ne yksiselitteisesti ja erillään muista erityisehdoista sopimukseen.

Sopimusoikeuden yleisperiaatteista ja normiohjauksesta nousee vahvasti esille kohtuullisuus. Sopimusten sovittelu on näkemyksenä ja oikeuskäytäntönä vahvistunut asemaansa, rahoitustarkastus edellyttää kovenanteilta kohtuullisuutta ja elinkeinonharjoittajat eivät lain mukaan saa solmia sopimuksia, joiden ehdot ovat kohtuuttomia.

Jos pankki ottaa rahoitusriskin kantaakseen ja edellyttää velallista tasapuolisena sopimuskumppanina toimimaan tietyllä tavalla, ja sopimuskumppani nämä ehdot ja raamit luoton edellytykseksi yksiselitteisesti hyväksyy, ei kovakaan kovenanttiehto ole kohtuuton. Jos esimerkiksi yrityksen omistajajohtaja sopimuksen vastaisesti vaarantaa yrityksen maksukyvyn ja nostaa itselleen ylisuuret osingot, tekee toistuvasti virheinvestointeja, laiminlyö vakuutusturvan, ei omaa kykyä kannattavan liiketoiminnan harjoittamiseen tai yrityksen liiketaloudelliset edellytykset ovat taloudellisten tunnuslukujenmuodossa heikot, ei pankin ole rahoitettava yhtiötä, vaan se voi kovenanttiehtojen mukaisesti päättää sopimuksen ja vetäytyä rahoituksesta. Vaikka sopimuksen irtisanominen tällaisessa tilanteessa on aina päätöksensä ankara ja kenties realisoituessaan yllättäväkin, se ei kokonaisuutta arvioiden tässä kontekstissa ole kohtuuton, vaan lähtökohtatilanteen hengen mukainen.

8.2.2. Riskienhallinnallisesti tehokas rahoitussopimus

Riskienhallinnallisesti tehokas sopimus toteuttaa pankin kannalta sen tärkeimmän tavoitteen; se auttaa osaltaan hallitsemaan pankkia niiltä luottoriskeiltä, joita se haluaa ja pysyy sopimuksin hallitsemaan. Riskienhallinta ja sitä toteuttavat kovenanttiehdot eivät saa olla epätarkkoja ja yleisiä, kaiken riskin kattamisen pyrkiviä, vaan yksilöllisiä, olennaisia ja tarkkaan arvioituja. Yritys ja sen rahoitus pitää ymmärtää kokonaisuutena, ennen kuin rahoitukseen liittyvää riskiä voi täsmähallita. Joiltain osin kovenanttien käyttö vaikuttaa kaavamaiselta, eikä välttämättä perustu yksilölliseen tarpeeseen. Usein pankin työntekijät käyttävät valitettavasti ”niitä kovenantteja, jotka ovat eniten käytettyjä”, pohtimatta riittävän tarkasti kovenantin käytön yksilöllisiä päämääriä.

Tämän tutkimuksen eräs lähtökohtaoletus oli, että finanssikovenanteilla halutaan turvata ja monitoroida yrityksen kassavirtaa, joka on luotonhoitokyvyn perusedellytys. Eräs tutkimuksen havainnoista kuitenkin on, että tällä hetkellä käytettävillä relevanteilla kovenanteilla seurataan yrityksen kannattavuutta (ei suoraan kassavirtaa) ja verrataan sitä

vastuumäärään tai siitä aiheutuviin rahoituskuluihin sekä lisäksi monitoroidaan yrityksen vakavaraisuutta. Havainto perustuu muutaman finanssikovenantin tämän hetkiseen yleisyyteen ja merkityksen suvereeniin asemaan. Selkeästi myös yhdistelmäkovenanttien merkitys on kasvanut huomattavasti ja näin aikaisempi finanssikovenanttien luokittelu karkeasti tuloslaskelma- ja tasekovenantteihin ei enää ole erityisen relevantti.

Finanssikovenanttien tarve reagoida nopeasti on mantra, jota haastatteluissa useasti toistettiin. Tämä on ymmärrettävää, koska tietoa halutaan nopeasti, jotta asioihin voidaan ajoissa vaikuttaa. Mutta yhtä tärkeää kuin saada tieto viivytyksettä, on tietää, miten tiedon perusteella toimitaan. Asiakasstrategia tulee olla kirkkaana mielessä, ja sen tulee olla myös joustava, koska jokaisen covenantin tapaan myös jokainen covenanttirikkomus on yksilöllinen. Pankin kova reagointi on hyvin harvoin tarpeen ja tärkeintä on päästä neuvottelupöytään hyvässä neuvotteluasemassa. Tämän vuoksi on syytä ymmärtää, että nopeus päästä neuvottelupöytään on eri asia kuin nopeus saada oikeus käyttää eräännyttämisoikeutta. Tämä johtaa osaltaan myös siihen, että covenantteja voidaan luovasti rakentaa eritasoisina niin, että triggerit määritellään nopeiksi neuvottelupöytään johtaviksi rajoiksi ja erikseen sovitaan ankarista eräännyttämistasoista.

Nopeaa neuvottelujen käynnistämistä korjaavista toimenpiteistä puoltaa myös takaisinsaantiriskin hallinta, joka huomioiden neuvottelupöydässä on usein pankin intressien mukaisista, eräännyttämisen sijaan, sopia tervehdyttämissuunnitelmaan liittyvästä vastuiden nopeammasta maksuaikataulusta. Takaisinsaantilakiin otettiin tässä tutkimuksessa kantaa. Lain tarkoitus turvata velkojien tasapuolisuutta ja estää lähipiirin suosiminen muiden velkojien kustannukselle on erinomainen tavoite. Takaisinsaanti konkurssipesään muodostaa kuitenkin nykyisellään yksittäisen riskin covenanttirahoituksen käytölle, kun covenantteihin perustuvan luoton takaisinmaksun peräytyminen pesälle voi aiheuttaa pankille epämiellyttävän yllätyksen. Varsinkin jos peräytymisaika on läheisyssyiden johdosta muuttunut pitkäksi. Läheisyys sinänsä ei ole tässä kohderyhmässä merkittävä ongelma, mutta sen riski on oleellista päätöksenteossa huomioida. Tässä tutkimuksessa esitetään muutama *lege de ferenda* -vaihtoehto takaisinsaantilain päivittämiseksi helpottamaan covenanttien käytön yleistymistä.

Tutkimushavainto on myös se, että keskisuurten yritysten rahoitussopimuksissa ei juuri-kaan käytetä syndikoiduissa luotoissa käytettyjä vakuutuksia ja selontekoja, eikä muissa

liikesopimuksissa yleistä sopimussakkoa. Molemmilla voidaan kuitenkin tapauskohtaisesti nostaa sopimuksen riskienhallinnallista tehokkuutta ja näiden käyttöä suositellaan. Myös rahoittajien tasapuolisuuden varmistavia kovenantteja ei saa unohtaa, vaikka järjestyshetkellä sopimus olisi bilateraali.

8.2.3. Taloudellisesti tehokas rahoitussopimus

Liiketaloudellisesti tehokkaan sopimuksen tulee olla taloudellisesti optimoitu. Rahoituksen riskit ja tuotot tulee sopimusteitse saattaa tasapainoon ja tasapainon tulee kestää koko maturiteetin ajan olosuhdemuutoksista huolimatta. Lisäksi uusi vakavaraisuuslaskenta aiheuttaa paineita sopimuksen uudentyypiselle kestäväen taloudellisuuden pohdinnalle. Basel II -mallin asiakaskohtainen vakavaraisuuslaskenta voi olla se ajuri, joka antaa yksilölliselle hinnoittelulle ja näin yksilölliselle sopimusdokumentaatiolle merkittävän ja kovenanttien käytön yleistymiselle ratkaisevan taloudellisen lisäperusteen. Pankki on voittoa tavoitteleva yritys ja taloudellinen tehokkuus sinällään ja rahoittamisen taloudellisen tehokkuuden nostaminen sopimuksen avulla on sopimuksen keskeinen tavoite.

On vaikeaa nähdä, että pitkäaikainen luottosopimus ilman hinnoittelukovenanttia olisi taloudellisesti tehokas. Hintakovenantin tulee monitoroida sekä riski - tuotto -tasoa, että vakavaraisuusvaatimuksen aiheuttamaa asiakaskohtaista luottokustannusta. Hinnoittelukovenantti tulee rakentaa niin, että myös se antaa nopean reagointimahdollisuuden. Suositeltavaa on käyttää hitaasti reagoivan omavaraisuuskovenantin lisäksi tai yhdessä sen kanssa kannattavuuskovenanttia tai yleistyvän trendin mukaisesti niiden yhdistelmäkovenanttia. Lisäksi pankin on syytä arvioitava muiden tuottokovenanttien käyttömahdollisuutta, mikäli asiakkuuden normaali keskittäminen rahoittavaan pankkiin on seikka, joka edellyttää pankilta aktiivisuutta.

Taloudellisesti tehokas rahoitussopimus pyrkii huomioimaan koko asiakkuuden tuomat taloudelliset mahdollisuudet. Rahoitussopimus on parhaimmillaan pankille apuväline nostaa asiakastuottoja ja vastaavasti tarjota asiakkaalle yhä kattavammat kokonaispankkipalvelut. Tämä kokonaisuus vaikuttaa yrityksen kannalta luoton saatavuuteen ja rahoituksen hintaan. Näin rahoitussopimus antaa työkalun pyrkiä osapuolten kannalta kokonaistehokkaaseen yhteistyöhön.

8.2.4. Asiakkuudenhallinnallisesti tehokas rahoitussopimus

Rahoitussopimus eri vaiheineen on taitavasti laadittuna erinomainen apuväline avainasiakassuhteen johtamisessa, asiakkaan tuntemisessa, tiedon hankkimisessa, asiakassuhteen arvioinnissa ja rahoitusalan ammattilaisen mielikuvaa rakennettaessa. Asiakasvastuullinen johtaja luo lisäarvoa asiakassuhteelle osaamisellaan. Asiakas on usein valmis maksamaan saamastaan lisäarvosta ja koettu lisäarvo ja laadukas palvelu parantavat asiakasuskollisuutta. Yksilöllinen rahoitussopimus voidaan laatia, kun pankki tuntee yrityksen elinkaaren vaiheet ja nykytilanteen, strategiset sekä operatiiviset tavoitteet ja näihin liittyvät rahoitustarpeet ja vaihtoehdot. Kovenantit voivat parhaimmillaan olla osoitus pankin ammattitaidosta, asiakastuntemuksesta, kiinnostuksesta yritystä kohtaan ja halusta rakentaa pitkää ja kestävä yhteistyötä. Asiakkuudenhallinta (CRM) nähdään usein tietotekniseksi asiakasinformaation hallinnaksi ja markkinointitoimien oikeinkohdistamisen apuvälineeksi. Rahoitussopimus palvelee näitäkin tarkoituksia, mutta antaa lisäksi apuvälineen aitoon, yksilölliseen asiakaslähtöiseen toimintaan, asiakkaan arjen tuntemiseen ja pankin asiakkaaseen suuntautuvan aktiivisuuden lisäämiseen.

8.3. Muita tutkimushavaintoja

Yksilöllisen rahoitussopimuksen yksityiskohtaisuus, kovenanttien määrä tai niiden tiukkuus ja usein myös sopimuksen mitta (sivumäärä) korreloivat yleensä pankin riskiä ja hinnoittelun merkitystä sekä usein myös rahoituksen määrää ja maturiteetin mitta. Laaja ja ”kaiken kattava” keskisuuren yrityksen standardivelkakirjan lisäksi laadittava rahoitussopimus alkaa muistuttaa syndikoitujen luottojen sopimusta, joissa ei standardivelkakirjaa eikä panttioikeuteen perustuvaa vakuutta käytetä lainkaan, joiden summat ovat suuret ja sopimukset erilaisine määrityksineen jopa satojen sivujen mittaiset.

Rahoitussopimuksen itseisarvo ei kuitenkaan ole sen pituus ja kaiken kattavuus. Sopimuksen perustiedot ja muutama perusteltu kovenantti riittävät, jos näin saadaan hallittua juuri se riski, jonka hallinta on pankille relevanttia ja näin mahdollistetaan myönteinen, taloudellisesti kestävä luottopäätös. Useissa tilanteissa tämän kokoluokan yritysten rahoituksessa vakuuskattavuus voi olla lähes riittävä, mutta esimerkiksi tiedoksisaanti, identi-

teetti ja tietty kannattavuustaso halutaan varmistaa. Sellaiset epärelevantit kovenantit tai esimerkiksi erilaiset määritykset, jotka otetaan sopimukseen ilman perustelua ja todellista tarvetta, heikentävät sopimuksen luettavuutta, uskottavuutta, sitoutumisastetta ja myöhempää tulkintaa lisäten näin sopimusriskiä. Havaintona on, että rahoitussopimus kantaa tehokkuutensa johdosta pyrkiä pitämään selkeänä ja yksinkertaisena.

Tutkimuksen havaintoja on myös se, että kovenanttityyppien rajapinnat ovat häilyvät. Kun esimerkiksi tiedoksiantovelvoite muuttuu ennakkolliseksi, se lähestyy kompetenssinrajoituskovenanttia, ja kun yrityksen kompetenssia jakaa osinkoja rajoitetaan, se toimii kuten vakavaraisuutta vahvistava finanssikovenantti. Erilaiset kovenantit sivuavat ja leikkaavat toisiaan ja niiden käyttö on usein päällekkäistä. Päällekkäisten kovenanttien käyttöä tulee välttää ja näin pitää kovenanttien monitorointi ja sopimuksen mitta hallittavana.

Yksittäisten kovenanttien yleisyyttä arvioitaessa viisi nousevat ylitse muiden; 1) tiedoksiantokovenantti esiintyy aina, finanssikovenanteista 2) IBD/EBITDA on lähes jokaisessa sopimuksessa ja 3) omavaraisuusastekovenantti on edelleen suosittu, tosin jäämässä IBD/EBITDAn varjoon. 4) Hinnoittelukovenantti, joka sidotaan toiseen tai molempiin edellä mainituista finanssikovenanteista yleistyy nopeimmin ja on uusimissa rahoitussopimuksissa pääsääntöisesti aina. Kompetenssinrajoituskovenanteista 5) omistuksenpysyvyys on yleisin. Yleisyys kertoo usein relevanttiudesta, mutta kovenantit ovat aina yksilöllisiä. Aikaisemmin tässä tutkimuksessa on todettu, että suuryritysten syndikoiduissa luotoissa käytetään vain finanssikovenantteja. Bradley ja Roberts toteavat omassa tutkimuksessaan, että toiminnallisten kovenanttien määrä yleistyy, kun velallinen on pieni⁴³⁶. Keskisuurten yritysten rahoitussopimuksessa käytetään tämän tutkimuksen perusteella kaikkia kovenanttityyppejä. Havaintojen perusteella, ilman tarkkaa tilastollista materiaalia ja generalisoiden voidaan esittää, että keskisuudessa kokoluokassa finanssikovenanttien merkitys lisääntyy, kun yrityksen koko ja vastuumäärä kasvaa, ja kompetenssia rajoittavia kovenantteja käytetään suhteessa enemmän, kun yritys on pienempi. Riskin määrä sen sijaan usein, kuten Bradley ja Robertsinkin toteavat, lisää kompetenssia rajoittavia kovenantteja.

⁴³⁶ Bradley - Roberts (2004), abstract, "...loans are more likely to include protective covenants when the borrower is small, has high growth opportunities or is highly levered...".

Muita tutkimuksen havaintoja ovat erilaisten kovenanttivaihtoehtojen suuri määrä ja niiden käytön voimakas lisääntyminen. Kovenanttirahoitus tulee edelleen vahvistamaan asemaansa osana kotimaista perinteistä pankkirahoitusta, siitä pitää mm. Basel II omalta osaltaan ja nykyinen suhdannekehitys omalta osaltaan huolta. Yritysten luottosopimukseen tarvitaan dynaamisia osia, ja niitä saadaan vain yksilöllisillä elementeillä. Lisäksi perinteisten suullisten ”herrasmiessopimusten ” aika alkaa olla ohi. Liike-elämä vaatii kansainväliseen tapaan yhä enemmän sopimuksia. Sopimukset tehdään kirjallisesti ja tulevaisuuden ”herrasmiessopimustekijä”, omistajayrittäjiä ja pankkiireja ovat ne, jotka toimivat kaikissa tilanteissa sopimuksen hengen mukaisesti.

8.5. Jatkotutkimus

Mikäli historia toistaa itseään, niin nyt meneillään olevan laskusuhdanteen jälkeen kovenanttikeskustelu vilkastuu ja lisätutkimukselle tulee tilaus. Näin tapahtui 1990 -luvun laman jälkeen. Kovenanteista pyrittiin löytämään ratkaisu vakuusongelmiin ja monia kansainvälisiä (mm. Day - Taylor 1995 ja 1996) ja kotimaisia (KTM -raportti 1996, TT:n työryhmä 1996 sekä Tuomisto ja Niskanen 1999) tutkimuksia tehtiin kovenantti -ilmiön tiimoilta. Mielenkiintoisena tutkimusaiheena olisi selvittää nykyisen taloussuhdanteen aikana syntyvän uuden materiaalin avulla keskisuurilla yrityksille esimerkiksi vuosien 2005 – 2007 välillä⁴³⁷ laadittujen rahoitussopimusten *kovenanttien faktinen tehokkuus*, kun taantumun seurauksena triggerit ovat monilta osin laenneet tai ovat laukeamassa⁴³⁸.

Toinen vieläkin kenties potentiaalisempi jatkotutkimusaihe on *informaatiokovenantit*. Monipuolinen informaatio on pankin kannalta koko kovenanttirahoituksen perusta ja kaikki muut kovenantit tukeutuvat informaatiokovenanttien toimivuuteen. Erilaisen talousinformaation merkitys korostuu läpi koko kovenanttirahoituksen elinkaaren, rahoitussopimuksen neuvottelutilanteen ennusteista ja muusta tiedonannosta luoton maturiteetin kestävään systemaattiseen ja satunnaiseen monitorointiin. Viime kädessä myös rahoittajan kannalta kovenanttien tärkeimmässä funktiossa, pääsyssä riittävän aikaisessa vaihe-

⁴³⁷ Luotot edelleen pääosin olemassa ja ne on myönnetty suotuisien taloudellisten kehitysnäkymien aikaan ja omaisuusarvojen ollessa korkealla.

⁴³⁸ Anousha (2008), ”...many companies are already in talks with lenders to ease debt terms, in particular waiving or resetting so-called covenants as earnings deteriorate...” “Advisers say more companies are struggling to meet these financing terms...this will worsen by the end of the year.”.

sa neuvottelupöytäkirjan yrityksen kanssa, on kysymys informaatiosta ja sen käyttämisestä. Lisäksi useat kovenanttirahoituksen kehittämisaikataulu, esimerkiksi nopean early warnings -informaation antavan kassavirtakovenanttien kehittäminen tai pankkien seurantajärjestelmät, edellyttävät toimivien informaatiojärjestelmien ja -mekanismien luomista.

Informaatiokovenantit yrityksen kannalta tarkasteltuna tuovat esille useita erilaisia tutkimusaiheita. Mikä informaatio on rahoittajalle riittävää ja perusteltua, kun huomioidaan se, että yrityksellä ja pankilla on hyväksyttävästi erilaisia intressejä? Mikäli informaatioepätasapaino rahoittajan ja yrityksen välillä vähenee, ja pankki saa informaatioetua muihin rahoittajiin, tuleeko pankista kattavan kovenanttirahoituksen myötä yrityksen lähi- ja sisäpiiriläinen? Miten yrityksen ja pankin vuorovaikutus ja kommunikointi toimii ja miten informaatiota tulkitaan eri tilanteissa?

LÄHTEET

Aalto Antti (2005), *Rahoitusta ilman vakuuksia?* Global ICT Professional 30.11.2005. Ernst & Young, luentomateriaali.

Akerlof, G.A. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of economics*, Vol.84, No.3, 488-500.

Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W., (2000), Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol.55 (1). 81-106.

Annola Vesa Antero (2003), *Sopimuksen dynaamisuus*. Taloudellisoikeudellinen rakennetutkimus sopimuksen täydentymisestä ja täydentymisen ohjaamisesta. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeudellinen julkaisusarja A:107. Väitöskirja. Turku 2003.

Anousha Sakoui (2008), Covenants in spotlight as banks reduce "headroom" on company debt. *Financial Times Ltd*. London, 20.8.2008.

Apilado Vincent P - Millington J. Kent (1992), Restrictive Loan Covenants and Risk Adjustment in Small Business Lending. *Journal of Small Business Management*. Jan. 1992;30,1 ABI/INFORM Global, pg. 38.

Arrow K. (1973), *The Limits of Organisation*. New York: Norton.

Aurejärvi Erkki - Hemmo Mika (2004), *Luotto-oikeuden perusteet*. Talentum, Helsinki 2004.

Basel Committee of Banking Supervision (2006), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*.

Basel Committee of Banking Supervision (2000), *Principles for the Management of Credit Risk*.

Basel Committee of Banking Supervision (2000), *Range of Practise in Banks' Internal Ratings Systems*.

Benish - Press (1992), Costs of technical violation of accounting-based debt covenants, Benish, Messod D; Press, Eric, *The Accounting Review*; Apr 1993; 68, 2;ABI/INFORM Global pg 233

Betty Anne (2007), How does changing measurement change management behaviour? A review of the evidence. *Accounting and Business Research*, Special Issue: International Accounting Policy Forum. pp. 63-71.2007.

Bradley - Roberts (2004), *The Structure and pricing of Corporate Debt Covenants*. Working paper Series, Duke University and University of Pennsylvania, USA.

Committee for Corporate Analysis (2006), *The Guide to the Analysis of Financial Statements of Finnish Companies*. Gaudeamus, Helsinki, Tammer-Paino Oy, Tampere 2006.

Consultative paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision, Basel July 1999, *Principles for the Management of Credit Risk*.

Cranston Ross (2002), *Principles of Banking Law*. Oxford University Press.

Day, J.F.S. - Taylor P.J. (1995), *Debt Contracting and Covenants: Evidence from the UK*: Working paper in Accounting and Finance 95/4. The University of Manchester.

Day, J.F.S. - Taylor P.J. (1996), *Covenants and Debt Contracts: A Survey of the Literature*: Working paper in Accounting and Finance 96/2. The University of Manchester.

Demiroglu - James (2007), *The Information Content of Bank Loan Covenants*. Working Paper Series. University of Florida.

Dichev - Skinner (2002), Large - Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis, *Journal of Accounting Research* Vol.40 No. 4 September 2002.

Elinkeinoelämän keskusliitto, EK (2007), *Rahaa on, toimiiko rahoitusjärjestelmä?* Pk - yrityksen rahoituksen uudet haasteet. Toimitusjohtaja Leif Fagernäsin esitelmä 28.3.2007.

Ferran Ellis (1999), *Company Law and Corporate Finance*. Oxford University Press.

Finanssialan Keskusliitto, *Pankkien Basel 2 -uudistus loppuvaiheessa*.

Garleanu Nicolae - Zwiebel Jeffrey (version 2004 and 2006), *Design and Renegotiation of Debt Covenants*. University of Pennsylvania etc. and Stanford Graduate School of Business.

Halila Heikki - Hemmo Mika, (1996), *Sopimustyyppit*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1996.

Hemmo Mika (1998), *Sopimus ja Delikti*. Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuumuodoista. Kauppakaari Oy, lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.

Hemmo Mika (2001), *Pankkioikeus*. Kauppakaari, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2001.

Hemmo Mika (2005), *Oikeudellisen riskinhallinnan perusteita*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut, Helsinki 2005.

Hemmo Mika (2008), *Velvoiteoikeuden perusteet*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut, Helsinki 2007.

Hilander Henry (2007), Sampo Pankki Oyj, *Yrityskauppojen rahoitusjärjestelyt*, Kauppa-lehti, Johtamisen käsikirjat 10.1. Yrityskaupat ja omistussuhteet, toukokuu 2007.

Hirsjärvi Sirkka - Remes Pirkko - Sajavaara Paula (2008), *Tutki ja kirjoita*. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki, Otavan Kirjapaino Oy, Keuruu 2008.

- Hoppu Esko - Hoppu Kari (2008), *Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet*. WSOY-pro, Helsinki, WS Bookwell Oy, Juva 2008.
- Hoppu Kari (2004), *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. WSOY Lakitieto 2004.
- Hubbard R. G. (1998), Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, Vol.36, No.1, 193-225.
- Immonen Raimo - Nuolimaa Risto (2007), *Osakeyhtiöoikeuden perusteet*. Talentum, Helsinki 2007.
- Janes Troy D. (2005), *Accruals, Financial distress, and Debt Covenants*. A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in the University of Michigan 2005.
- Jensen M.C. & Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial economics*, Vol.3, No.4, 305-360.
- Kallunki Jukka-Pekka - Kytönen Erkki (2007), *Uusi tilinpäätösanalyysi*. Talentum, Helsinki 2007.
- Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja (1996), *Kovenantit osana pk -yritysten rahoitusta*. Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 20/1996, kovenanttityöryhmä.
- Kontkanen Erkki, (toim.) (1991), *Pankkitoiminnan käsikirja*. Kirjayhtymä, Helsinki 1991.
- Kulha Keijo K. (2000), *Kuilun partaalla. Suomalainen pankkikriisi 1991 – 1995*. Helsinki, Otava, 2000.
- Kuusela Hannu - Ollikainen Reijo (toim.) (2005), *Riskit ja riskienhallinta*. Tampereen Yliopistopaino Oy - Juvenes Print, Tampere 2005.
- Kuusela Heikki (2002), *Konkurssitakaisinsaanti kovenanttiluotonannossa*. Edita Publishing Oy, 2002.
- Kärävä Simo, Riihimäki Antti, Kärävä Hannu (1998), *Pankkitoimen ja taloudenpidon lakiasiat*. Helsinki, Kauppakaari Oy, Lakimiesliiton Kustannus. 14.uudistettu painos 1998.
- Laurila Jari (2001), *Kontrolli, riski ja informaatio*. Kauppakaari, lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2001.
- Laurila Jari (2008), *Rahoitusstrategia - modernin rahoitus oikeuden luomat mahdollisuudet*. WSOYpro, Helsinki, WS Bookwell Oy, Juva 2008.
- Leland H.E. & Pyle D.H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol.32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976, 71-387.

Levo Urpo (1985), *Ulkomainen luotonotto*. Suomen Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1985.

Loan Market Association, LMA, *Guide to syndicated loans*, <http://www.loan-market-assoc.com/documents.aspx-assoc.com> (10.9.2008).

Loan Market Association, LMA, *Guide to syndicated leveraged finance*, <http://www.loan-market-assoc.com/documents.aspx-assoc.com> (10.9.2008).

Longman (2006), *Dictionary of Contemporary English*, Pearson Education Limited, 2006.

McRae Cameron S. (2005), Understanding Financial Covenants. *Business Credit*. 107(4):22-23.

Moir Lance - Sudarsanam Sudi (2007), Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. *Accounting and Business Research*, vol 37. No.2, pp. 151 – 166. 2007.

Musher Joshus N. (2001), the Value of Loan Structure: How Much Are Those Covenants Worth? *Commercial Lending Review*. 16(2):11-15.

Mäntyneva Mikko (2003), *Asiakkuudenhallinta*. WSOY Helsinki.

Niskanen Jyrki & Niskanen Mervi (1999) *Covenants in Finnish small and medium sized firms' loans*: Firm level examination of their commonness, types and determinants. University of Tampere. School of business administration. Series A3: Working Papers 31.

Niskanen Jyrki & Niskanen Mervi (1999), *Pankkikilpailu ja pankkisuhteiden vaikutus yrityslainojen saatavuuteen ja ehtoihin*. Tampereen yliopisto. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitos. Series A1: Tutkimuksia 46.

Niskanen Jyrki & Niskanen Mervi (2004), Covenants and Small Business Lending: The Finnish Case. *Small Business Economics* 23: 137–149, 2004.

Nordea Pankki Suomi Oyj (2006), *Velkakirjakokonaisuus; velkakirja, velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt, maksuohjelma (RYEE10D 12.05)*.

Official Journal of the European Union (2003), *Commission recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises*.

OKO Osuuspankkien Keskuspankki Oyj / Pankinjohtaja Jarmo Viitanen (2005), *Pankin keskeiset kriteerit yritysrahoitusta harkittaessa*. Sosiaalisen yritystoiminnan forum. Kokouskeskus Kallvik, 17.5.2005.

OKO Pankki Oyj, *Toimintakertomus ja tilinpäätös 2007*.

Osuuspankki (2007), *Velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt* (1.2.2007 10:13).

Paglia J.K. (2000), *an Empirical Exploration of Covenants in Large Bank Loans*, Abstract of dissertation, a dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy at the University of Kentucky.

Suomen Pankkiyhdistys (2000), *Syndikoidut luotot*.
<http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto/upload/pdf/hiljander2000.pdf>.

Rahoitustarkastus (2006a). Standardi 4.3d: *Luottoriskin vakavaraisuusvaatimus sisäisten luottoluokitusten menetelmää käytettäessä*.

Rahoitustarkastus (2004). Standardi 4.4a: *Luottoriskien hallinta*.

Rauthovi Juhana (2005), *Defensor Legis* N:o 6/2005, Vakavaraisuusuudistuksen ennakoitavat vaikutukset pankkitoimintaan ja luottojen hinnoitteluun.

Riihimäki Antti, (toim.) (1993), *Luotot ja vakuudet*. Tietosanoma Oy. Helsinki 1993.

Rosendahl Jussi, Rahoitusongelmat lannistavat kasvuintoiset yritykset. *Aamulehti* 6.5.2008, Uutiset Talous. Alma Media Helsinki.

Saarnilehto Ari (2005), *Sopimusoikeuden perusteet*. Talentum, Helsinki 2005.

Saarnilehto Ari, Tuomisto Jarmo (1995). *Luottosopimuksesta*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeudellinen julkaisusarja A:82, 1995.

Sampo Pankki Oyj (2006), *Velan yleiset ehdot, yritykset ja yhteisöt* (3000 s 17.22006 w).

Seppä Marko (toim.) (2006), *Kasvuyritystoiminnan muuttuva pelikenttä: kanssaryrittäjyyden kehkeytyminen*. eBRC Research Reports 30, Tampere 2006.

Spence M (1973), Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.87, No3, 355-374.

Suomen Pankkiyhdistys (2004), *Hyvä pankkitapa 7.9.2004*.

Tammi-Salminen Eva (2001), *Sopimus, kompetenssi ja kolmas*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 227. Helsinki 2001.

Takki Pekka (2002), *IT sopimukset - käytännön käsikirja*, Talentum, Helsinki 2002.

Taloussanomien 5.3.2008. *Pohjola Pankin Mäkeläinen: Yritykset varautuivat rahamarkkinoiden kriisiin*.

Taloussanomien 27.5.2008. *Yrittäjä saa nyt maksaa lainarahasta*.
www.taloussanomien.fi

Teollisuuden ja Työnantajain keskusliitto (1996), *Sopimusvakuudet lieventämään pk -yritysten vakuusongelmia*. TT:n kovenanttityöryhmä.

ESIMERKKITEKSTIT

Teksti 1. Vakioehtoisen velkakirjan ja yksilöllisen rahoitussopimuksen suhde	69
Teksti 2. Dynaaminen sopimusehto (case 3)	74
Teksti 3. Staattinen sopimusehto (case 3)	75
Teksti 4. Staattinen sopimusehto	75
Teksti 5. Selonteot ja vakuutukset, varallisuusaseman selvittäminen	86
Teksti 6. Ennakoiva tiedoksianto	87
Teksti 7. Etukäteissuostumus	87
Teksti 8. Informaatiovelvollisuuden ulkopuolelle jättäminen (case 3)	87
Teksti 9. Säännöllinen tiedoksianto	89
Teksti 10. Vuosikvartaalitiedottaminen	89
Teksti 11. Julkisen osakeyhtiön tiedottaminen	90
Teksti 12. Jälkikäteen tapahtuva tiedottaminen	90
Teksti 13. Omistuksenpysyvyyskovenantti	95
Teksti 14. Yritysjärjestelyjen estäminen	96
Teksti 15. Varallisuuserien siirtorajoitukset	97
Teksti 16. Varallisuuserän myyntikovenantti	97
Teksti 17. Varallisuuserien lähipiirisiirtorajoitukset	98
Teksti 18. Investointien enimmäismäärä 1	99
Teksti 19. Investointien enimmäismäärä 2	99
Teksti 20. Rahoitussopimus ei ole lupaus lisärahoituksesta	100
Teksti 21. Osingonjaon rajoittaminen	101
Teksti 22. Osingonjaon ja muiden etuuksien rajoittaminen	101
Teksti 23. Vakuutusturva	102
Teksti 24. Luvat ja oikeudet	103
Teksti 25. Ympäristöluvut	103
Teksti 26. Negative pledge	107
Teksti 27. Saamisten tai muun omaisuuden panttauskielto	107
Teksti 28. Luoton ottaminen	108
Teksti 29. Luoton käyttötarkoitus	109
Teksti 30. Oman pääoman ehtoisen lainan toissijaisuus	110
Teksti 31. Lainan- tai muun sitoumuksen antokielto	110
Teksti 32. Kauppasumman kohdistamiskovenantti	111
Teksti 33. Korkoriskinhallinta (case 3)	112
Teksti 34. Rahoittajien tasapuolisuus	113

Teksti 35. Luoton ristiineräännyttäminen	114
Teksti 36. Kassavirtajäämät	120
Teksti 37. Korollinen vieras pääoman suhteessa rahoitusjäämään	120
Teksti 38. Ylimääräinen kassavirta	120
Teksti 39. Käyttökate ja käyttökateprosentti	126
Teksti 40. Omavaraisuusasteprosentti	128
Teksti 41. Oman pääoman määrä.	129
Teksti 42. Nettovelkaantumisaste	130
Teksti 43. Loan to value	131
Teksti 44. Loan to value / arvopaperisäilytys	131
Teksti 45. Kaksisuuntainen ja -elementtinen hintakovenantti	134
Teksti 46. Yksinkertainen hintakovenantti	134
Teksti 47. Pankista riippumattomat syyt korottaa luoton hintaa	135
Teksti 48. Maksuliikkeen keskittäminen	137
Teksti 49. Asiakkaalla vapaa harkinta palvelun tuottajan valintaan. Esimerkkinä korkoriskikovenantti	137
Teksti 50. Waiverin pyytäminen	146
Teksti 51. Pankin aktiivisuus ennen eräännyttämistä.	146
Teksti 52. Sopimussakko.	148
Teksti 53. Reagointiaika tiedoksisaannista	149
Teksti 54. Kovenantin huomiointi takaisinsaantilaissa 1	158
Teksti 55. Kovenantin huomiointi takaisinsaantilaissa 2	158

Liite 1

Rahoitussopimus

1) Sopijapuolet

1. **Yritys Oy**, y-tunnus 123456-7 (myöhemmin ”Yhtiö”)
2. **Suomi Pankki Oyj**, y-tunnus 7890123-4 (myöhemmin ”Pankki”)
3. **Pentti Yrittäjä**, henkilötunnus 300462-1234 (myöhemmin ”Omistaja”)

2) Sopimuksen tarkoitus

Sopimuksen tarkoituksena on sopia Yhtiön, Omistajan ja Pankin kesken rahoittamiseen liittyvistä yksityiskohdista ja niistä yksilöllisistä lisäehdoista (kovenanteista), joilla Pankki myöntää Yhtiölle **kahdeksan miljoonan (8.000.000) euron** määräisen rahoituksen seuraavasti:

- **2.000.000 euron luottolimiitin** (tilinumero 112030-123457) käyttöpääoma-tarpeisiin. Luottolimiitti on sopimuksen allekirjoitushetkellä yrityksen käytössä, eikä sen ehtoihin tehdä muutoksia.
- **6.000.000 euron luoton**, jolla yhdistetään yrityksen nykyiset luotot. Luoton laina-aika on 5 vuotta ja luottoa lyhennetään tasalyhennyksin puolivuositain, ensimmäinen lyhennys vuoden kuluttua luoton 1. erän nostosta. Luoton korko on 6 kk euribor + marginaali 0,75 % + hintakovenantit (kohta 5).

Sopimus on syntynyt neuvottelujen tuloksena ja sopijapuolet ovat tasaveroisesti vaikuttaneet sen sisältöön. Sopimuksessa sovitaan mm. pankin yksipuolisista rahoituksen eräännättämisperusteista ja luoton hinnoittelun muutosmekanismeista. Sopimuksen kovenanttiehdot ovat kaikilta osin arvioitu rahoituksen luonne huomioiden hyväksyttäviksi ja kohtuullisiksi.

Tämä sopimus ei ole Pankin puolelta sitoumus lisärahoituksesta, vaan jokainen mahdollinen uusi luottopyyntö käsitellään erikseen.

Mikäli tämän sopimuksen ehdot ovat ristiriidassa luotto- ja panttaussitoumusten kanssa, sovelletaan tämän sopimuksen ehtoja. Yhtiö ja Omistaja ovat tämän rahoitussopimuksen laatimisen yhteydessä tutustuneet velkakirjaan, maksusuunnitelmaan ja panttaussitoumuksiin sekä erityisesti velan yleisiin ehtoihin, jotka niiltä osin kuin tässä sopimuksessa ei toisin sovita, hyväksytään osaksi rahoituskokonaisuutta.

3) Selonteot ja vakuutukset

Yhtiö ja Omistaja vakuuttavat ja vastaavat siitä, että Yhtiö on juridisesti pätevällä ja Yhtiötä velvoittavalla tavalla kykenevä sitoutumaan tähän rahoitussopimukseen ja kaikkiin se ehtoihin ja allekirjoittamaan tämä sopimuksen. Yhtiö ja Omistaja vakuuttavat ja vastaavat siitä, että rahoitussopimuksen hyväksymistä ja allekirjoittamista varten kaikki tarvittavat päätökset on käsitelty Yhtiön hallintoelimissä Yhtiötä sitovasti.

Se mitä on edellä mainitulla tavalla sovittu tästä rahoitussopimuksesta, koska myös tämän sopimuksen yhteydessä allekirjoitettavaa velkakirjaa, velkakirjan maksusuunnitelmaa ja yleispanntaussitoumuksia.

Tämän rahoitussopimuksen hyväksyminen ei aiheuta Yhtiön minkään muun sopimuksen rikkoutumista eikä vaikuta kielteisellä tavalla muun sopimuksen tai sitoumuksen kautta Yhtiön liiketoimintaan tai taloudelliseen asemaan. Yhtiöllä tai Omistajalla ei ole meneillään oikeudenkäyntejä tai riitoja, jotka voisivat vaikuttaa kielteisesti yhtiön liiketalouteen tai taloudelliseen asemaan, eivätkä tämän sopimuksen sopimusehdot ole ristiriidassa olemassa olevien sopimusehtojen kanssa, eikä Yhtiö ole sopimusrikkomuksissa muissa rahoitussopimuksissa.

Yhtiön tai Omistajan liiketoiminnassa tai toimintaedellytyksissä, taloudellisessa tilanteessa tai omistussuhteissa ei ole tapahtunut olennaisia muutoksia sen jälkeen, kun Yhtiön tilinpäätösmateriaali ja ennusteet vuosille 2010 ja 2011 on esitelty Pankin edustajille tähän rahoitussopimukseen tähdänneiden neuvottelujen alkaessa. Yhtiö vakuuttaa, että sen esittämät taloudelliset ennusteet on laadittu riittävää huolellisuutta noudattaen ja ne perustuvat oikeaan lähtötilanteeseen sekä perusteltuun tulevaisuuden näkymään.

Yhtiö ei ole ottanut tai antanut lainaa, sitoutunut takauksiin eikä ole sitoutunut velvoitteisiin lähipiirille tai sen puolesta, eikä ole muuttanut osinkopolitiikkaansa. Yhtiön immateriaalioikeudet ovat voimassa ja Yhtiö on varallisuusasemaltaan sellainen, joka Pankille on luottoneuvotteluiden alkaessa esitetty.

Yhtiö sitoutuu noudattamaan sitä koskevaa lainsäädäntöä, omaa yhtiöjärjestystä, hoitamaan laskentatoimen ja kirjanpidon lain ja hyvän kirjanpitotavan mukaisesti, sekä noudattamaan viranomaissääntöjä, kuten työehtosopimuksia, lisenssejä, lupaehtoja sekä ympäristölainsäädäntöä.

Mikäli Yhtiön antamat selonteot ja vakuutukset ovat olleet olennaisesti virheellisiä, ja ne olisivat vaikuttaneet Pankin päätöksentekoon luottoa myönnettäessä, on Pankilla välittömästi oikeus eräännyttää luotto ja luottolimiitti ennenaikaisesti takaisinmaksettavaksi ja vaatia suoritusta vastuiden vakuutena olevista panteista panttausehtojen mukaisesti.

Vaikka Pankki ei ole eräännyttänyt saataviaan heti olennaisen virheen havaittuaan, Pankki ei siitä huolimatta ole luopunut oikeudestaan vedota kyseiseen eräännyttämisperusteeseen. Pankin on kuitenkin vedottava kyseiseen eräännyttämisperusteeseen yhden (1) vuoden kuluttua tiedoksisaannista.

4) Tiedoksiantovelvollisuus

Yhtiö toimittaa Pankille viimeistään neljän kuukauden kuluessa kunkin tilikauden päättymisestä jäljennökset toimintakertomuksesta, virallisesta tuloslaskelmasta, taseesta ja tilintarkastuskertomuksesta.

Yhtiö toimittaa Pankille puolivuotiskatsaukset välittömästi niiden julkaisemisen jälkeen sekä muut taloudelliset ja liiketoiminnalliset tiedotteet, joilla voidaan katsoa olevan vaikutusta Yhtiön rahoitusasemaan, kannattavuuteen, maksukykyyn tai vakavaraisuuteen. Lisäksi pyydettyä Pankilla on oikeus saada yhtiöltä sellaista tietoa, joka on tärkeää Yhtiön taloudellista tilaa arvioitaessa ja jonka pyytämistä ei voida pitää kohtuuttomana ja jonka luovuttamista Yhtiön salassapitovelvoitteet eivät estä tai rajoita.

Yhtiö informoi Pankkia etukäteen ja pyytää pankilta suostumuksen tilikauden aikana tapahtuvista ja Yhtiön kannattavuuteen tai vakavaraisuuteen olennaisesti (kertajärjestelyn määrä ylittää 200.000 euroa) vaikuttavista seikoista, kuten omaisuutta koskevista kaupoista, yritys- tai omistusjärjestelyistä ja muista vastaavista toimenpiteistä.

Informaatiovelvollisuus ei kuitenkaan koske Yhtiön normaaleja liiketoimintakauppoja ja kaupallisia sopimuksia riippumatta niiden taloudellisesta arvosta.

5) Omistuksenpysyvyyssovenantti

Omistaja omistaa Yhtiön osakkeista ja äänivallasta 60 %. Omistaja sitoutuu säilyttämään omistuksensa Yhtiössä muuttumattomana. Pankin myönteiselle rahoituspäätökselle on tärkeää Omistajan sitoutuminen Yhtiön omistamiseen ja kehittämiseen ja Yhtiön nykyisen identiteetin säilyttäminen.

Yhtiö ja Omistaja sitoutuvat siihen, ettei Yhtiön omistus- ja äänivaltasuhteita muuteta suunnatulla osakeannilla tai millään muulla järjestelyllä eikä Yhtiö tai Omistaja sovi yhtiön sulautumisesta toisen yhtiön kanssa.

Omistuksenpysyvyyskovenanti ei kuitenkaan koske eikä rajoita mahdollisia Omistajaan rintaperillissuhteissa olevan henkilön ja Omistajan sukupolvenvaihdokseen liittyviä järjestelyjä.

6) **Hinnoittelumekanismi**, omavaraisuusaste - % ja korolliset velat / käyttökate -suhdeluku

Rahoituksen lähtökohtainen hinnoittelu perustuu Yhtiön yli 27 % omavaraisuusasteeseen sekä siihen, että Yhtiön korolliset velat / käyttökate -suhdeluku on alle 4,00x.

Mikäli omavaraisuus nousee yli 30 % ja korolliset velat / käyttökate laskee alle 3,00x, Pankki laskee luoton marginaalia 0,10 % -yksikköä. Mikäli omavaraisuus nousee yli 40 % ja korolliset velat / käyttökate laskee alle 2,00x, Pankki laskee marginaalia 0,20 % -yksikköä.

Mikäli omavaraisuus laskee alle 27 % tai korolliset velat / käyttökate nousee yli 4,00x, Pankilla on oikeus ilman eri sopimusta korottaa luoton marginaalia 0,25 % -yksikköä. Mikäli omavaraisuus laskee alle 25 % tai korolliset velat / käyttökate nousee yli 5,00x on Pankilla vastaavasti oikeus 1,00 % -yksikön marginaalin korotukseen.

Tunnuslukujen tarkastelujakso on tilikausi. Hintakovenanttien mahdollisesti aiheuttama hinta-vaikutus toteutetaan vahvistutun tilinpäätöksen jälkeen sitä seuraavan korkoperiodin muutoksen (viitekoron vaihtumisen) yhteydessä.

Omavaraisuusaste ja korolliset velat / käyttökate lasketaan Yritystutkimusneuvottelukunnan (YTN) julkaisussa ” Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi (2005) tai sen tilalle tulevassa julkaisussa määrittelemiä periaatteita noudattaen seuraavasti:

Omavaraisuusaste, %

$$\frac{\text{Oikaistu oma pääoma (ml. OYL:n mukaiset pääomalainat ja leasingvastuut)}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma – saadut ennakot}} \times 100$$

Korolliset velat / Käyttökate =

$$\frac{\text{Oikaistun taseen korolliset velat (ml. leasingvastuut) – OYL:n mukaiset pääomalainat}}{\text{Käyttökate (12 kk)}}$$

Rahoituksen marginaalitaso voi vaihdella 0,55 – 1,75 % välillä seuraavan taulukon mukaisesti:

Omavaraisuusaste (%)	Korolliset velat / käyttökate (12 kk)	Marginaali (%)
< 25	> 5,0	1,75
> 25 ja < 27	< 5,0 ja > 4,0	1,00
> 27 ja < 30	< 4,0 ja > 3,0	0,75
> 30 ja < 40	< 3,0 ja > 2,0	0,65
> 40	< 2,0	0,55

7) Pankista riippumattomat syyt luoton hinnoittelun

Pankilla on oikeus korottaa velasta perittävää marginaalia tai kiinteäkorkoisen luoton korkoa, kun korotus on perusteltua Pankin lisääntyneiden varainhankinnan tai muiden kustannusten takia, joita *Pankki ei ole kohtuudella voinut ennakoida* velkakirjakokonaisuutta allekirjoitettaessa, kuitenkin yhteensä enintään kaksi (2) prosenttiyksikköä laina-aikana. Pankki ilmoittaa korotuksesta Yhtiölle lähettämällä kirjallisen ilmoituksen vähintään kaksi (2) kuukautta ennen korotuksen voimaatuloa.

Yhtiöllä on oikeus ennen korotuksen voimaantuloa irtisanoa velka heti takaisinmaksettavaksi ilman velan ennaikaisesta takaisinmaksusta perittäviä makuja ja palkkioita. Irtisanomisen on oltava kirjallinen.

Jos tähän luottoon liittyvät Pankin kustannukset kasvavat tai siihen liittyvät tulot vähentyvät *lainsäädännön tai viranomaispäätösten muutosten vuoksi tai muista vastaavista Pankista riippumattomista syistä*, Yhtiön on korvattava Pankille muutoksen aiheuttamat kustannukset tai vähentyneet tulot. Tähän luottoon liittyvä suhteellinen osuus kustannusten kasvamisesta tai tulojen vähenemisestä lisätään vuosittaiseksi prosenttiyksikkömääräksi muutettuna luoton korkoon tai peritään erillisenä maksuna. Pankin on ilmoitettava Yhtiölle korotuksesta tai maksusta kirjallisesti.

8) Vakuudet

8.1. Takaus

Finnvera Oyj:n antama 40 %:n (800.000 euroa) takaus shekkitililimiittiin.

8.2. Yrityskiinnitykset

Yhtiön Pankissa olevien vastuiden yleisvakuudeksi panttaamat seuraavat yrityskiinnitykset (*suluissa merkitty muiden tai yhtiön omassa halussa olevat yrityskiinnitykset etuoikeusjärjestyksessä*):

Yhtiö Oy

Nrot	Lkm	Nimellisarvot EUR	Pääoma yhteensä EUR	Asettamispv	Vahvistuspv	Haltija
1	1	100 000,00	100 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Suomi
2	1	100 000,00	100 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Suomi
(3	1	50 000,00	50 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Finnvera Oyj)
4	1	50 000,00	50 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Suomi
(5	1	50 000,00	50 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Finnvera Oyj)
6	1	50 000,00	50 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Suomi
(7	1	50 000,00	50 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Finnvera Oyj)
8-11	4	50 000,00	200 000,00	28.10.2002	25.11.2002	Suomi
1-4	4	200 000,00	800 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Suomi
(5-6	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Finnvera Oyj)
7-8	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Suomi
(9-10	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Finnvera Oyj)
11-12	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Suomi
(1-2)	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Yhtiö)
(1-2)	2	200 000,00	400 000,00	15.12.2005	22.12.2005	Yhtiö)
			Pankki yhteensä 2.100.000			

8.3. Asunto-osakkeet

Yhtiön Pankissa olevien vastuiden yleisvakuudeksi Yhtiö panttaa seuraavat omistamiensa asunto-osakeyhtiöiden osakekirjat:

As Oy Vuorikatu, osakkeet numerot 1-312

As Oy Korvolantie 123, osakkeet numerot 1-2412

8.4. Kiinteistökiinnitykset

Yhtiön Pankissa olevien vastuiden yleisvakuudeksi Yhtiö panttaa seuraavat kiinteistöihin kohdistuvat velkakirjakiinnitykset:

Kiinteistötunnus 555-300-900-9, velkakirjakiinnitykset pääomaltaan yhteensä 1.500.000 euroa, lainhuuto Yhtiöllä.

Kiinteistötunnus 555-300-901-1, velkakirjakiinnitykset pääomaltaan yhteensä 1.000.000 euroa, lainhuuto Yhtiöllä.

9) Korkoriskikovenantti

Sopijapuolten yhteisenä intressinä on, että oleelliselta koronnousun riskiltä suojaudutaan ja korkoriski hallitaan.

Yhtiö sitoutuu siihen, että vähintään puolet (½) luoton euromäärästä suojataan koronnousulta markkinatilanteeseen sopivalla ja Yhtiön kannalta järkevällä johdannaissopimuksella. Päätökset korkosuojauksen yksityiskohdista tekee Yhtiö.

10) Luottojen eräännyttäminen ja sopimussakko

Mikäli Yhtiö ryhtyy tässä sopimuksessa annetun sitoumuksen vastaisesti johonkin toimenpiteeseen ilman Pankin suostumusta tai rikkoo oleellisesti ja merkityksellisesti tätä sopimusta, on Pankilla oikeus eräännyttää luotot ja luottolimiitti enneaikaisesti takaisinmaksettavaksi ja vaatia suoritusta vastuiden vakuutena olevasta pantista panttausehtojen mukaisesti.

Mikäli Yhtiön omavaraisuus laskee alle 20 %, syntyy Pankille välittömästi oikeus, mutta ei velvollisuutta, irtisanoa luotot ja luottolimiitti kerralla takaisinmaksettavaksi tai mikäli Yhtiön käyttökate / korolliset velat -suhdeluku nousee yli viiden (5,00x), syntyy Pankille välittömästi oikeus, mutta ei velvollisuutta, irtisanoa luotot ja luottolimiitti kerralla takaisinmaksettavaksi.

Pankilla on oikeus vahingonkorvauksena 50.000 euron sopimussakkoon, mikäli Yhtiö tai Omistaja tahallisesti tai tuottamuksellisesti rikkoo tätä sopimusta. Mikäli Pankin tappiot ovat em. tilanteessa enemmän kuin sopimussakon määrä, Pankilla on oikeus vaatia Yhtiötä tai Omistajaa korvaamaan Pankille koko tappion määrä. Sopimusrikkomuksen seuraamuksesta, sopimussakosta tai mahdollisesti koko tappion korvaamisesta vastaa se sopimusosapuoli (Yhtiö tai Omistaja), joka on sopimusta rikkonut.

Vaikka Pankki ei ole eräännyttänyt saataviaan heti yksittäisen luottoasiakirjan ehdoissa tai tämän rahoitussopimuksen ehtojen eräänntymisperusteista tiedon saatuaan, Pankki ei siitä huolimatta ole luopunut oikeudestaan vedota kyseiseen eräänntämisperusteeseen. Pankin on kuitenkin vedottava kyseiseen eräänntämisperusteeseen yhden (1) vuoden kuluttua tiedoksisaannista.

11) Sopimuksen voimassaolo ja ehtojen muuttaminen

Tämä sopimus tulee voimaan, kun sopijapuolet ovat sen allekirjoittaneet ja on voimassa, kunnes Yhtiön vastuut on maksettu pois. Tämän sopimuksen ehtoja voidaan muuttaa vain erikseen laaditulla ja sopija-osapuolten allekirjoittamalla kirjallisella sopimuksella.

Yhtiöllä on oikeus ja velvollisuus etukäteen tai jälkikäteen pyytää Pankilta kirjallinen suostumus (waiver) tästä sopimuksesta poikkeamiseen ja pyytää sopimuksen muuttamista. Mikäli Pankki antaa waiverin ja luopuu eräännyttämisperusteisesta oikeudestaan, on Pankki oikeutettu erikseen sovittavaan ja vähintään 1.000 euron suuruiseen toimenpidepalkkioon (waiver fee).

12) Sovellettava laki ja riitojen ratkaiseminen

Tähän sopimukseen sovelletaan Suomen lakia. Tästä sopimuksesta johtuvat erimielisyydet ratkaistaan Helsingin käräjäoikeudessa.

Tätä sopimusta on tehty kolme (3) samanlaista kappaletta, yksi jokaiselle sopijapuolelle.

Helsingissä 11.11.2008

Yritys Oy

Pentti Yrittäjä
toimitusjohtaja

Riitta Jaakkola
talousjohtaja

Suomi Pankki Oyj

Olli Välimäki

Sirpa Kahivaara

Liite 2

Hyväksymiskirje / waiver

Antaja: Suomi Pankki Oyj, y-tunnus 7890123-4 (myöhemmin ”Pankki”)

Saajat: Yritys Oy, y-tunnus 123456-7 (myöhemmin ”Yhtiö”)

Pentti Yrittäjä, henkilötunnus 300462-1234 (myöhemmin ”Omistaja”)

Tässä hyväksymiskirjeessä viitataan Pankin, Yhtiön ja Omistajan väliseen 11.11.2008 allekirjoitettuun rahoitussopimukseen sekä

1) Omistajan suulliseen pyyntöön saada mahdollisesti vähentää osakkeenomistustaan Yhtiössä rahoitussopimuksen vastaisesti ei rintaperillisuhteessa olevalle ostajalle niin, että Omistajan omistusosuus laskee alhaisimmillaan 51 prosenttiin sekä

2) Rahoitussopimuksen mukaisesti Yhtiön kirjalliseen etukäteispyyntöön myydä Omistajalle Yhtiön omistuksessa oleva kiinteistö Nokian kaupungin Korvolan kylässä, kiinteistötunnus 527-106-1-123, 350.000 euron kauppasummalla. Todetaan, että pyynnön liitteenä on AKA- pätevyuden omaavan kiinteistönvälittäjän arviokirja kyseisestä kiinteistöstä ja että arviokirjan mukainen kiinteistön arvo on vastaava kuin kauppahinta.

Hyväksyminen

Pankki hyväksyy kohdan 1) Omistajan pyynnön mukaisesti. Omistajalla tulee säilyä kaupan jälkeen Yhtiössä enemmistöosakkuus (> 50 % omistusosuus osakkeista ja niiden tuottamasta äänivallasta).

Kohdan 2) Pankki hyväksyy ehdollisena siten, että kauppasummasta vähintään 300.000 euroa tulee käyttää Pankissa olevan Yhtiön luoton nro 115820-123456 pääoman poismaksuun.

Tätä hyväksymiskirjettä on laadittu kolme (3) samanlaista kappaletta, yksi jokaiselle sopijaosapuolelle.

Tästä waiveristä ja hyväksymiskirjeestä Pankki perii Yhtiöltä rahoitussopimuksen mukaisesti 1.000 euron waiver - palkkion.

Tämän hyväksymiskirjeen sisältö astuu voimaan, kun kirje on Omistajan ja Yhtiön allekirjoituksella hyväksytty, vahvistettu ja toimitettu Pankille.

Helsinki 15.12.2008

Suomi Pankki Oyj

Olli Välimäki

Yritys Oy

Pentti Yrittäjä
Liite 3

Riitta Jaakkola

Haastattelulomake (2007, tiivistettynä)

Haastateltavan nimi _____
 Tehtävä / koulutus _____
 Aika _____

Johdantokysymykset

1. Käytättekö yritysrahoituksessa kovenanteja? (jos vastaus on en, siirry sivulle 7)
2. Mitä nimeä eritysehdoista käytätte; sopimusvakuus, rahoitussopimus, muu?
3. Onko pankilla ohjeet kovenanttien käytöstä tai erityinen kovenanttipolitiikka?
4. Minkä tyyppisiä kovenanteja käytätte?
5. Kuinka suuri osa luottosopimuksista sisältää kovenanteja? Onko kovenanttien käyttö lisääntynyt vai vähentynyt viimeisen 10 vuoden aikana?
6. Mikä merkitys kovenanteilla on tällä hetkellä? Miksi kovenanteja käytetään?
7. Mikä on pankin rooli ja yrityksen rooli kovenanteja määriteltäessä?
8. Minkälainen prosessi kovenanttien määrittäminen on, kuka päättää kovenantin sisällön?
9. Onko pankilla valmiita standardilomakkeita tai käyttääkö pankki aina juristia varmistamaan sopimusten juridisen sisällön?
10. Minkälaisten yritysten rahoittamisessa käytetään kovenanteja? (Riskiyritykset, kasvuyritykset, hightech – yritykset, ICT - yritykset, rakennusliikkeet?)
11. Vaikuttaako kovenanttien käyttöön yrityksen koko, kasvuhakuisuus, omistaja – ammattijohto, pankkisuhteiden määrä, pankinvaihdon läheisyys?
12. Vaikuttaako kovenantit aidosti luoton saatavuuteen, luoton hintaan, laina-aikaan?
13. Miten kovenanttien valvonta tapahtuu? (manuaali /asiakasvastuullinen, atk – seuranta)
14. Onko kovenanttien rikkoutuminen aiheuttanut toimenpiteitä, minkälaisia?
15. Kovenanttien käytön hyvät ja huonot puolet? Muuta huomioitavaa?
16. Tarvitaanko kovenanteista koulutusta, minkälaista?

YRITYKSEN TOIMINTAA SÄÄTELEVÄT JA YRITYSTÄ VELVOITTAVAT KOVENANTIT (10 kpl)

Käytättekö em. kovenanteja, mielipide yleisesti ottaen:

Yleiset velvoittavat ja toimintaa säätelevät kovenantit

1. Tiedonantovelvollisuus
2. Yrityksen identiteetin säilyminen
3. Varallisuuserien siirtorajoitukset
4. Vakuutusturvan ylläpito

5. Lupakovenanti ja muut velallisen vakuutukset

Rahoitukseen liittyvät yritystä velvoittavat ja toimintaa säätelevät kovenantit

1. Rahoittajien tasapuolinen kohtelu
2. Luoton käyttötarkoitus
3. Lisäluotonotto
4. Vakuuden asettamiskielto
5. Luoton ristiineräännittäminen
6. Hintakovenanti

Muuta yrityksen toimintaa säätelevistä ja yritystä velvoittavista kovenanteista:

FINANSSIKOVENANTIT (10 kpl, tunnuslukukovenantit, tase- ja tuloslaskelmakovenantit)

Käytättekö finanssikovenantteja, mielipide finanssikovenanteista yleisesti ottaen:

Käytättekö kassavirtakovenantteja?

1. Ylimääräinen kassavirta lainan lyhennyksiin
2. Investointien enimmäismäärä
3. Kassavirtalaskelman jäämät

Käytättekö voitonjakoa rajoittavia kovenantteja?

1. Omavaraisuusaste
2. Osingonjaon rajoitus
3. Oman pääoman vähimmäismäärä
4. Lainan tai konserniavustuksen antokielto sekä omien osakkeiden hankintakielto

Käytättekö velkaantumista rajoittavia kovenantteja?

1. Nettovelkaantumisaste
2. Nettorahoituskulujen suhde käyttökatteeseen
3. Korollisten velkojen suhde käyttökatteeseen

EMME / EN KÄYTÄ LAINKAAN KOVENANTTEJA

Ovatko kovenantit tuttuja?

Minkälaisia kovenantteja tunnette?

Minkä takia ette käytä kovenantteja, tärkeimmät käytön esteet?

Oletteko koskaan käyttäneet kovenantteja?

Tuntevat yritykset kovenantteja ja/tai ehdottavatko yritykset niiden käyttöä?

Tarvitaanko koulutusta ja jos, niin minkälaista?