

KOVENANTIT YRITYKSEN RAHOITUSSUHTeen VALMISTELUVAIHEEN ERITYISKYSYMYKSENÄ

Lapin yliopisto
Oikeustieteiden tiedekunta
Velvoiteoikeus
Tutkielma
Taneli Tuomaala
Kevät 2004

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Kovenantit yrityksen rahoitussuhteen valmisteluvaiheen erityiskysymyksenä

TEKIJÄ: TUOMAALA, TANELI

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Velvoiteoikeus

Työn laji: Tutkielma

Sivumäärä: XV + 115

Vuosi: Kevät 2004

Tiivistelmä:

Yrityksen rahoitussuhde vaatii valmistelua. Rahoitusjärjestelyn toteuttaminen kovenanttipohjaisesti tuo valmisteluun mukaan omat erityispiirteensä. Tutkielman tarkoituksena on selvittää, mikä on rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa nimenomaan yrityksen näkökulmasta tärkeää ja oikeudellisesti huomionarvoista, kun sen rahoitussopimuksessa on tarkoitus käyttää kovenantteja.

Kovenantit määritetään vakiintuneesti rahoitussopimuksen erityisehdoiksi, joita hyödynnetään varsinkin kassavirtapohjaisessa yritysrahoituksessa rahoittajan riskienhallintavälineenä. Tutkielmassa käsitellään sitä, miten yritys voi käytännössä ennalta varmistaa, että käytettävät kovenantit ovat kokonaisvaltaisesti arvioiden myös sen liiketoiminnan tavoitteiden ja etujen mukaisia. Kovenanttien käytön suunnittelun voidaan havaita jo lähtökohtaisesti kiinnittyvän myös yrityksen strategiaan ja yrityssuunnittelun laajempaan kokonaisuuteen. Tätä varten tutkielman alussa tehdään katsaus yrityksen suunnittelujärjestelmään, jonka eräänä osa-alueena kovenanttien käytön suunnittelua pyritään hahmottamaan ja jäsentämään. Yrityksen liiketoimintasuunnitelman merkitys kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen rakentamisessa on nähtävissä hyvin keskeisenä.

Kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluvaihe jaetaan tutkielmassa suunnitteluvaiheeseen ja neuvotteluvaiheeseen. Kyseessä ovat yritysrahoituksen sopimusprosessin erityisvaiheet, joilla on kriittistä merkitystä kovenanttien valinnan ja muotoilun kannalta ja siten koko rahoitussuhteen elinkaaren hallinnassa. Näiden sopimusprosessin vaiheiden merkityksen huomioimiseen ja täysimääräiseen hyödyntämiseen tarvitaan kuitenkin yrityksen sopimustoiminnassa ja riskienhallinnassa uudenlaista näkökulmaa: ennakoivaa oikeusajattelua.

Rahoitussuhteen kovenanttimuotoinen riskienhallinta luo yritykselle mahdollisuuksia ja uhkia. Niiden määrittämiseksi ja ennakoivan sopimisen integroimiseksi kovenanttien käytön valmisteluun tutkielmassa tehdään esitys sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallin soveltamisesta kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluvaiheeseen. Proaktiivisena tavoitteena on turvata kovenanttien käytön ja viime kädessä koko rahoitussuhteen onnistuminen.

Avainsanat: kovenantit, ennakointi, riskienhallinta, sopimusoikeus, yrityssuunnittelu

Muita tietoja:

Suostun tutkielman luovuttamiseen Rovaniemen hovioikeuden käyttöön.

Suostun tutkielman luovuttamiseen kirjastossa käytettäväksi.

Suostun tiivistelmän tallentamiseen yliopiston WWW-palvelimelle.

SISÄLLYS

LÄHTEET	IV
LYHENTEET	XV
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuskohde	1
1.2 Tutkielman näkökulma, tavoitteet ja rajaukset	4
1.3 Tutkielman rakenne	6
2 YRITYSSUUNNITTELUN KAUTTA KOVENANTTISUUNNITTELUUN	8
2.1 Suunnittelun tarkoituksesta ja muodoista yritystoiminnassa	8
2.2 Liiketoimintasuunnitelma suunnittelupohjana ja sopimuskohteena....	15
3 KOVENANTTIEN KÄYTÖN SUUNNITTELUA OHJAAVIA TEKIJÖITÄ	18
3.1 Proaktiivinen toimintatapa suunnittelun perustana	18
3.1.1 Ennakoivan oikeusajattelun lähtökohdista	19
3.1.2 Ennakoivuus liiketoiminnassa	21
3.1.3 Ennakoivuus kovenanteissa.....	24
3.2 Kovenanttijohdattujen rahoitussuhteen suunnittelu sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta.....	33
3.2.1 Sopimuksellisen riskienhallinnan teoria ja toimintamallit	33
3.2.2 Riskien tunnistaminen	37
3.2.3 Riskien arviointi	40
3.3 Tieto ja tiedonhallinta tietointensiivisessä rahoitussuhteessa	42
3.3.1 Tiedon ja tietämyksen lähtökohdat.....	43
3.3.2 Yritys tiedon kohteena ja lähteenä	45
3.3.3 Tiedonvaihdon oikeudellinen ohjausjärjestelmä.....	47
3.3.4 Tiedonhallinta kovenanttisuhteen kriittisenä menestystekijänä	52
3.4 Luottamuksen merkitys liiketoiminnassa ja rahoitussuhteessa	57
3.5 Varallisuusarvon periaatteiden ohjausvaikutus	62
3.5.1 Lojaliteettiperiaate	64
3.5.2 Muut kovenanttisuhteen kannalta relevantit periaatteet	70
4 KOVENANTIT RAHOITUSJÄRJESTELYN NEUVOTTELUKOhteena ...	78
4.1 Rahoitusneuvottelujen oikeudelliset pääpiirteet.....	78
4.1.1 Sopimusneuvottelut sopimusehtojen laadintaforumina	79
4.1.2 Yritys rahoitus- ja kovenanttineuvottelujen osapuolena	85
4.2 Rahoitussuhteen sopimuksellisen riskienhallinnan rakentaminen kovenanttijohdattuna	88
4.2.1 Riskienhallinnan instrumentointi.....	90
4.2.2 Riskien allokointi vakioehdoilla	102
4.3 Selonteot ja vakuutukset kovenanttisuhtetta edeltävinä tukitoimina	109
5 JOHTOPÄÄTÖKSET	113

LÄHTEET

- Aaltonen, Mika – Mutanen, Ulla-Maaria*: Tiellä tietämyksenhallintaan. Näkökulmia ja esimerkkejä tietämyksenhallinnasta, sen soveltamisesta strategiaan suunnitteluun, muutoksen johtamiseen ja tuotekehitykseen. MET-julkaisuja 12/2001. Metalliteollisuuden Kustannus. Helsinki 2001. (Aaltonen – Mutanen 2001)
- Aaltonen, Mika – Wilenius, Markku*: Osaamisen ennakointi. Pidemmälle tulevaisuuteen, syvemmälle osaamiseen. Edita Publishing – Helsingin Kauppa-kamari. Helsinki 2002. (Aaltonen – Wilenius 2002)
- Aarnio, Aulis*: Onko kohtuus oikeusperiaatteena syrjäyttämässä sekä sopimusvapauden että sopimusten sitovuuden periaatteen? LM 4/1987, s. 400–414. (Aarnio 1987)
- Ahtola, Jussi*: Kovenanttien käyttö sekä siihen liittyvät yhtiöoikeudelliset ja sopimusoikeudelliset ongelmat. Oikeustiede – Jurisprudentia XXXV. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 2002, s. 5–70. (Ahtola 2002)
- Annola, Vesa Antero*: Sopimuksen dynaamisuus. Talousoikeudellinen rakenne-tutkimus sopimuksen täydentymisestä ja täydentymisen ohjaamisesta. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:107. Turku 2003. (Annola 2003)
- Bazerman, Max H.*: Kakun koko ratkeaa neuvotteluissa. Harvard Management Communication Letter. Fakta 12/2003, s. 1–4. (Bazerman 2003)
- Black's Law Dictionary*. Seventh Edition. West Group. St. Paul, Minn. 1999. (Black's Law Dictionary 1999)
- Blomquist, Lars – Blummé, Nils – Lumme, Eero – Pitkänen, Tomi – Simonsen, Lennart*: Due diligence osana yrityskauppaa. KHT-Media Oy. Helsinki 2001. (Blomquist et al. 2001)
- Bouix, Jérôme*: Innovatiivisten yritysten reittaus ja rahoitus Euroopassa. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 4/1997. Helsinki 1997. (Bouix 1997)
- Cicero, Marcus Tullius*: Vanhuudesta. Ystävyydestä. Velvollisuuksista. Suom. Marja Itkonen-Kaila. Kolmas painos. WSOY. Porvoo 1998. (Cicero 1998)
- Day, Judy F. S. – Taylor, Peter J.*: Covenants and Debt Contracts: A Survey of the Literature. Working paper 96/2. Manchester 1996. (Day – Taylor 1996)

- Engelberg, Matti*: Corporate Covenant Policy. Kovenanttien käyttö rahoitusso-
pimuksissa -seminaarin luentomateriaali. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kou-
lutus. Helsinki 7.10.2003. (Engelberg 2003)
- Freedman, Mike – Tregoe, Benjamin B.*: Strategisen johtamisen taito. Rastor-
Yhtiöt. Helsinki 2003. (Freedman – Tregoe 2003)
- Haapio, Helena*: Jäikö jotain sopimatta?. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.):
Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien
hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 3–82. (Haapio 2002)
- Halila, Heikki*: Culpa in contrahendo. Tiedonantovelvollisuus sopimusoikeudes-
sa. Sana-artikkelit. Teoksessa Encyclopædia Iuridica Fennica. Ensimmäi-
nen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Hel-
sinki 1994, s. 65–66; 850–852. (Halila 1994)
- Halme, Liisa*: Pankkisääntely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästö-
pankkien riskinotosta. Tutkimuksia E:15. Suomen Pankki. Helsinki 1999.
Saatavilla www-muodossa:
<[http://www.bof.fi/fin/6_julkaisut/6.1_SPn_julkaisut/6.1.4_tutkimuksia/e15h
alme.stm](http://www.bof.fi/fin/6_julkaisut/6.1_SPn_julkaisut/6.1.4_tutkimuksia/e15h_alme.stm)>. 28.10.2003. (Halme 1999)
- Havansi, Erkki*: Luotto-oikeus. Lapin korkeakoulun oikeustieteiden osaston jul-
kaisuja. Sarja C, N:o 1. Rovaniemi 1981. (Havansi 1981)
- Havansi, Erkki*: Esinevakuusoikeudet. Sana-artikkeli. Teoksessa Encyclopædia
Iuridica Fennica. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suoma-
lainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 138–140. (Havansi 1994)
- HE 175/2002*. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja
eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. (HE 175/2002)
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus I. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Hel-
sinki 1997. (Hemmo 1997a)
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus II. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Hel-
sinki 1997. (Hemmo 1997b)
- Hemmo, Mika*: Prekontraktuaaliset sopimukset ja neuvotteluvastuun sääntely.
Teoksessa Juhlajulkaisu Jukka Peltonen 60 vuotta 27.10.1999. (s.n.). Hel-
sinki 1999, s. 77–89. (Hemmo 1999)
- Hemmo, Mika*: Pankkioikeus. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki
2001. (Hemmo 2001a)

- Hemmo, Mika*: Sopimuskonfliktien syistä ja niiden torjunnasta. Teoksessa Juhla-julkaisu Asianajotoimisto Borenus & Kempainen 90 vuotta. Gummerus Kirjapaino. Jyväskylä 2001, s. 51–70. (Hemmo 2001b)
- von Hertzen, Hannu*: Sopimusneuvottelut. Siviilioikeudellinen tutkimus. Suomen Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki. (von Hertzen 1983)
- Hirvikallio, Matti*: Kuplat puhkeavat jatkossakin. Tekniikka&Talous 18.12.2003. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa):
<http://www.tekniikkatalous.fi/doc.ot?d_id=105236>. 27.5.2004. (Hirvikallio 2003)
- Houtsonen, Jarmo*: Yritysten välinen sopimustoiminta instituutiona ja kenttänä. Osa 1: Luottamus ja institutionalistiset lähestymistavat. Oikeus 2000:2, s. 235–249. (Houtsonen 2000)
- Huhtamäki, Ari*: Luotonantajavastuu. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1993. (Huhtamäki 1993)
- Häyhä, Juha*: Sopimuksen tekeminen. Sana-artikkeli. Teoksessa Encyclopædia Iuridica Fennica. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 752–757. (Häyhä 1994)
- Häyhä, Juha*: Lojaliteettiperiaate ja sopimusoppi. DL 3/1996, s. 313–327. (Häyhä 1996a)
- Häyhä, Juha*: Oikeustaloustiede ja sopimusoikeus. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus. Helsinki 1996, s. 160–191. (Häyhä 1996b)
- Häyhä, Juha*: Oikeusperiaatteet ja sopimuksen purkaminen. Teoksessa Juhla-kirja Kaarlo Tuori 50 vuotta. Helsingin yliopiston julkisoikeuden laitos. Helsinki 1998, s. 115–142. (Häyhä 1998)
- Hyvä pankkitapa*. Suomen Pankkiyhdistys. Helsinki 2001. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa):
<<http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto/upload/pdf/pankkitapa.pdf>>. 15.10.2003. (Hyvä pankkitapa 2001)
- Kanninen, Vesa*: Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies–agenttiteoria. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus. Helsinki 1996, s. 97–113. (Kanninen 1996)
- Karlöf, Bengt – Lundgren, Kurt – Edenfelt Froment, Marie*: Ota oppia parhaista! Tehoa vertailuoppimisesta. Talentum. Helsinki 2003. (Karlöf et al. 2003)

- Kasanen, Eero – Lundström, Thomas – Puttonen, Vesa – Veijola, Risto*: Rahoitusriskit yrityksissä. WSOY. Porvoo 1997. (Kasanen et al. 1997)
- Kauppinen, Veijo – Känkänen, Janne*: Tehottomuudet yritysrahoituksessa. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/1996. Helsinki 1996. (Kauppinen – Känkänen 1996)
- Keskitalo, Petri*: Sopimuksellisen riskienhallinnan teoriat ja sen toimintamallit. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 241–273. (Keskitalo 2002)
- Kinnunen, Kari J. T.*: Pankkisuhteen merkitys pienyrityksen rahoituksessa. Licensiaatintutkimus. Jyväskylän yliopisto, taloustieteiden tiedekunta. N:o 117/1999. Jyväskylä 1999. (Kinnunen 1999)
- Kivimäki, Arto*: Carpe diem! Hauskaa ja hyödyllistä latinaa. 2., täydennetty painos. Karisto. Hämeenlinna 1997. (Kivimäki 1997)
- Kotkavirta, Jussi*: Luottamus instituutioihin ja yksilöllinen hyvinvointi. Teoksessa Ilmonen, Kaj (toim.): Sosiaalinen pääoma ja luottamus. SoPhi, Jyväskylän yliopisto. Jyväskylä 2000, s. 55–68. (Kotkavirta 2000)
- Kovenanttityöryhmä*: Kovenantit osana pk-yritysten rahoitusta. Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 20/1996. Helsinki 1996. (Kovenanttityöryhmä 1996)
- Kärävä, Simo*: Pankkiluottojen vakuuksien kehityspiirteitä. Teoksessa Esko, Timo (toim.): Juhlajulkaisu Matti Ylöstalo 1917 – 4/2 – 1987. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. C-sarja N:o 21. Helsinki 1987, s. 249–258. (Kärävä 1987)
- Kärävä, Simo – Riihimäki, Antti – Kärävä, Hannu*: Pankkitoimen ja taloudenpidon lakiasiat. 14., uudistettu painos. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1998. (Kärävä et al. 1998)
- Lappalainen, Juha*: Siviiliprosessioikeus I. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1995. (Lappalainen 1995)
- Lauriala, Jari*: Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2001. (Lauriala 2001)

- Lehtonen, Reino*: Taloustiedolla tulosta. 5. painos. Kauppakaari. Helsinki 1998.
(Lehtonen 1998)
- Leppiniemi, Jarmo*: Rahoitus. WSOY. Helsinki 2000. (Leppiniemi 2000)
- Levo, Urpo*: Ulkomainen luotonotto. Suomen Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1985. (Levo 1985)
- Litmala, Marjukka*: Luottamus – käsitteellisiä näkökohtia. LM 1/2002, s. 34–46.
(Litmala 2002)
- Logan, Francis D. – Rowntree, Peter D.*: Term loan agreements. Teoksessa Rendell, Robert S. (toim.): International Financial Law. Volume 1. 2nd edition. Euromoney Publications. London 1983, s. 1–14. (Logan – Rowntree 1983)
- McKinsey & Company*: Ideasta kasvuyritykseksi. Käsikirja liiketoimintasuunnitelman laatimiseen. Werner Söderström Osakeyhtiö. Helsinki 2000.
(McKinsey 2000)
- Muukkonen, P. J.*: Yhteistyösopimukset ja lojaliteettivelvollisuus. Teoksessa Juhlajulkaisu Urho Kaleva Kekkonen 1900 – 3/9 – 1975. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. C-sarja N:o 13. Helsinki 1975, s. 356–364.
(Muukkonen 1975)
- Muukkonen, P. J.*: Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. LM 7/1993, s. 1030–1048. (Muukkonen 1993)
- Mähönen, Jukka*: Lojaalisuus ja yhteisöoikeus. Teoksessa Kumpula, Anne (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 – 30/8 – 1998. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A. Juhlajulkaisu N:o 7. Turku 1998, s. 231–248. (Mähönen 1998)
- Mähönen, Jukka*: "Good faith and fair dealing" ja lojaliteettiperiaate. Teoksessa Aine, Antti – Kumpula, Anne (toim.): Kansainvälisestä kaupasta. Juhlajulkaisu Tuula Ämmälä 2.11.2000. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Kokoomateosten sarja. Juhlajulkaisu A:8. Turku 2000, s. 203–231. (Mähönen 2000a)
- Mähönen, Jukka*: Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet. Werner Söderström Laki-tieto. Helsinki 2000, s. 109–143. (Mähönen 2000b)
- Mähönen, Jukka*: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita. Helsinki 2001. (Mähönen 2001)

- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002. (Mäntysaari 2002)
- Määttä, Kalle*: Epätäydellinen sopimus. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1998, s. 53–79. (Määttä 1998)
- Neilimo, Kari*: Strategiaprosessin kehittäminen maakuntatasolla – case Pirkanmaa. Kunnallissalan kehittämissäätiön tutkimusjulkaisut, nro 16. Helsinki 1998. Saatavilla [www-muodossa: <http://www.kaks.fi/pages/julkaisut/pdf/6249Strategia.pdf>](http://www.kaks.fi/pages/julkaisut/pdf/6249Strategia.pdf). 8.12.2003. (Neilimo 1998)
- Niskanen, Jyrki – Laine, Petri*: Kovenantit tulevat – oletko valmis? Tampereen Kauppakamarilehti 2/1996, s. 13–14. (Niskanen – Laine 1996).
- 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. Tampere 1999. (Niskanen – Niskanen 1999)
- Niskanen, Jyrki – Niskanen, Mervi*: Yritysrahoitus. Edita. Helsinki 2000. (Niskanen – Niskanen 2000)
- Norri, Matti*: Summa lus. Lain filosofian perusteet. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2001. (Norri 2001)
- Nygren, Päivi*: Sitoumusten kartoittaminen – välttämätön osa riskienhallintaa. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 215–239. (Nygren 2002)
- Nystén-Haarala, Soili*: Sopimusoikeus ja sopimusten hallinta. LM 2/1999, s. 199–209. (Nystén-Haarala 1999)
- Nystén-Haarala, Soili*: Kaukoviisas ennakoiva oikeusajattelu ja jälkiviisas tuomioistuinjuridiikka. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 141–188. (Nystén-Haarala 2002)
- Pekkanen, Tuomo*: Ars grammatica. Latinan kielioppi. Helsinki University Press. Helsinki 1999. (Pekkanen 1999)
- Pihlajamäki, Heikki – Pohjonen, Soile – Haapio, Helena*: Ennakoiva oikeusajattelu. Oikeus 1/2002, s. 1–4. (Pihlajamäki et al. 2002)

- Pirnes, Hannu:* Verkostoylivoimaa. Werner Söderström Osakeyhtiö. Helsinki 2002. (Pirnes 2002)
- Pitkämäki, Ari:* Pk-yrityksen liiketoimintasuunnitelma. Kauppakaari. Helsinki 2000. (Pitkämäki 2000)
- Pitkäranta, Reijo:* Suomi–latina–suomi-sanakirja. Werner Söderström Osakeyhtiö. Helsinki 2001. (Pitkäranta 2001)
- Pohjonen, Soile:* Johdanto. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. v–xiii. (Pohjonen 2002a)
- Pohjonen, Soile:* Sopimustoiminta, piilevä epä tieto ja uuden tiedon luominen. Sopimus yritysten välisen yhteistyön välineenä. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 277–307. (Pohjonen 2002b)
- Pollari, Marja-Liisa – Vesa, Jarkko:* Hypestä hämmennykseen. Voiko e-bisneksen strategioita suunnitella? Kauppakaari. Helsinki 2001. (Pollari – Vesa 2001)
- Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun.* Suomen pääomasijoitusyhdistys – PricewaterhouseCoopers. Helsinki 2003. Saatavilla [www-muodossa: <http://www.fvca.fi/3.html>](http://www.fvca.fi/3.html). 1.12.2003. (Pääomasijoitus 2003)
- Pöyhönen, Juha:* Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 179. Helsinki 1988. (Pöyhönen 1988)
- Pöyhönen, Juha:* Sopimusoikeus. Teoksessa Kangas, Urpo (toim.): Oikeustiede Suomessa 1900–2000. Werner Söderström Lakitieto. Helsinki 1998, s. 221–240. (Pöyhönen 1998)
- Pöyhönen, Juha:* Oikeusperiaate. Sana-artikkeli. Teoksessa *Encyclopædia Iuridica Fennica*. Seitsemäs osa. Oikeuden yleistieteet. Oikeushistoria, oikeusinformatiikka, oikeussosiologia, oikeusteoria ja -filosofia sekä yleinen oikeuskulttuuri. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1999, s. 791–795. (Pöyhönen 1999)
- Pöyhönen, Juha:* Uusi varallisuus oikeus. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2000. (Pöyhönen 2000)
- Pöyhönen, Juha:* Virtuaaliyritys. Teoksessa Helander, Petri – Lavapuro, Juha – Mylly, Tuomas (toim.): Yritys eurooppalaisessa oikeusyhteisössä. Turun

yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A. Juhlajulkaisut N:o 11. Turku 2002, s. 577–591. (Pöyhönen 2002)

Rahoitustarkastuksen ohje markkamääräisissä luotoissa käytettävien vakiosopimusten ehdoista. Ohje nro 102.1. Dnro 50/520/96. Antopäivä 28.5.1996. Saatavilla www-muodossa:

<<http://www.rahoitustarkastus.fi/suomi/Saantely/data/luottolaitokset/10513.pdf>>. 11.10.2003. (RATA 102.1)

Rahoitustarkastuksen yleisohje luottoriskien hallinnasta. Ohje nro 105.13. Dnro 1/339/96. Antopäivä 30.1.1996. Saatavilla www-muodossa:

<<http://www.rahoitustarkastus.fi/suomi/Saantely/data/luottolaitokset/10201.pdf>>. 11.10.2003. (RATA 105.13)

Rainisto, Sami: Katse tulevaisuuteen päin! Talouselämä 8.1.2004, s. 63. (Rainisto 2004)

Raninen, Huugo: Vahvistuskirje sopimuksen tekemisessä. Suomalaisen lakimiesten yhdistyksen julkaisuja N:o 10. Otava. Helsinki 1937. (Raninen 1937)

Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhainen, Jyrki – Kaisalahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Werner Söderström Lakitieto. Helsinki 1999. (Rissanen et al. 1999)

Rissanen, Pentti: Rahoituksen ja sijoitustoiminnan etiikka. LTA 2/1999, s. 181–190. (Rissanen 1999)

Rubin, Anita: Tulevaisuudentutkimus tiedonalana ja tieteellisenä toimintana. Futurix. 2002. Saatavilla www-muodossa:

<<http://www.futunet.org/showres.dll/fi/metodit/fmethods/tieteenalakohetaiset/tulevaisuudentutkimus/tiedonalana/#9>>. 5.1.2004. (Rubin 2002)

Rudanko, Matti: Lojaliteettiperiaate sopimusoikeudessa. Sana-artikkeli. Teoksessa *Encyclopædia Iuridica Fennica*. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 449–451. (Rudanko 1994)

Rudanko, Matti: Pankkiasiakkaan ja pankin oikeussuoja. Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 21. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1995. (Rudanko 1995)

Ruuskanen, Petri: Verkostotalous ja luottamus. SoPhi, Jyväskylän yliopisto. Jyväskylä 2003. (Ruuskanen 2003)

- Sarsama, Juha*: Kovenanttirahoitukseen valmistautuminen palvelee pk-yrityksen liiketoimintaa? Tampereen Kauppakamarilehti 4/1997, s. 20. (Sarsama 1997).
- Siltala, Raimo*: Empirismin haaste – ajatuksia yhteiskuntatieteellisen metodin soveltamisesta lainopissa. Oikeustiede – Jurisprudentia XXX. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1997, s. 279–290. (Siltala 1997)
- Streng, Adolf V.*: Latinalais-suomalainen sanakirja. Suomalaisen Kirjallisuuden Seura. Helsinki 1997. (Streng 1997)
- Sydänmaalakka, Pentti*: Älykäs organisaatio. Tiedon, osaamisen ja suorituksen johtaminen. Kauppakaari. Helsinki 2001. (Sydänmaalakka 2001)
- Taloussanasto*. Yritys- ja kansantaloutta suomeksi, ruotsiksi, englanniksi, saksaksi ja ranskaksi. 6. uudistetun painoksen 1. tarkistettu lisäpainos. Taloustieto. Helsinki 1995. (Taloussanasto 1995)
- Tammi-Salminen, Eva*: Sopimus, kompetenssi ja kolmas. Varallisuus oikeudellinen tutkimus negative pledge -lausekkeiden sivullissitovuudesta. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 227. Helsinki 2001. (Tammi-Salminen 2001)
- Taskinen, Tommi K.*: Sopimisen arvotuotanto verkostoituvalla tuotekehityshankkeelle. Teoksessa Pohjonen, Soile (toim.): Ennakoiva sopiminen. Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta. WSOY Lakitieto. Helsinki 2002, s. 83–116. (Taskinen 2002)
- Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely*. Vuosi 2002. Teollisuuden ja Työnantajain keskusliitto – Kauppa- ja teollisuusministeriö – Suomen Pankki. Helsinki 2002. Saatavilla [www-muodossa: <http://www.tt.fi/arkisto/getoriginal.pl?ft_cid=3413>](http://www.tt.fi/arkisto/getoriginal.pl?ft_cid=3413). 17.12.2003. (Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely 2002)
- Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely*. Vuosi 2003. Teollisuuden ja Työnantajain keskusliitto – Kauppa- ja teollisuusministeriö – Suomen Pankki. Helsinki 2003. Saatavilla [www-muodossa: <http://www.tt.fi/arkisto/getoriginal.pl?ft_cid=4393>](http://www.tt.fi/arkisto/getoriginal.pl?ft_cid=4393). 17.12.2003. (Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely 2003)
- Timonen, Pekka*: Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2000. (Timonen 2000)

- Tolonen, Hannu*: Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet. Werner Söderström Lakitieto. Helsinki 2000, s. 53–89; 156–186. (Tolonen 2000)
- Tolonen, Juha*: Oikeustieteen metodioppia. Teoksessa Kumpula, Anne (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 – 30/8 – 1998. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A. Juhlajulkaisu N:o 7. Turku 1998, s. 323–332. (Tolonen 1998)
- TT:n kovenanttityöryhmä*: Sopimusvakuudet lieventämään pk-yritysten vakuusongelmia. Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto, TT-Kustannustieto. Helsinki 1996. (TT:n kovenanttityöryhmä 1996)
- Tuominen, Markku*: Teollisoikeudet vakuutena. Werner Söderström Lakitieto. Helsinki 2001. (Tuominen 2001)
- Tuomisto, Tero*: Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa – tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset. Lisensiaatintutkimus. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 1998. (Tuomisto 1998)
- Tähtinen, Jyrki*: Pääomasijoitusyhdistykselle uusi osakassopimusmalli. Venture-tiedote 1/2003, s. 10–11. (Tähtinen 2003)
- Uusi sivistyssanakirja*. Toimittanut Annukka Aikio. Uusinut Rauni Vornanen. 15. painos. Otava. Helsinki 1994. (Uusi sivistyssanakirja 1994)
- Villa, Seppo*: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2001. (Villa 2001a)
- Villa, Seppo*: Välipääomarahoitus. Kauppakaari, Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki. (Villa 2001b)
- Villa, Seppo*: Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum. Helsinki 2003. (Villa 2003).
- Virtanen, Markku*: Entrepreneurial finance and venture capital advantage. Helsinki School of Economics and Business Administration. Acta Universitatis Oeconomicae Helsingiensis A-113. Helsinki 1996. (Virtanen 1996)
- Webster's Encyclopedic Unabridged Dictionary of the English Language. Gramercy Books. New York 1996. (Webster's Dictionary 1996)
- Wilhelmsson, Thomas*: Vakiosopimus. Sopimussidonnaisuudesta ja kohtuuttomista sopimusehdoista. Suomen Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 1985. (Wilhelmsson 1985)
- Wilhelmsson, Thomas*: Sopimusvapaus. Sana-artikkeli. Teoksessa Encyclopædia Iuridica Fennica. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus.

Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 774–780. (Wilhelmsson 1994a)

Wilhelmsson, Thomas: Vakioehtojen sääntely. Sana-artikkeli. Teoksessa *Encyclopædia Iuridica Fennica*. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 941–944. (Wilhelmsson 1994b)

Wilhelmsson, Thomas: Vakiosopimus. Sana-artikkeli. Teoksessa *Encyclopædia Iuridica Fennica*. Ensimmäinen osa. Varallisuus- ja yritysoikeus. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki 1994, s. 944–947. (Wilhelmsson 1994c)

Wood, Philip R.: *Law and Practice of International Finance: International Loans, Bonds and Securities Regulation*. Sweet & Maxwell. London 1995. (Wood 1995)

Wuolijoki, Sakari: Hyvä pankki- ja vakuutustapa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. E-sarja N:o 9. Helsinki 2003. (Wuolijoki 2003)

Ämmälä, Tuula: Lojaliteettiperiaatteesta eräiden sopimustyyppien yhteydessä. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): *Lojaliteettiperiaatteesta*. Vastapuolen edun huomioon ottamisesta eri oikeuden aloilla. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. B. Muut kokoomateokset N:o 3. Turku 1994, s. 3–50. (Ämmälä 1994)

LYHENTEET

AML	arvopaperimarkkinalaki (25.5.1989/495)
DL	Defensor Legis -aikakauskirja
ElinkSopL	laki elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä (3.12.1993/1062)
HE	hallituksen esitys
KKO	korkein oikeus
KPA	kirjanpitoasetus (30.12.1997/1339)
KPL	kirjanpitolaki (30.12.1997/1336)
KTM	kauppa- ja teollisuusministeriö
LLL	laki luottolaitostoiminnasta (30.12.1993/1607)
LM	Lakimies-aikakauskirja
LTA	Liiketaloudellinen Aikakauskirja
MJL	laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (30.12.1992/1578)
OikTL	laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista (13.6.1929/228)
OYL	osakeyhtiölaki (29.9.1978/734)
RATA	Rahoitustarkastus
RL	rikoslaki (19.12.1889)
TakSL	laki takaisinsaannista konkurssipesään (26.4.1991/758)
TT	Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto
YrKiinL	yrittäjäyhteisöjen laki (24.8.1984/634)

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuskohde

Yritysten rahoitussopimuksissa käytetään kasvavassa määrin kovenantteja. Näiden angloamerikkalaisen rahoituskäytännön puitteissa innovoitujen ja jalostettujen sopimuslausekkeiden käyttö on ollut yleistä jo pidempään myös suomalaisten suuryritysten kansainvälisissä rahoitusjärjestelyissä. Erityisesti viimeisen vuosikymmenen aikana kovenanttien käyttömahdollisuuksia on pyritty eri tavoin kehittämään ja lisäämään myös pk-yritysten rahoitussuhteissa.

Tämän tutkielman tarkastelukohteena ovat kovenanttien käyttöönoton johdosta yrityksen rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa aktualisoituvat kysymykset. Yrityksen rahoitussuhteen perusta luodaan nimenomaan suunnittelun ja neuvotte-lujen kautta ja niitä palvelevan tiedonvaihdon tuella. Erityisesti kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen rakentaminen vaatii osakseen asianmukaisia valmistelu-toimenpiteitä, jotta kovenanttien tarkoitus voi toteutua osapuolten odotusten mukaisella tavalla. Kovenanttien käytöllä tavoitellaan ennen kaikkea yrityksen rahoitussuhteen hyvää hallintaa. Kovenantin vakiintunut kotimainen määritelmä tuo tiivistettynä esille kovenanttien perusajatuksen ja toimintamekanismin:

¹ "Oikeudenmukaisuuden perusta on luottamus." Ks. Kivimäki 1997, s. 112. Tähän Ciceron teoksessaan *Velvollisuuksista* esittämään ajatukseen liittyy myös tämän tutkielman kannalta eräs keskeinen kysymys: missä määrin rahoitustoiminnan puitteissa tehtävät oikeudellisesti tehokkaat ja taloudellisesti tuloksekkaat sopimusjärjestelyt on oikeutettua ja hyödyllistä perustaa osapuolten väliselle luottamukselle? Kysymys voidaan kohdentaa vielä suoremmin tämän tutkielman teemaan: mikä asema ja merkitys luottamuksella on yrityksen rahoitussuhteessa erityisesti sen valmisteluvaiheessa, kun rahoitussuhteen ennakoivana ohjaus- ja hallintavälineenä on tarkoitus hyödyntää kovenantteja? Hieman eteenpäin tätä Ciceron kirjoitusta lukien voidaan havaita, että tähän hänen esittämänsä moraalisoikeudelliseen maksiimiin sisältyy myös eräänlainen määritelmä velvoiteoikeudellisesta sopimusten sitovuuden periaatteesta (*pacta sunt servanda*). Siksikin Ciceron esittämä perussääntö on hyvä esittää tässä vielä hieman laajemmassa muodossa ja vieläpä edellä esitetyltä alkuosaltaan hieman toisin suomennettuna: "Oikeudenmukaisuuden perustana on luotettavuus, joka merkitsee, että lupaukset ja sopimukset pitävät paikkansa ja vastaavat totuutta. Ja vaikka tämä ehkä jostakusta vaikuttaa hieman väkinoiseltä, uskaltautukaamme silti jäljittelemään stoalaisia, jotka innokkaasti tutkivat sanojen alkuperää, ja uskokaamme luotettavuuden (*fides*) saaneen nimityksensä siitä, että se asia tapahtuu (*fit*), mikä on sanottu (*dictum*)."¹ Ks. Cicero 1998, s. 107.

Kovenantti on rahoitussopimuksen erityisehto, jossa rahoittaja ja yritys sopivat siitä, että yritys sitoutuu ylläpitämään tietyt taloudelliset tai toiminnalliset edellytykset koko luottosuhteen ajan. Kovenantteihin liittyy tavanomaista laajempi yrityksen tiedonantovelvollisuus rahoittajaa kohtaan.²

Kovenantit nähdään yleensä ensisijaisesti velkojan riskienhallintavälineenä. Velkojan tavoitteena on tällöin kovenantteja käyttäen (i) varmistaa velallisyhtiön pysyminen maksukykyisenä, (ii) maksukyvyn vaarantuessa ehkäistä mahdollisimman varhaisessa vaiheessa luotonanto-olosuhteiden epäsuotuisat muutokset tai (iii) ainakin saada mahdollisimman paljon informaatiota luottoriskinsä seuraamiseksi ja toimintamahdollisuuksiensa luomiseksi sekä (iv) lisätä luotonannosta normaalisti saamaansa kiinteää tuottoa siten, että luotolle maksettava tuotto korreloi siihen liittyvää riskiä³.

Ensisijaisen tärkeä päämäärä kovenanttien käytössä on siis rahoitettavan yrityksen yleisen toimintakyvyn turvaaminen ja taloudellisten toimintaedellytysten säilyttäminen koko rahoitussuhteen ajan. Syynä on se, että kovenanttipohjainen vakuudeton rahoitussuhde ja velan takaisinmaksu nojautuvat viime kädessä merkittävässä määrin tai jopa täysin yrityksen taloudellisen suorituskyvyn ja tulevaisuuden kassavirran varaan. Rahoitussuhteen molempien osapuolten intressien mukaista on näin ollen luoda sellainen toimiva ja tehokas rahoituksen sopimusjärjestely, joka huomioi ja turvaa oikealla ja riittävällä tavalla molempien osapuolten tavoitteet ja erityisesti yrityksen tuloksenteikomahdollisuudet. Kovenanttien valinta ja asettaminen nousevat tällöin rahoitussuhteen onnistumisen kannalta kriittisiksi menestystekijöiksi. Tämän takia kovenanttipohjaista rahoitussuhdetta luotaessa tarvitaan huolellista ja systemaattista kovenanttien käytön suunnittelua. Suunnittelematon kovenanttien käyttö synnyttää varsinkin rahoitettavalle yritykselle hallitsemattomia riskejä, kun taas kovenanttien suunnitelmallinen hyödyntäminen tarjoaa mahdollisuuden integroida niiden käyttö yrityksen toiminnanohjaukseen ja riskienhallintaan.

Kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen potentiaaliset osapuolet tarvitsevat tietoa toisistaan ja toimintatavoistaan. Rahoittajan kannalta on olennaisen tärkeää saada totuudenmukainen kokonaiskuva rahoitettavasta yrityksestä. Yrityksen

² Kovenanttityöryhmä 1996, s. 19.

³ Villa 2003, s. 145.

näkökulmasta on puolestaan tärkeää saada tietoa rahoittajan ansaintalogiikasta ja toimintapolitiikasta. Erityisen tiedollisen ja taidollisen haasteen osapuolille asettavat itse kovenantit. Onkin selvää, että rahoittajalla on lähtökohtaisesti hallussaan ylivertaista tuotetietoa ja erityisosaamista kovenantteja koskien. Rahoitusjärjestelyn toimivuuteen ja tuloksellisuuteen pyrittäessä on kovenanttien käyttöön rakentuvassa tietointensiivisessä rahoitussuhteessa syytä luoda kaikin osin riittävät edellytykset myös suhteen tiedolliselle tasapainolle.

Lähtökohtana kovenanttien systemaattisessa tarkastelussa on niiden kansainvälisesti vakiintunut jako tunnuslukukovenantteihin (*financial covenants*) ja toimintakovenantteihin (*non-ratios covenants*). Tämän perusluokittelun ohella kovenantit voidaan jakaa toisaalta positiivisiin ja vahvistaviin ehtoihin (*positive, affirmative covenants*) ja toisaalta negatiivisiin ja rajoittaviin ehtoihin (*negative, restrictive covenants*).⁴ Tunnuslukukovenantit jaetaan edelleen tuloslaskelma- ja tasekovenantteihin. Näiden viimeksi mainittujen tilinpäätösperusteisten kovenanttien tehtävänä on erityisesti varoittaa rahoittajaa rahoitettavan yrityksen taloudellisessa tilassa tapahtuvista muutoksista. Tällaiset ehdot vaikuttavat epäsuorasti rahoitettavan toimintaan ja ratkaisuihin sen pyrkiessä pitämään valitut tunnusluvut sovituissa puitteissa. Toimintakovenantit puolestaan liittyvät ja vaikuttavat suoraan rahoitettavan toimintaan. Niillä yritys velvoitetaan toimimaan sovitulla tavalla tai pidättäytymään tietyistä määritellyistä toimenpiteistä. Toimintakovenantit siis rajoittavat yleensä rahoitettavan yrityksen liiketoiminnallista vapautta tunnuslukukovenantteja enemmän.⁵ Kovenanttien käytössä voi laajimmillaan olla kysymys moniulotteisesta yrityksen toiminnan seurannasta ja kontrolloinnista rahoittajan taholta. Tämän johdosta kovenanttipohjaisen rahoitusjärjestelyn toimivuus edellyttää riittävän asiantuntemuksen ja tiedonvaihdon

⁴ Day – Taylor 1996, s. 15–16; Kovenanttityöryhmä 1996, s. 19; Tuomisto 1998, s. 51. Tunnuslukukovenantteille on suomen kielessä vakiintunut myös jokseenkin rinnasteinen ilmaisu *finanssikovenantit*, ks. näiden termien eroista lähemmin Tuomisto 1998, s. 52–53. Toimintakovenantteista käytetään myös ilmaisua *muut kovenantit*, jolla tarkoitetaan siis tunnuslukukovenantteihin kuulumattomien kovenanttien ryhmää.

⁵ Lauriala 2001, s. 106–107; Tuomisto 1998, s. 53, 58. Ks. eri kovenanttien tarkoituksesta ja mallisisällöistä tarkemmin Kovenanttityöryhmä 1996, s. 38–62. Yleisimpiä tunnuslukukovenantteja ovat kotimaisessa rahoituskäytännössä olleet omavaraisuusasteeseen, velkaantumisasteeseen ja käyttökatteeseen liitetyt ehdot. Yleisimpiä toimintakovenantteja ovat puolestaan olleet vakuuden asettamiskielto, käyttöomaisuuden myyntikielto ja tiedonantovelvoitteet. Ks. kovenanttien käytöstä Suomessa tehdyistä havainnoista esim. TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 19–24; Niskanen – Niskanen 1999, s. 9–19, 25.

ohella osapuolten keskinäistä luottamusta ja yhteisymmärrystä erityisesti jo rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa.

1.2 Tutkielman näkökulma, tavoitteet ja rajaukset

Kovenantit liittyvät vakiintuneesti rahoittajan ja rahoitettavan väliseen liiketoimeen. Tämän tutkielman tarkastelukohteena on nimenomaan kyseisen kahden välisen rahoitustransaktion toteuttaminen kovenanttipohjaisesti. Yritysrahoituksen sopimussuhteen yleisluonteisen hahmotuksen ohella esille otettavia asioita pyritään tarkastelemaan erityisesti rahoitettavan yrityksen näkökulmasta. Tutkielman tärkeimpänä tavoitteena on arvioida sitä, mikä on nimenomaan sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta tärkeää, kun yritys valmistautuu kovenanttipohjaiseen rahoitussuhteeseen.

Rahoitettavana yrityksenä tässä tarkastellaan nimenomaan osakeyhtiötä pääomahuoltoa tarvitsevana oikeushenkilönä ja sopimusverkkona, pääomayhteisönä. Koska yrityksen rahoitusratkaisut ovat käytännössä kokonaisvaltaisia ja eri rahoitusmuotoja tilannekohtaisesti hyödyntäviä, ei tässäkään keskitytä tiettyyn pääomalajiin tai rahoitusinstrumenttiin, vaan pyritään pikemminkin löytämään asiasta kokoavia näkökohtia nimenomaan kovenanttien käytön kannalta. Huolimatta kovenanttien vahvasta yhteydestä angloamerikkalaiseen sopimusjuridiikkaan ja rahoituskäytäntöön tutkimusaiheen käsittely tapahtuu nimenomaan kansallisen lainsäädännön puitteissa ja yritysrahoituksen kotimaisessa toimintaympäristössä.

Kovenanteissa on ensisijaisesti kysymys yritysrahoituksen sopimusehdoista ja sopimustoiminnasta. Tutkimuskohteen oikeudelliseen tarkasteluun tarvitaan siten erityisesti sopimusoikeuden oppeja, joten hieman laajemmasta näkökulmasta katsoen kyse on asioiden velvoiteoikeudellisesta arvioinnista. Rahoitus-sopimusta arvioidaan tällöin *inter partes*, eli sopimuksen vaikutukset kolmansiin tahoihin ja tutkimuskohteen esineoikeudelliset ulottuvuudet jäävät tarkastelun ulkopuolelle lukuun ottamatta aiheeseen kytkeytyviä vakuusoikeudellisia elementtejä. Tietyin osin tutkimuskohteen juridinen käsittely tapahtuu yleisemmässä varallisuus-oikeuden viitekehyksessä, erityisesti oikeusperiaatteiden sisältä-

miä näkökohtia tutkimusaiheeseen sovellettaessa. Yhtiöoikeudellisia kysymyksiä aiheen käsittelyssä huomioidaan tilannekohtaisesti tietyssä määrin. Eräänlaisena oikeussystemaattisena synteessinä tarkastelun voidaan todeta ylipäänsä tapahtuvan pitkälti rahoitusoikeuden laajalla kentällä eli rahoitusmarkkinoita ympäröivän ja sääntelevän normiston puitteissa. Rahoitusoikeudellisena ilmiönä kovenantteihin sovelletaan tutkielmassa jonkin verran myös liiketaloudellista lähestymistapaa. Kovenantin perusajatuksen selventämiseksi suoritetaan lisäksi lyhyt katsaus *kovenantti*-sanan etymologiseen taustaan, joten tältä osin ja erillistä muiltakin kohdin tutkielma sisältää hieman myös oikeuslingvististä ainesta.

Velvoiteoikeudessa selvitetään yleensä jo olemassa olevien velvoitteiden sisältöä ja kehitystä, joten sopimuksen tekemiseen ja varsinkaan sopimussuhteen valmisteluun ei sen puitteissa ole perinteisesti kiinnitetty kovin paljon huomiota. Tämän tutkielman huomion keskipisteessä on nimenomaan rahoitussuhteen valmisteluvaihe ja sen oikeudelliset erityishaasteet tai muut sellaiset tekijät, jotka aiheuttavat yritykselle rahoitussuhteen osapuolena juridisia riskejä. Rahoitussuhteen valmisteluvaiheeseen luetaan tässä tutkielmassa mukaan suunnitteluvaihe ja neuvotteluvaihe. Kyse on niistä sopimusprosessin vaiheista, jotka edeltävät sopimuksen solmimista. Tämän tutkielman puitteissa rahoitussopimuksen solmimista ja sen dokumentointia tai muita rahoitussuhteen elinkaaren myöhempiä vaiheita ei siis käsitellä.⁶

Ennakoivana sopimusinstrumenttina kovenantteja voidaan tarkastella myös uudenlaisesta näkökulmasta. Tällaisen mahdollisuuden tutkimusaiheen käsittelyyn avaa ennakoiva oikeusajattelu. Kyseinen oikeudellinen suuntaus tarjoaa menetelmiä erityisesti liiketoiminnan sopimustodellisuuden tarkasteluun ja kehittävään sopimussuunnitteluun. Tässä tutkielmassa ennakoivan sopimisen mene-

⁶ Sopimuksen suunnittelun, neuvottelun ja solmimisen voidaan katsoa yhdessä muodostavan sopimuksentekovaiheen. Annola jakaa sopimussuhteen elinkaaren informointivaiheeseen, neuvotteluvaiheeseen, sopimuksen solmimisvaiheeseen, sopimuksen suoritusvaiheeseen ja sopimuksen päättymisvaiheeseen, ks. Annola 2003, s. 29. Tässä tutkielmassa sopimusprosessin syntyvaiheen jäsennostapa on siis lähtökohtaisesti samanlainen. Nähdäkseni informointi kuitenkin palvelee ja kytkeytyy jossain muodossa kaikkiin sopimusprosessin vaiheisiin. Informoinnin ja tiedon rooli on tosin hyvin keskeinen juuri sopimusprosessin ensimmäisessä vaiheessa, jonka yleisluonteena on nimenomaan sopimussuhteen suunnittelu. Tämän johdosta käytän siitä myös ilmaisua suunnitteluvaihe. Jonkinasteisesta sopimussuhteesta voidaan luonnollisesti puhua vasta sitten, kun osapuolet ovat ensimmäisen kerran ottaneet yhteyttä toisiinsa ja informoineet jollain tavoin toisiaan. Lähtökohtaisesti myös rahoittajan taholla suoritetaan yrityksen yhteydenoton jälkeen yleensä tiettyjä yritystä arvioivia ja rahoitussuhdetta suunnittelevia toimia ennen kuin siirrytään varsinaiseen neuvotteluvaiheeseen.

telmänä hyödynnetään sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallia. Tutkielmassa huomio kohdistetaan nimenomaan rahoitusprosessin valmisteluvaiheeseen, koska juuri sillä on sopimustoiminnallista relevanssia ja erityistä kiinnostavuutta ennakoivan juridiikan ja sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta. Proaktiivinen ja liiketoimintalähtöinen tarkastelutapa tekee tutkielmasta ongelma-keskeisen ja ratkaisuhakuisen: yrityksen rahoitusprosessin valmisteluvaihetta teoreettisesti mutta käytäntökeskeisesti tarkastelemalla tutkielmassa pyritään löytämään sellaisia kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen rakentamisen menestys- ja riskitekijöitä, joilla on yleispätevää merkitystä. Sovellettavasta näkökulmasta johtuen tutkielman lähdeaineisto painottuu oikeuskirjallisuuteen, jota on tuettu taloustieteellisellä tai muulla aiheen käsittelyä edistävällä kirjallisuudella.

1.3 Tutkielman rakenne

Yrityksen rahoitussuhde voidaan siis jäsentää vaiheittaisena sopimusprosessina. Tällainen prosessimainen lähestymis- ja jäsennystapa toimii tämän tutkielman rakenteellisena perustana. Siihen liitetään mukaan tutkielman keskeisin näkökulma, ennakoiva sopiminen, jonka soveltaminen aiheeseen tapahtuu myös vaiheittain.

Luvussa 2 tehdään katsaus yrityksen rahoitussuhteen suunnittelun kehiksenä toimivaan yrityssuunnitteluun. Yrityksen suunnittelujärjestelmää tarkastellaan suunnittelutasoittain ja -teemoittain pyrkien hahmottamaan kyseistä kokonaisuutta nimenomaan yritysrahoituksen yhden suunnittelukohteen eli kovenanttien suunnittelun kannalta. Luvun toisessa alaluvussa arvioidaan yrityksen liiketoimintasuunnitelman roolia kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen suunnittelu-pohjana ja toisaalta sen eräänä sopimuskohteenä.

Luvussa 3 tarkastellaan kovenanttien käytön suunnittelua ohjaavia tekijöitä. Laajan ja kovenanttien käyttöönoton kannalta keskeisen aihealueen käsittely aloitetaan ennakoivan juridiikan lähtökohtien esittelyllä, minkä jälkeen tarkastelu etenee deduktiivisesti liiketoimintatason kysymyksistä ennakoivien elementtien etsimiseen kovenanteista. Toinen alaluku perustuu ennakoivan oikeusajattelun

integroinnille yrityksen sopimustoimintaan ja riskienhallintaan; kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen suunnitteluun sovelletaan Keskitalon esittämää sopimuksellisen riskienhallinnan teoreettista toimintamallia. Tämä tarkastelutapa otetaan tutkimuskohteen käsittelyssä keskeiseksi työvälineeksi. Luvun kolmannessa alaluvussa käsitellään tiedon roolia tietointensiivisessä rahoitussuhteessa, ja luottamuksen liiketoiminnallista merkitystä arvioidaan puolestaan neljännessä alaluvussa. Viides alaluku suuntautuu tutkielma-aiheen normatiiviseen ytimeen. Kovenanttien käytön lakimääräisen sääntelyn niukkuuden ja sopimusvapauden keskeisyyden johdosta oikeusperiaatteet nousevat kovenanttien käytön suunnittelussa tärkeäksi tarkastelukohteeksi ja oikeudelliseksi ohjausvälineeksi.

Luvussa 4 käydään läpi kovenanttien käyttöönottoa konkretisoiva rahoitussuhteen neuvotteluvaihe. Kovenantit valitaan rahoitussopimukseen lopultaan juuri neuvotteluissa ja edeltävän suunnittelun luoman tietopohjan tuella. Luvun ensimmäinen alaluku hahmottaa rahoitusneuvottelujen oikeudellisia pääpiirteitä myös kovenantit huomioiden. Toisessa alaluvussa jatketaan kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen riskienhallinnan tarkastelua rahoitusneuvottelujen puitteissa. Tässä tutkielmavaiheessa kovenantit ovat rahoitustransaktion sopimuksellisena riskienhallintavälineenä luonnollisesti käsittelyn keskiössä, mutta tällöinkään ei mennä yksittäisten kovenanttien yksityiskohtiin, vaan tarkasteluote on geneerinen. Luvun päätteeksi tarkastellaan kovenanttisuhteen tukitoimena hyödynnettäviä rahoitettavan selontekoja ja vakuutuksia.

2 YRITYSSUUNNITTELUN KAUTTA KOVENANTTISUUNNITTELUUN

2.1 Suunnittelun tarkoituksesta ja muodoista yritystoiminnassa

Yrityksen menestyminen edellyttää sen toiminnan suunnittelua. Suunnittelun kautta yritys pyrkii ennakoimaan tulevaisuuttaan ja vahvistamaan proaktiivisesti omaa asemaansa kilpailluilla markkinoilla. Erään suoraviivaisen näkemyksen suunnittelun tärkeydestä ja hyödyllisyydestä tarjoaa sananlasku: ”Hyvin suunniteltu on puoliksi tehty.” Onnistunut suunnittelu luo edellytykset yritystoiminnan onnistumiselle käytännössä.

Tavoitteellisen ja tuloshakuisen yritystoiminnan tunnusmerkkinä on pyrkimys suunnittelun kautta mahdollisimman hyvään ennustettavuuteen ja hallittavuuteen. Hektisessä ja turbulentissa nopean kasvun liiketoimintaympäristössä suunnittelun painoarvo kasvaa entisestään. Suunnittelun tulee silloin olla erityisen tehokasta, ja liiketoiminnan riskit tulee pyrkiä minimoimaan mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Liiketoiminnan kasvupotentiaalista ja -nopeudesta riippumatta realismi ja virheettömyys on suunnittelussa aina erityisen tärkeää, jotta voidaan säilyttää yrityksen uskottavuus ja maine sidosryhmien taholla ja varmistaa tulevaisuuden tavoitteiden toteutuminen.

Oikeudellisesta näkökulmasta yrityssuunnittelu hahmottuu erityisesti yrityksen toiminnan juridisten ulottuvuuksien ja toimintamallien tunnistamiseen, hallintaan ja kehittämiseen suuntautuvana systemaattisena toimintana. Kyse on yrityksen toiminnan viisaasta ja kestävästä suunnittelusta juridiset näkökohdat täysimääräisesti huomioiden. Tällaisen toiminnan tarpeellisuus ja haasteet osakeyhtiön kohdalla ovat lähtökohtaisesti seurausta siitä, että osakeyhtiölaissa ei ole lainkaan yksityiskohtaisia säännöksiä yhtiön liiketoiminnan hoitamisesta⁷. Koska lainsäätäjä ei ymmärrettävästi ole halunnut enempää puuttua liiketoiminnan järjestämiseen, tuo tehtävä on jäänyt yrityksen itsensä taholla suoritettavaksi, pitkälti sopimusvapauden puitteissa. Pakottavan normituksen ja jälkikäteisen kontrollin sijaan merkittävään asemaan monessa asiayhteydessä yrityksen liiketoiminnan ohjauksessa ja sen juridisessa hallinnassa nousevat näin ollen sopi-

⁷ Rissanen et al. 1999, s. 219.

musperusteiset tai tahdonvaltaiset normit ja ennakoiva toimintatapa. Erityisesti yrityksen pitkäkestoisten sopimussuhteiden, kuten rahoitussuhteiden, onnistuminen edellyttää sopimuksen solmimista edeltävää hyvää ja huolellista sopimussuunnittelua.

Yrityksen suunnittelun varsin selväpiirteiseen tarkoitukseen ja merkitykseen nähden huomattavasti moniselitteisempää on se, miten yrityksen toimintaa tosiasiassa suunnitellaan. Suunnittelun malleja ja muotoja on monia. Tärkeintä on, että suunnittelu aina palvelee yrityksen päämäärien ja tavoitteiden tehokasta toteutumista myös käytännössä. Yrityssuunnittelua voidaan yleisesti luonnehtia kokonaisvaltaiseksi, yrityksen kaikkiin toimintoihin sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä kohdistuvaksi, koordinoituksi ja systemaattiseksi suunnitteluksi⁸. Hyvä yrityssuunnittelu jäsentyy näin ollen ainakin asiallisesti yritystoiminnoittain ja ajallisesti suunnitteluperiodeittain kattaen laajimmillaan koko yrityksen suunnitteluhorisontin.

Yrityksen suunnittelujärjestelmän kolmitasoisien perustan muodostavat strategiset, taktiset ja operatiiviset suunnitelmat. Tiivistetysti todeten yrityksen strategisella suunnittelulla tarkoitetaan yrityksen suunnittelussa sovellettavia menettelytapoja yrityksen päämäärien saavuttamiseksi⁹. Tästä kokonaisuudesta voidaan erottaa omina osa-alueinaan muun muassa henkilöstö-, markkinointi-, osto-, valmistus-, rahoitus- ja sopimusstrategiat ja niiden suunnittelu. Näiden kaikkien osastrategioiden tulee olla integroituna yrityksen liiketoimintastrategiaan. Nimenomaan toimivan suunnittelujärjestelmän avulla yritystä kehitetään sellaiseksi, että se pystyy toteuttamaan mahdollisimman hyvin sille määritettyä strategiaa¹⁰. Yrityksen strategiasta ja päämääristä johdetaan tavoitteita pitkälle ja lyhyelle aikavälille. Tavoitteiden saavuttamiseen tähtäävää suunnittelua kutsutaan joko taktiseksi tai operatiiviseksi suunnitteluksi suunnitteluperiodista tai suunniteltavien asioiden luonteesta riippuen. Lisäksi strategiasta johdetut toimintaperiaatteet sekä strategiaa ja toimintaperiaatteita palveleva toiminnanohjausjärjestelmä koordinoivat yrityksen toimintaa päämäärien suuntaiseksi.¹¹

⁸ Taloussanasto 1995, s. 386.

⁹ Ks. Taloussanasto 1995, s. 277.

¹⁰ Leppiniemi 2000, s. 46.

¹¹ Leppiniemi 2000, s. 45–46.

Strategisessa suunnittelussa on keskeistä tulevaisuuteen varautuminen ja kilpailuedun hankkiminen yritykselle. Näkökulma korostuu erityisesti nykyisissä, yrityksen ydinosuamista ja kilpailijoista erottuvaa menestystekijäprofiilia korostavissa strategisen suunnittelun malleissa.

Koska yritykset toimivat jatkuvassa muutoksessa, myös niiden strategisen suunnittelun on kyettävä vastaamaan jatkuvan muutoksen mukanaan tuomiin haasteisiin. Perinteisen strategisen suunnittelun rinnalle nousi 1990-luvun alkupuolella resurssipohjainen lähestymistapa, minkä myötä strategisen suunnittelun päähuomio on sittemmin suuntautunut yrityksen sisäisiin ominaisuuksiin. Strategisen suunnittelun painopistettä muuttivat erityisesti Hamelin ja Prahaladin lanseeraamat käsitteet strateginen aikomus, ydinkompetenssit ja toimialan kaukonäköisyys. Viimeksi mainittu strateginen elementti edellyttää yritykseltä oman toimialansa tulevan kehityksen ennakkointia sekä asiakkaan kokeman hyödyn ja tuon hyödyn tuottamisen edellytysten ja mahdollisuuksien arviointia. Suunnittelu käynnistyy sen visioinnilla, millainen yrityksen tulevaisuus voi olla. Tästä tavoitetilasta suunnittelun fokus kääntyy takaisin yrityksen nykytilaan sen arvioimiseksi, millaisia toimenpiteitä tuon halutun päämäärän saavuttaminen käytännössä edellyttää.¹²

Hamelin ja Prahaladin resurssipohjaisessa strategiamallissa strateginen aikomus määrittelee konkreettisen ja kuvattavissa olevan yritystoiminnan päämäärän. Sen myötä yrityksen haasteeksi muodostuu se epäsuhta, mikä sen hallussa olevien resurssien ja strategisten pyrkimysten välillä on. Ratkaisuna tähän nähdään yrityksen ja sen organisaation ”venyminen” asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi. Tässä yritystä auttaa osaltaan sen ydinkompetenssi. Sillä tarkoitetaan yritysorganisaatioon kumuloitunutta osaamista, jolla pystytään tuottamaan sen määrään nähden suhteettoman suurta lisäarvoa asiakkaalle. Kuten Pollari ja Vesa toteavat, ydinkyvyyden täytyy olla kilpailumielessä ainutlaatuista ja laajennettavissa olevaa.¹³

Yrityksen suunnittelusysteemiä kovenanttien käytön suunnittelun tueksi hahmotettaessa voidaan edelleen pyrkiä tarkentamaan sitä, mitä tarkoitetaan itse strategialla ja miten se voi olla ohjaamassa myös kovenanttien käyttöönottoa yrityksen rahoituksessa. Strategia-käsite on Neilimon mukaan tullut yritysjohtamiseen juuri yrityssuunnittelun kautta 1960-luvulta lähtien, joten suunnitteluorientoitunut strategianäkemyks on peräisin tältä aikakaudelta. Yrityksen pitkän tähtäyksen suunnittelu ja siihen liittyvät prosessit alettiin vähitellen ymmärtää koko yritystä koskeviksi ja yrityksen menestymisen kannalta oleellisen tärkeiksi tekijöiksi. Ne nähtiin siis strategisina kysymyksinä.¹⁴

¹² Pollari – Vesa 2001, s. 67–68, missä esitetty perustuu Hamelin ja Prahaladin teokseen *Competing for the future* (1994).

¹³ Pollari – Vesa 2001, s. 68.

¹⁴ Neilimo 1998, s. 14.

Neilimo on eräässä strategiaproessin kehittämistä koskevassa case-tutkimuksessaan kuvannut strategia-käsitteen moni-ilmeisyyttä¹⁵. Strategiaa on eri tutkimuksissa lähestytty hyvin erilaisista näkökulmista, ja lisäksi se on monen muun johtamiseen liittyvän käsitteen tavoin määritelmällisesti ja sisällöllisesti hyvin organisaatio- ja tilannesidonnainen. Käsitteeseen liittyvää kirjoa tiivistäen Neilimo toteaa monien strategiatutkijoiden näkevän yrityksen tai muun organisaation strategian enemmän tai vähemmän väljänä ohjelmana, jonka tavoitteena on organisaation päämäärien saavuttaminen.¹⁶ Strategiaa voidaan eräänlaisena tutkijanäkemyksen synteessä luonnehtia yrityksen tai sen jonkin osan alueen pitkän tähtäyksen konkreettiseksi toimintasuunnitelmaksi, jossa on määritetty toiminnan päämäärä- ja tavoitetilat sekä keskeiset toimintatavat ja keinot tavoitteisiin pääsemiseksi¹⁷. Strategiassa on erityisesti kysymys siitä, mihin organisaatio pyrkii ja minkä vuoksi¹⁸.

Rahoitusympäristönsä mahdollisuuksia ja uhkia identifioimalla sekä vaihtoehtoisia menettelytapoja etsimällä yritys voi strategisen suunnittelun ja rahoitusstrategian muotoilun kautta parantaa taloudellisia toimintaedellytyksiään ja luoda toimintaansa kilpailukykyä. Yrityksen rahoitusstrategian keskeisimpänä kysymyksenä voidaan pitää yrityksen rahoitusrakennetta eli vieraan ja oman pääoman välistä suhdetta koskevaa tavoitetta¹⁹. Tavallaan jo tätä edeltävänä rahoitusstrategisena kysymyksenä voidaan nähdä tulorahoituksen ja pääomarahoituksen suhde. Tämä rahoituksen primaarikysymys voi antaa myös kovenanteille tietyssä määrin strategisen luonteen. Nimittäin silloin, kun kovenanttien käyttö avaa yritykselle uusia ja parempia ulkoisen rahoituksen mahdollisuuksia, tarjoutuva rahoituksen joustavuuden kasvu voidaan nähdä strategisena lisäetuna yritykselle. Näin kovenantit ja niiden käyttömahdollisuudet liittyvät jo yritystoiminnan perustavimmalla suunnittelutasolla yrityksen monitasoiseen suunnittelujärjestelmään. Huolellisen ja eri toimintavaihtoehtoja punnitsevan yrityssuunnittelun puitteissa kovenantit tulee siten huomioida myös strategisen tason kysymyksenä. Jotta kovenanttien käyttö saadaan palvelemaan yrityksen liiketoimin-

¹⁵ Ks. lähemmin Neilimo 1998, s. 13–23.

¹⁶ Neilimo 1998, s. 15.

¹⁷ Neilimo 1998, s. 17.

¹⁸ Freedman – Tregoe 2003, s. 20.

¹⁹ Leppiniemi 2000, s. 47.

tastrategiaa, niiden suunnittelu ja rakentaminen on aiheellista kytkeä selkeäksi ja pysyväksi osaksi yrityssuunnittelua.

Rahoitustaan järjestäessään yritys tekee myös rahoituspoliittisia valintoja. Niissä on pitkälti kysymys yrityksen rahoitustrategian toteutusta koskevien päätösten ohjauksesta. Rahoituspoliittiset kysymykset voidaan nähdä osana yrityspoliittikkaa, jolla yleisellä tasolla tarkoitetaan yrityksen johdon pysyväisluonteisia ohjaussääntöjä²⁰. Leppiniemen mukaan yrityksen keskeiset rahoituspoliittiset perusvalinnat koskevat rahoituspolitiikan ydinkysymysten ohella rahoittajapolitiikkaa, sijoituspolitiikkaa, rahoitusjohtoa ja riskipoliittikkaa²¹. Omana rahoituspolitiikan erityiskysymyksenä voidaan nähdä myös yrityksen kovenanttipoliittikka. Sen tehtävänä on ohjata yrityksen kovenanttiratkaisuja eli niiden käyttöönottoa ja oikeaoppista asettamista yrityksen rahoitusstrategian määrittämissä puitteissa.

Kovenanttien käytön suunnittelua osana yrityksen toimintaa voidaan hahmottaa myös suunnitteluteemoittain²². Tällöin asiaa lähestytään toimintokeskeisesti eli yrityksen rahoitustoiminnon ja siitä vastaavien henkilöiden näkökulmasta. Yrityssuunnittelun laajasta kokonaisuudesta erottuu tällöin ensimmäisenä suunnittelulohkona rahoitussuunnittelu. Rahoitussuunnittelun puitteissa ja erityisesti yrityksen pääomarahoituksen suunnittelun osana tarvitaan puolestaan vakuussuunnittelua. Vakuussuunnitteluun liittyvänä eräänä erityiskysymyksenä voidaan pitää kovenantteja, vaikka ne ovatkin nähtävissä käytännössä vielä melko harvinaisena suunnittelukohteena. Ottaen huomioon kovenanttien varsin sofistikoituneen luonteen ja komplisoidut käyttöyhteydet, niitä varten tähän suunnitteluketjuun tarvitaan proaktiivista toimintatapaa ja omaa erikoistunutta suunnittelua, kovenanttisuunnittelua.

²⁰ Taloussanasto 1995, s. 386. Rahoituspolitiikan ohella yrityksen keskeisiä politiikkoja ovat tuote- ja asiakaspolitiikka, kilpailupoliittikka, valmistuspolitiikka ja henkilöstöpolitiikka.

²¹ Leppiniemi 2000, s. 50–51. Eräänlaisina rahoituspolitiikan ydinkysymyksinä tässä yhteydessä voidaan pitää valintaa tilimuotoisten ja arvopaperimuotoisten rahoituslähteiden välillä sekä toisaalta kotimaisten ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden välillä. Yrityksen riskipoliitiikan osalta voidaan puhua myös riskienhallintapolitiikasta, ks. Nygren 2002, s. 217.

²² Suunnittelu etenee tällöin deduktiivisesti yleisestä erityiseen ja ainakin lähtökohtaisesti *per gradus*, vaihe vaiheelta. Käytännön suunnittelu- ja sopimustoiminnassa eri toimintavaiheet sijoittuvat aina jossain määrin limittäin tai päällekkäin.

Yrityksen rahoitussuunnittelun keskeisenä tehtävänä on varmistaa rahan riittävyys lyhyellä ja pitkällä aikavälillä sekä edistää tavoitellun kannattavuustason saavuttamista²³. Yrityksen laajassa suunnittelusysteemissä rahoituksen näkökulma auttaa saamaan yrityksen eri osissa laaditut tavoitteet ja suunnitelmat yhteismitallisiksi²⁴. Näin se tekee asiat liiketaloudellisesti selkeämmiksi ja helpommin ratkaistaviksi. Tästä yhdistävästä ja päätöksentekoa kokonaisvaltaisesti palvelevasta perusluonteestaan riippumatta rahoituksen suunnittelu itsessään edellyttää sen moniulotteista kokonaisuutta jäsentävää lähestymistapaa.

Yrityksen rahoitussuunnittelun viisi keskeisintä osa-aluetta ovat Leppiniemen mukaan investointien suunnittelu, liikepääoman suunnittelu, tulorahoituksen ennakointi, pääomarahoituksen suunnittelu sekä tulorahoitukseen ja ulkoiseen rahoitukseen liittyvä tilinpäätös- ja verosuunnittelu²⁵. Kovenanttien käytön kannalta keskeisin kenttä tässä rahoitussuunnittelun kokonaisuudessa on siis pääomarahoituksen eli ulkoisen rahoituksen suunnittelu. Sen puitteissa yritys suunnittelee muun muassa ulkoisen rahoituksensa tarpeen ja rakenteen sekä rahoituskustannusten hallinnan. Yrityksen rahoitustarve ja -rakenne vaihtelevat yrityksen eri kehitysvaiheissa; suurimpia haasteita niiden hallinnassa esiintyy usein kasvuvaiheessa. Tällöin on erityisen tärkeää huolehtia kasvun ja kannattavuuden tasapainoisesta suhteesta ja terveestä kehityksestä. Myös rahoitusrakenteen tulee kasvukierteessään nojautua yrityksen rahoitusstrategiaan ja vakavaraisuustavoitteisiin. Yhtä lailla on selvää, että omat rahoitukselliset haasteensa liittyvät yrityksen kaikkiin muihinkin kehitysvaiheisiin.

Yrityksen rahoitussuunnittelun tarpeellisuuteen liittyen on nähtävissä kaksi tavallaan vastakkaista rahoitusmarkkinoiden tendenssiä. Yhtäältä rahoituksen saatavuus on yleisellä tasolla ja pidemmällä aikavälillä tarkastellen parantunut, jolloin se ei ole enää yrityksille niin kriittinen tekijä, että se edellyttäisi yhtä paljon rahoituksen hankinnan suunnittelua kuin aiemmin²⁶. Toisaalta rahoitusläh-

²³ Leppiniemi 2000, s. 46.

²⁴ Leppiniemi 2000, s. 9.

²⁵ Leppiniemi 2000, s. 13.

²⁶ Rahoituksen saatavuus on vuonna 2003 tehdyn Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskyselyn mukaan ollut erinomainen jo usean vuoden ajan. Vain muutama prosentti kyselyyn haastatellusta 1 140 yrityksestä ilmoitti rahoituksen saatavuuden haitanneen yrityksen toimintaa viimeisen 12 kuukauden aikana. Ks. Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely 2003, s. 13. Oma kysymyksensä on tässä yhteydessä se, että innovaatioiden syklisyyden on todettu heijastuvan myös pääomien liikkeeseen ja siten myös ulkoisen rahoituksen merkitykseen yrityksille.

teiden ja rahoitusinstrumenttien määrän kasvu luo yrityksille lisää suunnittelutarvetta. Yrityksen johdon on osattava valita onnistuneesti kasvavasta rahoitusvalikoimasta yrityksen kannalta oikeat rahoittajat ja kuhunkin kehitysvaiheeseen soveltuvat rahoitusmuodot. Tehtävänsä tueksi se tarvitsee pääomarahoitusta koskevaa suunnittelua ja koordinointia.

Eräänä pääomarahoitussuunnittelun alaosiona tarvitaan siis myös vakuussuunnittelua. Vakuussuunnittelun kautta yritys pyrkii löytämään yhteisymmärryksessä rahoittajan kanssa kuhunkin rahoitussuhteeseen optimaalisen vakuusmuodon. Yrityksen kannalta olisi tietysti ideaalista, että sen ei tarvitsisi lainkaan sitoa aineettomia ja aineellisia resurssejaan vakuusjärjestelyyn. Vakuuden funktiona on kuitenkin luoda turvaa juuri rahoittajalle sen yritykselle tarjoamaa pääomapanosta vastaan. Tämän primaarisen tehtävänsä ohella vakuusjärjestelyn tulee sopia myös yrityksen strategiaan tavoitteisiin ja suunnitelmiin. Siksi rahoittajan on syytä vakuuden turvaavuuden lisäksi ottaa asiassa huomioon muutkin näkökohdat, kuten yrityksen ja yrittäjän oikeutetut intressit.²⁷ Yrityksen rahoituksessa vastuiden, luottokelpoisuuden ja vakuuksien tulee joka tapauksessa olla keskenään tasapainossa. Tietyissä tilanteissa tuota tasapainoisuutta voidaan parantaa nimenomaan kovenantein.²⁸ Yrityksen kannalta on siten tärkeää, että se valmistautuu rahoitusneuvotteluihin kokonaisvaltaisen vakuussuunnittelun kautta omia vaihtoehtojaan huolellisesti punniten.

Kuten näiden edellä esitettyjen hieman erilaisten näkökulmien ja tarkastelutapojen kautta on jo todettavissa, kovenanttien käytön suunnittelua voidaan lähestyä useammalla tavalla. Arvioitaessa kovenanttien käyttöä yhtenä suunnittelukohteena yrityksen sopimustoiminnallisessa kokonaisuudessa aihetta voidaan lisäksi tarkastella horisontaalisesti koko yritystoimintaa läpileikkaavan sopimussuunnittelun ja riskienhallinnan osakysymyksenä. Yleisellä tasolla tällaisessa suunnittelutavassa on kysymys erityisesti juridisen näkökulman ja oikeudellisen osaamisen hyödyntämisestä eräänlaisella läpäisyperiaatteella kaikissa yrityksen

Kun uusia innovaatioita tulee markkinoille, rahoittajat ja uudet yrittäjät saavat aikaan voimakasta kasvua. Kasvun on kuitenkin usein todettu päättyneen rahoituskuplaan. Tällöin yleensä ulkoisen rahoituksen merkitys yrityksissä vähenee ja tuotantoprosessin generoiman rahavirran eli tulorahoituksen rooli yrityksen rahoituksessa vahvistuu. Tästä ilmiöstä kirjoittaa muun muassa Perez teoksessaan *Technological revolutions and financial capital – The dynamics of bubbles and golden ages* (2002). Ks. Hirvikallio 2003.

²⁷ Lehtonen 1998, s. 101.

²⁸ Lehtonen 1998, s. 99.

eri toiminnoissa. Tutkielman keskeisenä tarkastelutapana jäljempänä hyödynnetään Keskitalon esittämää sopimuksellisen riskienhallinnan teoriaa²⁹, jonka mahdollisuuksia ja merkitystä nimenomaan yrityksen kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa tarkastellaan alaluvusta 3.2 alkaen.

2.2 Liiketoimintasuunnitelma suunnittelupohjana ja sopimuskohteena

Yrityksen liiketoimintasuunnitelma muodostaa kovenanttipohjaisen rahoituksen perustan. Se tarjoaa vakiintuneen ja toimivan viestintävälineen yrityksen strategisen sanoman välittämiseen potentiaalisille rahoittajille. Näin se myös avaa mahdollisuuden yrityksen liikeidean ja ydinkompetenssin hyödyntämiseen yrityksen rahoituksen järjestämisessä ja kovenanttien käytön suunnittelussa. Liiketoimintasuunnitelman keskeinen merkitys yritysrahoitussuhteessa johtuu siis siitä, että siihen on ladattu kirjallisessa muodossa kaikki se liiketoiminnan potentiaali, josta tulevaisuudessa kertyvän rahavirran kautta rahoittaja saa enemmän tai vähemmän todennäköisesti sijoittamansa pääoman tuottoineen takaisin. Liiketoimintasuunnitelmassa esitettyjen kassavirtaennusteiden ja tulevaisuuden tuotto-odotusten johdosta rahoittajalla on mahdollisesti insentiivi sijoittaa yritykseen pääomapanoksia niukemminkin vakuuksin ja jopa ilman vakuuksia. Yrityksen liiketoimintasuunnitelmaan sisältyvät ideat, suunnitelmat ja laskelmat toimivat yrityksen saaman rahoituksen takaisinmaksun eräänä turvana ja varmistuksena. Kysymys on siten liiketoimintasuunnitelman uskottavuudesta ja vakuuttavuudesta.

Liiketoimintasuunnitelma voidaan sen käyttötarkoituksesta³⁰, laatijasta, käyttäjästä yms. seikasta riippuen nähdä ja määrittää hieman eri tavoin. Yleisesti todeten sillä tarkoitetaan yrityksen vaihtoehtoisten suunnitelmien ja näiden perusteella suoritettujen tulos- ja rahoituslaskelmien esittämistä³¹. Asia voidaan kiteyttää myös hieman toisin: "Liiketoimintasuunnitelma on kirjallinen, tiivis esitys

²⁹ Ks. Keskitalo 2002, s. 241–273.

³⁰ Liiketoimintasuunnitelmaa hyödynnetään sekä yrityksen sisäisenä että ulkoisena työvälineenä. Ulkoisena käyttäjäryhmänä yrityksen rahoittajat ovat eräitä sen keskeisimpiä hyödyntäjiä. Rahoitusjärjestelyiden lisäksi liiketoimintasuunnitelmaa käytetään tietynasteisena päätöksenteon perustana lähes kaikissa muissakin yrityksen toimintoja ja resursseja koskevissa kysymyksissä.

³¹ Taloussanasto 1995, s. 149.

yrityksen toiminnan kokonaisuudesta.”³² Se on yleensä yrityksen toimesta laadittu, kokoava ja dokumentoiva esitys yrityssuunnittelun puitteissa todetuista liiketaloudellisesti relevanteista seikoista. Liiketoimintasuunnitelman sisältöön kytkeytyy väistämättä paljon myös juridisesti merkityksellistä ainesta. Liiketoimintasuunnitelman tietojen ja ennusteiden tulee olla luotettavia ja tarvittaessa todennettavissa, sillä kyseessä on juuri se rahoitusyhteistyön perusasiakirja, jonka pohjalta rahoittaja haluaa rahoitusneuvotteluja käydä ja luottamuksellista yhteistoimintaa yrityksen kanssa rakentaa. Rahoittajan tavoitteena ja tehtävänä ei yleensä koskaan ole ensisijaisesti yrityksen johtaminen vaan yrityksen ja sen liiketoiminnan ymmärtäminen rahoitussuhteen eri vaiheissa. Tähän tarkoitukseen juuri liiketoimintasuunnitelma on paras käytettävissä oleva kirjallinen apuväline.

Liiketoimintasuunnitelma koostuu rakenteellisesti hieman alle kymmenestä osiosta. Niiden sisältö käsittelee muun muassa yrityksen liikeideaa, tuotetta tai palvelua, markkinoita, yritysjohtoa ja liiketoimintamallia.³³ Näillä kaikilla elementeillä on suuri merkitys yrityksen rahoitussuhteen onnistumisen kannalta vähintään välillisesti. Kaikkein suorimmin rahoitusratkaisun sisältöön ja toteutustapaan vaikuttavat osiot ovat yrityksen rahoitusta käsittelevä kokonaisuus taloudellisine ennusteineen sekä yrityksen riskienhallintaa koskeva esitys. Rahoitusosiossa on lähinnä kyse yrityksen rahoitussuunnittelun ja liiketoimintasuunnitelman yhdistämisestä; yrityksen taholta esitetään liiketoimintasuunnitelman formaattiin puettuna kootusti ja keskeisin osin se, mitä sen rahoitussuunnittelun puitteissa on arvioitu ja todettu. Riskienhallinnan suunnitelmat käydään liiketoimintasuunnitelmassa läpi vastaavana kirjallisena katsauksena. Tarvittaessa yrityksen on syytä käyttää ulkopuolista neuvonantajaa tiettyjen yritystoiminnan erityiskysymysten oikean ja luotettavan selvittämisen ja raportoinnin mahdollistamiseksi. Asiantuntemuksensa lisäksi kolmas taho voi tuoda asian tarkasteluun objektiivisuutta, mikä voi osaltaan kasvattaa rahoittajien luottamusta yrityksen toimintaa kohtaan.

Liiketoimintasuunnitelma luo siis sen lähtökohdan, jonka pohjalta yrityksen rahoitusjärjestelyä ja sen yksittäisiä ehtoja, kuten kovenantteja, koskevat suunnit-

³² Pitkämäki 2000, s. 9.

³³ Ks. lisää esim. McKinsey 2000, s. 47–127; Pääomasijoitus 2003, s. 15–19.

telmat tehdään, neuvottelut käydään ja sopimukset solmitaan. Edellä mainittuihin rahoituksen ja riskienhallinnan osioihin sisältyvät monet keskeisimmät yritystoiminnan muuttujat, joihin kovenantit kiinnitetään. Näissä muuttujissa on pitkälti kysymys yritystoiminnan numeerisesta kuvauksesta menneestä nykyhetken kautta tulevaan. Niiden välittämän tiedon avulla rahoittaja pyrkii muodostamaan yrityksestä ajallisesti ja asiallisesti riittävän kattavan käsityksen ja ehjän kokonaiskuvan, jonka pohjalta kestävä rahoitusratkaisut voidaan tehdä. Vakuudetoman luotonannon puitteissa tämä liiketoimintasuunnitelman luoma kokonaiskuva yrityksestä on erityisen tärkeää saada myös säilymään ehjänä. Juuri tähän turvaavaan tehtävään ja liiketoimintasuunnitelman toteutumista varmistavaksi vastinpariksi tarvitaan kovenantteja.

Liiketoimintasuunnitelmassa esitetyt yrityksen toiminnalliset ja taloudelliset tavoitteet kiinnitetään kovenanteilla rahoitusjärjestelyn perustaksi. Yritys siis sitoutuu erityisehdoin rahoittajan kontrolliin liiketoimintansa tiettyjen keskeisten elementtien osalta. Tässä yhteydessä liiketoimintasuunnitelman luonne vahvistuu ja lujittuu yrityksen sisäisestä strategiatyövälineestä kahden tai useamman sopimusosapuolen rahoituksellisen yhteistoiminnan kivijalaksi. Myös liiketoimintasuunnitelman juridinen status kehittyy, kun sitä käytetään rahoitusjärjestelyssä sekä suunnittelun pohjana että sopimisen kohteena: yksipuolisesta asiakirjasta tulee tällöin kaksipuolisen oikeustoimen asiakirja-aineiston osa. Yritys veloitetaan tämän lähtökohtaisesti sisäisen suunnitteluasiakirjansa kautta myös ulkoisesti. Liiketoimintasuunnitelmalla on siis kovenanttipohjaisessa rahoitussuhteessa tietynlainen kaksoisfunktio.

3 KOVENANTTIEN KÄYTÖN SUUNNITTELUA OHJAAVIA TEKIJÖITÄ

3.1 Proaktiivinen toimintatapa suunnittelun perustana

Jotta yritys voi tehdä toimintaansa koskevia päätöksiä ja menestymistään palvelevia valintoja, sen tulee aktiivisesti pyrkiä ja myös pystyä arvioimaan oman toimintaympäristönsä tapahtumia. Yritys ei toimi yksin tyhjiössä, vaan sidosryhmiensä kanssa muodostamassaan sopimusverkossa alati muuttuvassa ympäristössä³⁴. Yrityksen tulee kyetä havainnoimaan ja arvioimaan toimintansa suhteen relevanttia tapahtumavirtaa vähintään kullakin päätöksentekohetkellä reaaliaikaisesti. Tällainen tarkasteluhorisontti ei nykyajan yritystoiminnassa ja avoimessa kilpailussa kuitenkaan yleensä edes riitä. Nykyhetkeä koskevan tietämyksen ja osaamisen lisäksi yritykseltä vaaditaan kykyä ennakoida toimintaansa ja toimintaympäristönsä tulevaisuutta. Lähtökohtaisesti ennakkoinnissa on kysymys juuri edellä käsitellystä yritystoiminnan eri tasoilla ja tahoilla tapahtuvasta suunnittelusta. Sen lisäksi kyse on muustakin; suunnittelun toteavan perusluonteen tueksi voidaan ennakkoinnin kautta luoda yrityksen toiminnalle eräänlaista etuajassa toimivaa ja ennalta reagoivaa suojaimekanismia.

Proaktiivisuutta³⁵ voidaan Rubinin mukaan pitää yhtenä tärkeimpänä keinona ja toimintatapana tietoaajan ja tietoyhteiskunnan haltuunotossa. Se voidaan ymmärtää ensinnäkin kykynä olla mukana tulevaisuuden tekemisessä ja suunnittelemisessä. Toiseksi proaktiivisuus voidaan nähdä myös sen tiedostamisena, että tulevaisuuden suunta ja laatu ovat viime kädessä riippuvaisia toimijoista itsestään. Rubinin mielestä proaktiivinen ihminen on oivaltanut, että hän voi valita vapaasti reaktionsa kaikissa tilanteissa, mutta valintoja tehdessään hän tulee samalla valinneeksi toimintansa seuraukset. Proaktiivisuus edellyttää siis toimijalta aktiivisuutta, aloitteellisuutta ja vastuunottoa omista valinnoistaan.³⁶

³⁴ Ks. lisää yrityksestä sopimustenomaisten suhteiden verkkona (*nexus of contracts*) esim. Mähönen 2001, s. 126–136; Villa 2003, s. 12, 18, 28–87.

³⁵ Lainasana *proaktiivinen* on tullut suomen kieleen latinan kielestä englannin kielen välittämänä. *Pro*-etuliite voidaan suomentaa muun muassa 'edessä, edestä, puolesta, etukäteen'; latinan *activus* on puolestaan kiinnittynyt kieleemme vahvasti vierassanana *aktiivinen*. Proaktiivisuuden perusmerkitystä kuvaavat näin ollen parhaiten ilmaisut *ennakoiva*, *ennalta vaikuttava* ja *ennalta varautuva*. Ks. esim. Uusi sivistyssanakirja 1994, s. 26, 499; Pitkäranta 2001, s. 367, 527.

³⁶ Rubin 2002.

3.1.1 Ennakoivan oikeusajattelun lähtökohdista

Proaktiivisuudelle käsitteellisesti läheinen on *preventiivinen*³⁷. Ilmaisua on esiintynyt oikeudellisessa ajattelussa muun muassa pohdittaessa siviiliprosessin pääfunktioita; tuomioistuinprosessia voidaan tarkastella menneisyysaspektista oikeusriitojen ratkaisuapparaattina tai tulevaisuusaspektista ulkoprosessuaalista käyttäytymistä ohjaavana eli preventiivisenä sanktiomekanismina³⁸. Toisaalta ennakoivuudella on oikeustieteessä perinteisesti tarkoitettu nimenomaan tuomioistuinpäätösten ennakoitavuutta, mutta nyttemmin sillä halutaan yhä useammin tarkoittaa myös ongelmien ennaltaehkäisyä ja edellytysten luomista toivotuille tuloksille³⁹.

Preventiivinen lähestymistapa sai juridiikan parissa eräänlaisen dokumentoidun alkunsa 1940-luvulla, kun amerikkalainen Louis M. Brown alkoi systemaattisesti kehittää ennakoivaa metodologiaa sekä teorian että käytännön puitteissa, minkä myötä Yhdysvalloissa syntyi ja ajan myötä myös vakiintui erityinen *preventive law* -suuntaus⁴⁰. Suomessa tätä ennakoivaa näkökulmaa korostavaa ja erityisesti liikejuridisiin kysymyksiin käytäntökeskeisesti suuntautunutta oikeudellista tarkastelutapaa on viime vaiheessa alettu kutsua ennakoivaksi oikeusajatteluksi⁴¹. Sen kiinnostuksen kohteena on erityisesti sopimustodellisuus eli se, miten sopimustoimintaa käytännössä harjoitetaan⁴². Myös oikeustieteen piirissä on eri

³⁷ Sanan *preventiivinen* kantasana on latinan *praevenire*, joka tarkoittaa 'tulla edellä, ehkäistä, ehtiä ennen'. Ks. esim. Uusi sivistyssanakirja 1994, s. 497; Pitkäranta 2001, s. 526. On havaittavissa, että ilmaisujen *preventiivinen* ja *proaktiivinen* välillä on olemassa tietty merkitysero, minkä johdosta viimeksi mainitun voidaan katsoa soveltuvan paremmin yksityisoikeudellisten toimijoiden omaa normituotantoa kunnioittavaan itsesääntelyn mekanismiin.

³⁸ Ks. esim. Lappalainen 1995, s. 5–6. Rikosoikeuden ja kriminologian piirissä esiintyvä preventiökäsite liittyy puolestaan rikosten ehkäisemiseen rangaistuksella preventioteorioiden eli relativisten rangaistusteorioiden tavoitteiden mukaisesti, jolloin preventio jaetaan yleispreventioon ja erityispreventioon.

³⁹ Pohjonen 2002a, s. vi.

⁴⁰ Ks. Brownin näkemyksiä preventiivisestä juridiikasta esimerkiksi hänen teoksistaan *Preventive law* (1950) ja *Lawyering through life* (1986).

⁴¹ Suomessa on käytetty ja käytetään edelleen tässä yhteydessä myös vaihtoehtoisia ilmaisuja *preventiivinen juridiikka*, *ennakoiva juridiikka* ja *proaktiivinen oikeus*. Ks. Pohjonen 2002a, s. ix.

⁴² Sopimustoiminnan käytännön tarkastelun yhteydessä kiinnostavalla tavalla läheinen käsitepari on *law in action* ja *law in books*. Niillä voidaan ilmaista sitä eroavuutta ja jopa tiettyä kontrastia, joka oikeudellisissa kysymyksissä saattaa vallita oikeusrealismin näkökulmasta avautuvan toimivan ja elävän oikeuden (empiirinen *sein*-maailma) ja toisaalta lakipositivistisesti virittyneen lainopin (normatiivinen *sollen*-maailma) välillä. Ks. esim. Siltala 1997, s. 285–286.

oikeudenaloilla enenevässä määrin esiintynyt kiinnostusta ennakoivaa ajattelumallia ja oikeudellista ennakkointia kohtaan⁴³.

Sopimusoikeudellinen ajattelu on perinteisesti keskittynyt yksittäiseen tekoon ja suhteeseen. Ajallisesti ja paikallisesti ajattelun näkökulma on ollut melko rajattu ja lineaarinen. Näin on Pohjosen mukaan voitu helpommin osoittaa syy ja seuraus -ketjuja sekä oikeassa tai väärässä olleita sopimusosapuolia. Parin viime vuosikymmenen aikana sopimusta on alettu tarkastella aiempaa enemmän sekä prosessina että avoimena systeeminä. Prosessikäsityksen sopimukselle on ominaista asteittainen muotoutuvuus ja muuttuvuus⁴⁴. Avoimessa systeemissä on puolestaan kysymys ympäristönsä kanssa informaatiovaihdossa olevasta kokonaisuudesta, joka jakautuu keskinäisissä vaikutussuhteissa oleviin elementteihin⁴⁵. Näkökulma sopimustoimintaan on siis muuttunut. Pohjonen toteaa Sengeä lainaten, että syklisessä ja vuorovaikutuksellisessa systeemissä kaikki vaikuttaa kaikkeen ja vastuu on jaettua. Sengen mukaan todellisesta proaktiivisuudesta on kuitenkin kyse vasta silloin, kun toimijan huomio on kiinnittynyt siihen, miten hän itse myötävaikuttaa ongelmiinsa. Sopimustoiminnan puitteissa hyvä proaktiivisuus edellyttää siten, että sopimustoiminta nähdään systeeminä ja prosessina, jossa kukin osapuoli tiedostaa oman roolinsa yhtenä toimijana.⁴⁶

On todettu, että ennakoivassa oikeusajattelussa ei ole kysymys yleistettävissä olevista hyvistä ratkaisuksista, vaan yksittäisten tahojen tavoittelemista lopputuloksista. Ennakoivassa lähestymistavassa ei tällöin ole kyse oikeusnormien soveltamisesta olemassa oleviin faktoihin, vaan faktojen luomisesta oikeusjärjestelmän puitteissa. Tällöin etsitään asetettuja tavoitteita parhaiten palvelevia valintoja ja mukana olevia tahoja kyseisessä tilanteessa tyydyttäviä menettelyjä ja

⁴³ Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa erityisesti Häyhä on käsitellyt ennakoitavuutta, ks. esim. Häyhä 1996a, s. 313; Häyhä 1996b, s. 189–191. Ennakoitavuuden ohella Häyhä on tarkastellut joukkomittaisuutta. Se on Pöyhösen mukaan tuonut sopimuksen asemaan tietyn alan toiminnan ennakoitavuuden kuvaajana olennaisen muutoksen. Kun aiemmin luotiin ennakoitavuutta nimenomaan tekemällä tulevaisuuteen suuntautuneita sitoumuksia eli sopimuksia, nykyisin osapuolten välille syntyy sopimussuhteita jo osapuolten toisiinsa kohdistamien perusteltujen odotusten pohjalta. Näin ollen ennakoitavuus on muuttunut luonteeltaan aiempaa laajavaikutteisemmaksi ja varhaisemmaksi tekijäksi. Ks. Pöyhönen 1998, s. 236.

⁴⁴ Sopimuksen prosessikäsityksen toi esille Pöyhönen väitöskirjassaan, ks. Pöyhönen 1988, erit. s. 215–216.

⁴⁵ Sopimukseen liittyvää systeemiteoreettista ajattelua on esittänyt muun muassa Rudanko pankkiasiakkaan ja pankin oikeusturvaa käsittelevässä teoksessaan, ks. Rudanko 1995, erit. s. 112–113.

⁴⁶ Pohjonen 2002b, s. 283, missä esitetyt Sengen näkemykset perustuvat hänen teokseensa *The fifth discipline. The art and practice of the learning organisation* (1990).

ratkaisuja.⁴⁷ Voidaan siis sanoa, että ennakoivan oikeusajattelun peruspiirteenä on tapauskohtainen toiminta parhaan ja osapuolten yhteisesti tavoitteleman lopputuloksen puolesta.

Ennakoivuutta käytäntöön sovellettaessa tai sitä inhimillisestä toiminnasta tutkimuksenkin keinoin etsittäessä ei ole mielestäni kuitenkaan mitään syytä sulkea proaktiivisesti relevanttien instrumenttien piiristä pois sellaisia vakiintuneita ja yleispäteviä menettelytapoja, joita voidaan pitää myös ”yleistettävissä olevina hyvinä ratkaisuinä”, mikäli nämä ratkaisut täyttävät tietyt yleiset ennakoivuuden tunnuspiirteet ja ylipäänsä palvelevat ennakoivasti niihin kytkettyjen tavoitteiden ja päämäärien toteutumista.

Sen lisäksi, että ennakoivuutta voidaan rakentaa erityisesti tasapainoisen ja vuorovaikutteisen sopimusprosessin kautta yksilöllisin sopimusehdoin, sitä voidaan myös sijoittaa kiinteäksi ja olennaiseksi osaksi vakioehtoista sopimusehtoja. Preventiivisten normien tuotantoa harjoitetaan jopa vieläkin yleisemmällä tasolla, kirjoitettujen oikeusnormien muodossa. Yhden esimerkin lainsäädännön preventiivisestä roolista tarjoaa vakioehtojen sääntely. Wilhelmssonin mukaan tällä ”[s]ääntelyllä pyritään *ehkäisemään ennalta* kohtuuttomien vakioehtojen käyttöä puuttumalla *tulevaisuuteen suuntautuvien* kielloin tällaisten ehtojen hyväksikäyttöön elinkeinonharjoittajan toiminnassa”⁴⁸ (kurs. tässä).

3.1.2 Ennakoivuus liiketoiminnassa

Liikejuridiikan puitteissa preventiivistä, oikeudellisia ongelmia ennalta ehkäisevää toimintatapaa lienee harjoitettu jo pidempään ainakin jossain muodossa. Voisi olettaa, että liikeasioiden oikeudellinen sujuvuus ja kitkattomuus on saanut osakseen kiinnostusta ja huomiota kaikkialla teollistuneessa maailmassa, missä voimistuvan vaihdannan kasvavat intressit ovat vain olleet luomassa siihen insentiiviä.⁴⁹

⁴⁷ Pihlajamäki et al. 2002, s. 1.

⁴⁸ Wilhelmsson 1994b, s. 941.

⁴⁹ Eräänä varhaisempaa kotimaista esimerkkinä tällaisesta ajattelusta oikeustieteen piiristä voidaan mainita Ranisen teos *Vahvistuskirje sopimuksen tekemisessä* (1937). Raninen toteaa lähteisiinsä viitaten muun muassa, että ”[vahvistuskirjeen lähettäjä] tahtoo välttää mahdolliset erehdykset, epäselvyydet, väärinkäsitykset, tarpeettomat kustannukset ja omaisuushäviöt, joita

Liiketoiminnassa proaktiivisuutta ja ennakoivaa toimintatapaa voidaan käytännössä harjoittaa hyvin monin tavoin ja moniin eri toimintoihin liittyen. Perinteisintä ja panostuksiltaan merkittävintä muotoa yritysten tulevaisuuden haltuunotossa edustaa edellisessä luvussa käsitelty monimuotoinen laskentapainotteinen yrityssuunnittelu, mukaan lukien rahoitussuunnittelu. Samaan kokonaisuuteen kytkeytyvänä kysymyksenä voidaan pitää yrityksen kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmistelua. Yleisemmällä tasolla proaktiivista ajattelua käytäntöön soveltavana ennakointina voitaneen pitää kaikkia niitä yrityksen tulevaisuuteen tähtääviä toimia ja toimintatapoja, joilla yritys pyrkii minimoimaan sisäisiä heikkouksiaan ja ulkoisia uhkia sekä maksimoimaan sisäisiä vahvuuksiaan ja ulkoisia mahdollisuuksiaan⁵⁰. Tämä tarkoittaa niin oikeudellisten, taloudellisten kuin kaikkien muidenkin oleellisten näkökulmien ottamista mukaan yrityksen toiminnan tarkasteluun. Wilenius onkin todennut, että yrityksillä on käytössään erilaisia tulevaisuuteen katsovia aineita entistä enemmän. Paradoksaaliseksi hänen mielestään tilanteen tekee yritysten kannalta se, että kilpailun kiristyminen tekee tulevaisuudesta entistä läpinäkymättömämpää. Suurimman haasteen tulevaisuuden ennustamiselle luovat Wileniuksen mukaan monimutkaisten järjestelmien purkaminen osiinsa ja asioiden vuorovaikutussuhteiden löytäminen.⁵¹

Kilpaillussa toimintaympäristössä yritys joutuu siten etsimään ja kehittämään uusia, kilpailijoiltaan kenties vielä puuttuvia toimintamalleja tulevaisuutensa hallintaan. Juridisesti proaktiivisempi toimintatapa lienee tässä suhteessa yrityksille ainakin vielä melko hyvä kilpailuetutekijä, koska varsin usein yritysten valmiustila ja toimintakyky erityisesti liiketoimintaa tukevissa toiminnoissa, kuten liiketoiminnan juridisessa hallinnassa, jää ainoastaan reaktiiviselle tasolle⁵². Tällöin esimerkiksi yrityksen liiketoimintastrategian toimeenpanossa keskeiset sopi-

varsinkin puhelimitse päätetyissä oikeustoimissa voi sattua, ja tehdä siten oikeustoimet mahdollisimman täsmälliseksi, selviksi ja täydelliseksi”. Saksalaiseen juridiseen aikakauskirjaan viitaten hän toteaa samassa yhteydessä myös sen, että ”[vahvistuskirjeiden] merkitys on talouspiireissä katsottu suureksi, mutta oikeustieteessä niiden merkityksen korostaminen sen sijaan on jäänyt vähäiseksi”. Ks. Raninen 1937, s. 4. Voidaankin kysyä, kuinka paljon eri tieteiden kiinnostuksen kohteet ja tutkimuksen painopisteet ovat vajaan 70 vuoden aikana tässä suhteessa muuttuneet vai ovatko ne muuttuneet juuri lainkaan.

⁵⁰ Tässä viitataan ajatuksellisenä apuvälineenä perinteisen SWOT-analyysin nelikentän tarjoamaan kehikkoon.

⁵¹ Ks. Rainisto 2004, s. 63. Esitetyt Wileniuksen näkemykset ovat hänen lehtihaastattelustaan.

⁵² Tärkeää on huomata, että yritystoiminnassa tarvitaan kuitenkin sekä proaktiivista että reaktiivista toimintatapaa. Niiden tilanne- ja tapauskohtainen soveltaminen saa aikaan niiden toisiaan täydentävän vaikutuksen.

musprosessit saatetaan hoitaa sellaisilla arvoilla ja asenteilla⁵³, jotka johtavat asiat häiriötilanteessa ilman ennakkovaroituksia suoraan kriisitilaan, jonka repressiivinen ratkaisu löytyy todennäköisesti vasta tuomioistuimesta.⁵⁴

Yrityksen sopimussuhteisiin liittyvien sujuvuus- ja tehokkuustavoitteiden voidaankin sanoa kärsivän aina, kun sopimuksen perustamia oikeusvaikutuksia joudutaan jälkikäteen erikseen analysoimaan jonkin oman vaatimuksen esittämiseksi tai sopimuskumppanin vaatimuksen torjumiseksi⁵⁵. Sopimustoimintakin tulee siksi osata integroida liiketoimintaan oikein, ja antaa sille oikea asema yrityksen liiketoimintakriittisenä tukiprosessina⁵⁶. Syytä on kuitenkin tiedostaa selkeästi myös se, että sopimustoiminta ei ole yrityksen missio, perustehtävä.

Oikeudenkäynnille vaihtoehtoista välimiesmenettelyä ei proaktiivisesta näkökulmasta voida myöskään pitää liiketaloudellisesti arvioiden aitona vaihtoehtona ja vahvana pyrkimyksenä asioiden parhaaseen, ennakoivaan haltuunottoon. Aito ennakoivuus edellyttää yritykseltä – oikeudenkäyntien ja muiden repressiivis-reparatiivisten ratkaisumethodien tavoin – aineellisia ja aineettomia panostuksia, mutta se myös suurella todennäköisyydellä tuo pitkällä aikavälillä yritykselle parhaan tuloksen. Riittävän kannustimen tällaiseen toimintaan pitäisi tarjota jo se, että ongelmien torjuminen etukäteen maksaa pääsääntöisesti vähemmän kuin niiden ratkaiseminen jälkikäteen. Proaktiivisen juridiikan keinoin voidaan nähdäkseni luoda yritystoiminnan tulevaisuuteen katsovien antureiden tueksi mekanismeja, jotka tulevaisuudesta saatujen ennusteiden tai tietojen sekä niistä tehtyjen päätelmien pohjalta tarvittaessa todella toimivat. Tärkeää on

⁵³ Eräs valitettavan yleinen ajatteluvirhe on sopimusasioiden mieltäminen asioiksi, joiden hoitamisessa tarvitaan ainoastaan liiketoimintaosaamista. Käytännössä liiketoimintaosaaminen ei kuitenkaan takaa henkilön sopimuksenlukutaitoa, jolla tarkoitetaan erityisesti kykyä hahmottaa sopimuksen sisältö myös oikeudellisesta näkökulmasta. Taskinen 2002, s. 93, 110. Ks. lisää sopimuksenlukutaidosta Haapio 2002, s. 60.

⁵⁴ Taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta oikeudenkäynnin selkeä heikkous ongelmien ratkaisumuotona on sen aiheuttamat välittömät kustannukset, jotka saattavat jo yhden riitajutun myötä nousta samalle tasolle kuin systemaattisen sopimusjärjestelmän implementointi yritysjärjestelmälle ennakoivana toimenpiteenä maksaisi. Välittömien kustannusten lisäksi oikeudenkäynnistä aiheutuu yritykselle välillisiä kustannuksia muun muassa kielteisen imago-vaikutuksen ja oikeudenkäynnin keston johdosta. Viime vuosina lainvoimaisen ratkaisun saaminen tuomioistuimesta riita-asiassa on kestänyt kolmesta viiteen vuotta, joten resurssien sitominen ja huomion suuntaaminen näin pitkään tuloja tuottamattomaan prosessiin saattaa olla pk-yrityksen toiminnalle jo sinänsä hyvin kohtalokasta, mitä ei yritykselle myönteinen ratkaisukaan välttämättä enää muuksi muuta.

⁵⁵ Hemmo 2001b, s. 52.

⁵⁶ Ks. Taskinen 2002, s. 110.

myös se, että sovellettavat ennakointimenetelmät toimivat riittävän hyvissä ajoin ja taloudellisesti tehokkaasti.

Liiketaloudellinen toiminta tähtää yleensä taloudellisen tuloksen maksimointiin. Oman tulostavoitteen saavuttamiseksi yritys pyrkii yhteiskunnan taholta sille osoitettujen velvoitteiden ja oikeuksien puitteissa mahdollisimman suureen varmuuteen ja toimivuuteen jokaisen yksittäisen tulosvaikutteisen transaktionsa tasolla. Liiketoimintaympäristössä vallitsevan jatkuvan muutoksen ja pysyvän epävarmuuden keskellä tarvitaan yleisen preventiivisen sääntelyn rinnalle siten vielä tapauskohtaisia proaktiivisia sopimusnormeja. Tämä korostuu osakeyhtiön liiketoiminnan hoitamisessa ja ohjaamisessa, jota varten ei osakeyhtiölaissa ole olemassa yksityiskohtaisia säännöksiä, vaan liiketoiminnan ohjaus- ja hallintamekanismit rakentuvat pitkälti sopimusvapauden ja sen myötä sopimusnormien varaan. Sopimustoiminta ja juridisen tietotaidon tehokas hyödyntäminen nousevat siten tulostavoitetietoisuuden yrityksen liiketoiminnassa keskeiseen asemaan.

Sopimustoimintaa proaktiivisella otteella tarkasteltaessa ja toteutettaessa puhutaan nimenomaan ennakoivasta sopimisesta. Sen kohteena ovat sopimusten suunnittelu ja toteutus, sopimusten laadun ja riskien hallinta sekä riidantorjunta.⁵⁷ Ennakoivan sopimisen päämääränä on Pohjosen mukaan, että sopimusosapuolien yhteistyön tarkoitus saavutetaan heidän tahtonsa mukaisesti. Tämä edellyttää erityisesti sopijapuolten tarkoituksen ja tahdon huolellista selvittämistä sekä taitoa luoda selkeät ja juridisesti kestävät puitteet niiden toteuttamiseksi.⁵⁸ Seuraavassa alajaksossa käydään läpi kovenanttien yleistason ominaispiirteitä ja niiden käyttöönottoon liittyviä kysymyksiä juuri ennakoivan sopimisen näkökulmasta.

3.1.3 Ennakoivuus kovenanteissa

Kovenantit ovat rahoitussopimusten erityisehtoina tavoitteiltaan ja perusmekanismiltaan ennakoivia sopimusnormeja. Kovenantit eivät kuitenkaan ole va-

⁵⁷ Pohjonen 2002a, s. ix.

⁵⁸ Pohjonen 2002a, s. v.

kuuksia⁵⁹. Sen sijaan voidaan sanoa, että kovenantit ovat vakuudeton vaihtoehto vakuuksille; ne ovat vakuuksien täydentäjiä ja korvikkeita. Kovenanteillakin on näin ollen eräänlainen oma vakuudellinen luonteensa, joka rakentuu pitkälti juuri kovenanttien ennakoivan toimintamekanismin varaan. Kovenantteihin on sisäänrakennettuna varautuminen erilaisiin muutostilanteisiin⁶⁰. Kovenanttien perimmäinen funktio yritysrahoituksessa liittyy siis varsin läheisesti vakuuden funktioon, minkä johdosta niiden alustava arviointi vakuusoikeudellista viitekehystä vasten on mahdollista ja myös hyödyllistä. Molemmissa rahoitussuhteen riskienhallintakeinossa on viime kädessä kyse rahoittajan saamisen turvaamisesta, mutta näiden ratkaisujen oikeudellinen olemus ja toiminnallinen luonne poikkeavat toisistaan. Eräs lähtökohtainen ero vakuuksien ja kovenanttien välillä on havaittavissa niiden käyttöympäristössä. Varsinaisia vakuuksia tarvitaan, rahoitettavan riskisyydestä riippuen, nimenomaan vieraan pääoman ehtoisessa rahoituksessa luotonantajalle erityisturvaa tuovana järjestelynä. Kovenantteja voidaan sen sijaan hyödyntää sopimusvapauden puitteissa tapauskohtaisesti räätälöiden rahoitussuhteen riskienhallintakeinona kaikessa yrityksen ulkoisessa rahoituksessa⁶¹.

⁵⁹ Esimerkiksi Hemmo toteaa, että kovenantit ovat käytöltään vakuuksia muistuttavia sitoumuksia, mutta kyseessä ei kuitenkaan ole varsinainen vakuus, ks. Hemmo 2001a, s. 325, alav. 1. Tämä vallitseva näkemys kovenanttien luonteesta ei ole silti kaikin osin aivan selvä ja ongelmaton. Eksklusiivisella rajanvedolla vakuuden ja muiden riskienhallintakeinojen välillä voi kuitenkin olla merkitystä muun muassa velkojan asemaan velallisen konkurssissa tai ulosotossa (MJL 1.2 § ja 3.1 §) sekä luottolaitosten varojen riskiryhmittelyssä ja omien varojen laskennassa (LLL 76 ja 78 §:t), ks. Tammi-Salminen 2001, s. 34 alav. 1; Tuomisto 1998, s. 79. Epäselvyyttä asiassa ovat saattaneet lisätä nimenomaan vakuuteen viittaavat kovenantin suomenkieliset synonyymit. Erityisesti viime vuosina on *kovenantti*-sanana ohella käytetty termiä *sopimusvakuus* sitä kohtaan esitetystä kritiikistä huolimatta. Tätä termiä lieneekin käytetty ainakin jossain määrin ilman tarkoitusta ottaa kantaa kovenanttien vakuudellisuuteen. Ks. esim. Leppiniemi 2000, s. 89; Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely 2002, s. 17; TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 8. Aiemmin terminologista väriä – mutta väistämättä myös semanttista sumeutta – asiaan ovat tuoneet muun muassa termit *korvikevakuus*, *kontrollointivakuus*, *organisatorinen vakuus* ja *tietovakuus*. Nämä kuvailevat ilmaisut on tosin esitetty lainausmerkeissä ja todeten, että kyseessä ovat vakuuksien ulkopuolelle jäävät turvajärjestelyt. Ks. Havansi 1981, s. 287, 291. Lisäksi on vakuuden asettamiskiellon osalta viitattu näennäisvakuuteen tarkentaen kuitenkin, että kyseinen lauseke esiintyy pankkikäytännössä nimenomaan vakuuden lähikäsitteenä, ks. Kärävä 1987, s. 256. Mainittujen vakuus-päätteisten termien lisäksi kovenanteille on esitetty eräitä muitakin suomenkielisiä vastineita. Ks. kovenantin terminologisesta moni-ilmeisyydestä esim. Tammi-Salminen 2001, s. 38–40; Tuomisto 1998, s. 48; Villa 2003, s. 144. Tässä on kuitenkin syytä todeta, että kovenanttien oikeudellista asemaa ja vakuudellista luonnetta eivät määrää käytetyt termit, vaan muut asian arviointia ohjaavat tekijät.

⁶⁰ Lauriala 2001, s. 27 alav. 48. Lauriala kuvaa tässä yhteydessä kovenanttien toimintamekanismia edelleen: ”kovenantit tietystä miehestä ottavat kokonaisjärjestelyn ympäriltä ennalta määriteltä informaatiota ja antavat palautteena joko toimintavelvollisuuden tai rakentavat rahoittajalle kontrolliaseman, jonka puitteissa tällä on mahdollisuus toimia harkitsemallaan tavalla”.

⁶¹ Yrityksen ulkoisten rahoitusmahdollisuuksien pääkategoriat ovat osakerahoitus, välirahoitus ja velkarahoitus. Eräs tapa lähestyä yrityksen rahoitusta on myös jakaa se siihen sisältyvän rahoittajan riskin perusteella omaan pääomaan eli riskipääomaan, vakuudettomaan riskivelkaan

Vakuuksien tarvetta yritysrahoituksessa on taloustieteessä selitetty yhtäältä epäsuotuisan valikoitumisen (*adverse selection*) esiintymisellä rahoitussuhdetta suunniteltaessa ja toisaalta moraalisen uhkapelin (*moral hazard*) mahdollisuudella rahoituspäätöksen jälkeen⁶². Rahoituksen agentuuriteoriassa näille eventuaalisille epäkohdille on esitetty syyksi erityisesti se, että yrityksen johto tietää yrityksen toiminnasta ja tulevaisuuden näkymistä enemmän kuin ulkopuoliset rahoittajatahot. Vakuuksille näin lankeavaa tehtävää yrityksen rahoitussuhteen riskienhallintakeinona voidaan arvioida hieman eri näkökulmista.

Taloustieteellisessä tarkastelussa vakuudella on nähty olevan luotonannon yhteydessä erityistä merkitystä signaalointivälineenä ja toisaalta kannustinvälineenä. Ensin mainitussa on kyse siitä, että vakuus helpottaa luotonantajaa luokittelemaan yrityksiä riskiluokkiin, kun yrityksellä on neuvottelutilanteessa valittavana vaihtoehtoisia vakuusvaatimuksen ja koron kombinaatioita. Kannattava, vakavarainen ja hyvän maksuvalmiuden omaava yritys voi tulostaan maksimoidakseen preferoida matalan koron, koska sillä on mahdollisuus tarjota rahoittajalle riittävä vakuus. Sen sijaan korkeamman riskin yritys joutuu tämän mallin mukaan valitsemaan sopimuksen, joka sisältää alhaisemman vakuusvaatimuksen johdosta korkeamman koron. Toisen mallin mukaan vakuuden tarkoituksena on yrityksen riskisyyden mukaan positiivisesti korreloivan vakuusvaatimuksen kautta luoda yritykselle kannustin hoitaa velkansa. Mitä korkeampi riski yritykseen liittyy, sitä suurempia vakuuksia vaaditaan, mutta samalla myös yritykselle itselleen on yhä tärkeämpää säilyttää tuo rahoituksensa vakuudeksi antama varallisuus liiketoimintaansa varten toimivana kokonaisuutena. Vakuus on siis tämän näkemyksen mukaan luotonottajalle arvokkaampi kuin luotonantajalle.⁶³

ja periaatteessa riskittömään vakuusvelkaan. Ks. Lehtonen 1998, s. 105. Tässä tutkielmassa tarkastellaan asioita yrityksen näkökulmasta avautuvan rahoitusympäristön kokonaisuuden kannalta. Lähtökohtana silloin on, että tärkein tehtävä kovenanteilla on ylipäänsä vakuudettomassa tai vähin vakuuksin tapahtuvassa rahoituksessa.

⁶² Ks. sopimukseen liittyvistä agenttiongelmista esim. Kanninen 1996, s. 101; Määtä 1998, s. 60–61.

⁶³ Ks. esim. Kinnunen 1999, s. 65–68, missä malleista alkuperäisine esittäjineen todetaan hieman tarkemmin. Tässä yhteydessä voidaan myös mainita se rahoituksen teorian havainto vieraan pääoman erityistehtävästä yrityksen toiminnassa, että velan takaisinmaksun turvaamisen tarve luo ensisijaisesti juuri luotonantajalle kannustimen pyrkiä arvioimaan huolellisesti etukäteen rahoituskohteen kannattavuus ja yrityksen riskisyys, ks. Kanninen 1996, s. 102. Vielä kiinnostavammaksi em. havainnon tekee se, että nähdäkseni vakuuden käytön myötä tämä luotonantajalla oleva kannustin turvata ennakoiden saatavansa vaihtuu ainakin osittain pelkäksi

Mainittuja taloudellisia selitystapoja vakuuden käytölle lienee sovellettu jossain määrin myös oikeustieteen parissa, mutta vakuuden rooli ja sen velalliselle luoma motiivi velan takaisinmaksuun selitetään oikeudellisesti yleensä hieman toisin. Vakuuden informoivan tai kannustavan funktion sijaan juridisessa ajattelussa korostuu vakuuden merkitys velkojan oikeusasemaa turvaavana ja velallisen velvoitetta vahvistavana tekijänä. Kysymys on siis erityisesti velkojan luottotappioriskin eliminoimisesta tai ainakin minimoimisesta etukäteisin oikeudellisin järjestelyin. Tavoitteen varmistamiseksi velallisen velvoitetta velan takaisinmaksuun halutaan vielä erityisesti vahvistaa vaatimalla vakuus. Taloustieteelle ominaisen hyöty–haitta-vertailun sijaan oikeustieteen näkökulmasta suoritettussa tarkastelussa nousee esiin vaade–velvollisuus-vastinpari. Vakuuden perustetävän onnistumisen kannalta lienee joka tapauksessa suotuisinta, jos vakuuden antanut velallinen kokee vakuuden sekä velan takaisinmaksuun kannustavana että siihen velvoittavana tekijänä.

Lähtökohtaisesti voidaan sanoa jopa kaikkien vakuuksien sekä niiden komplementtien ja substituuttien olevan perustehtävältään ennakoivia, mutta käytännössä niiden ennakoivuuden asteesta ja luonteesta on löydettävissä suuriakin eroja. Tietynlainen etukäteen toimiminen ja tulevaan varautuminen tulevat siten odotetusti esiin myös vakuuden perusmääritelmissä. Havansi on määritellyt vakuuden seuraavasti:

Vakuudet ovat luotonantajan tms. vakuudensaajan ottaman *varallisuusmenetyksriskin* tehostettuun *eliminointiin pyrkiviä* oikeudellisia *etukäteisjärjestelyjä*, joilla vakuudensaaja velallisen maksukyvyssä ja/tai -halussa ilmenevien komplikaatioiden varalta tai erityisen velallistahon puuttumisen varalta saa häiriötilanteessa joko muuhun henkilötahoon kohdistuvan oikeuden maksunsaantiin taikka erityisesti turvatus oikeuden maksunsaantiin yksilöidystä omaisuusobjektista⁶⁴ (kurs. tässä).

Reaalivakuuden tärkeimmät oikeusvaikutukset ovat suoja (immuneetti) vakuusobjektin omistajanvaihdosten varalta ja korkealuokkainen etuoikeusasema

luotonottajan kannustimeksi maksaa velkansa. Säilyvätkö siis nämä rahoitussuhteen osapuolten vastuuta velvoitteistaan korostavat kannustimet vakuudettomassa, kovenanttijohdattomassa luotonannossa rahoitussuhteen kokonaisuutena palvelevasti paremmin tasapainossa?

⁶⁴ Havansi 1981, s. 276. Myös erillisissä henkilövakuuden ja esinevakuuden määrittelyissä Havansi tuo *expressis verbis* esiin vakuuden käsitteeseen sisältyvän etukäteisyys- eli preventiivisyyshetimitin. Ks. vakuuden käsitteestä laajemmin Havansi 1981, s. 270–277.

(prioriteetti) velkojen maksunsaantijärjestyksessä⁶⁵. Huolimatta näistä tulevaan varautuvista piirteistään vakuus on kuitenkin väistämättä staattinen, olemassa olevaan vakuusvarallisuuteen nojautuva riskienhallintakeino. Pyrkimys tulevaisuuden riskien etukäteiseen eliminointiin rahoitussopimuksen solmimishetken varallisuudella ei tee vakuudesta vielä kovinkaan dynaamista ja aidosti proaktiivista instrumenttia. Vakuuden vastaanottoon ei välttämättä liity velallisen todellisen velanhoitokyvyn ja -tahdon selvittämistä; sen voi jopa ajatella vähentävän rahoittajan selvitysmotiivia. Vakuuden käyttäminen ei lähtökohtaisesti myöskään tarjoa ennen rahoituspäätöstä eikä sen jälkeen mahdollisuutta perustaa tai laajentaa velallisen vastuuta mihinkään potentiaaliseen, tulevaisuudessa suuremmalla tai pienemmällä todennäköisyydellä konkretisoituvaan uuteen yritysvarallisuuteen⁶⁶.

Vakuuden pääsääntöinen perustuminen nykyiseen, todelliseen varallisuuteen on luonnollisesti varallisuusperusteisen luotonannon (*asset-based lending*) vahvuus, mutta juuri siihen liittyy myös sen heikkous, vakuuden arvon riskisyys. Mainittua epäkohtaa pyritään asiantuntevassa vakuuspohjaisessa luotonannossa ennakoimaan riittävin vakuusmarginaalein, mutta sekään ei voi täysin varmistaa reaalivakuuden turvaavaa tehoa tulevaisuuden kriisitilanteissa. Yksipuolinen vakuuksien arvon riittävyys huomiointi ilman rahoitettavan hankkeen menestymismahdollisuuksien arviointia saattaakin laskusuhdanteen aikana aiheuttaa eräänlaisen kumuloituvan vakuusvajeen, jos esimerkiksi samalla toimialalla useiden yritysten taloudellinen suorituskyky laskee merkittävästi yhtä aikaa. Mikäli myös yritysten velanhoitokyky heikkenee ratkaisevasti, usealla luotonantajilla saattaa aktualisoitua tarve realisoida yritysluottojen vakuuksia samanaikaisesti, mikä puolestaan markkinoiden yleisten lainalaisuuksien mukaisesti varsin todennäköisesti johtaa vakuuksien arvon laskuun, jopa romah-

⁶⁵ Havansi 1994, s. 139.

⁶⁶ Lisävakuutena käytettävän yritys kiinnityksen piiriin kuuluu kiinnitystä vahvistettaessa elinkeinonharjoittajan omistaman omaisuuden lisäksi myös potentiaalinen eli elinkeinonharjoittajan myöhemmin saama kiinnityskelpoinen omaisuus (YrKiinL 5.1 §), mutta tämän vakuusmuodon rajoittuminen irtaimien omaisuuteen vähentää sen merkitystä yritysrahoituksen riskienhallintakeinona. Yrityksen tulevaan varallisuuteen liittyvä oma kysymyksensä on myös yksilöidysti pantatun vakuusvarallisuuden arvonnousu, mikä voi esimerkiksi teollisoikeuksia vakuuksina hyödynnettäessä merkitä huomattavaakin vakuusarvon vahvistumista, mutta tällöinkin vakuudenhaltijan saatavan turvana on ainoastaan sama yksilöity vakuusobjekti. Ks. lisää teollisoikeuksista vakuuksina Tuominen 2001.

dukseen.⁶⁷ Tällaiset kollektiiviset kokemukset ovat erityisesti olleet muuttamassa rahoituslaitosten luotonantostrategiaa ja vakuuskäytäntöä menneeseen katsovasta vakuuskeskeisestä ajattelumallista ja tasepohjaisesta yritysrahoituksesta kohti tulevaisuuden näkymiä painottavaa ja yrityksen todellisia kilpailuetutekijöitä ja ydinkyvykkyyksiä arvostavaa kassavirtapohjaista luotonantoa (*cash flow lending*), jossa kovenanteilla on tärkeä sijansa⁶⁸.

Terveen rahoituksen tiedetään edellyttävän terveitä vakuuksia. Edellä todettujen reaalivakuuksiin liittyvien haasteiden ohella voidaan vertailevasti kysyä, kuinka terveenä vakuutena erityisesti yritysrahoituksen puitteissa voidaan perusteiltaan pitää henkilövakuutta eli takausta nimenomaan kovenanttien perusajatukseen nähden. Takauksen myötä velallisen tueksi velkavastuuta kantamaan tulee *tertius* eli kolmas henkilö lähtökohtaisesti koko omaisuudellaan, mikä käytännössä tarkoittaa myös selkeää – olkoonkin, että vain osittaista – rahoittajan luottoriskin siirtoa rahoitussuhteen ulkopuoliselle taholle⁶⁹. Tämä tapahtuu kuitenkin ilman minkäänlaista omavelkaisesta takauksesta ja solidaarisesta vastuusta seuraavaa riskihyvitystä mainitulle kolmannelle henkilölle kummaltakaan rahoitussuhteen osapuolelta. Voidaanko kovenanttien toimintaperiaatetta siis pitää liiketaloudellisesti ja myös eettisesti tietyssä määrin terveempänä ja tavoiteltavampana, jos se ei lupaa rahoittajalle riskin vakuudeksi kolmannen varallisuutta eikä

⁶⁷ Tammi-Salminen 2001, s. 35, alav. 4, missä viitataan esimerkkinä pankkien luottotappioihin 1990-luvun alussa. Aihepiiriä tutkittiin viime vuosikymmenen kuluessa paljon, mutta pankkikriisille ei ole löytynyt aivan yhteneväisiä selityksiä, ks. esim. Halme 1999; Huhtamäki 1993.

⁶⁸ Tämä rahoitettavan hankkeen kannattavuutta ja asiakkaan velanhoitokykyä korostava periaate siippi todetaan myös Rahoitustarkastuksen yleisohjeessa luottoriskien hallinnan yleisiin periaatteisiin kuuluvaksi luotonannon lähtökohdaksi, ks. RATA 105.13, s. 2. Saman asian totesi Havansi 1980-luvun alussa: ”Tavataankin nykyisin korostaa, että luottoa ei pidä antaa hyvien vakuuksien takia, vaan sen takia, että vakuuksiin ei tässä ilmeisestikään tule tarvetta turvautua”, ks. Havansi 1981, s. 191. Yleisempänä kysyntätekijänä kassavirtapohjaiselle vakuudettomalle luotonannolle on nykyisin nähtävissä yritysvarallisuuden muutostrendi esinevarallisuudesta immateriaaliseen varallisuuteen, jonka varaan kestävä yritysrahoitussuhde myös voidaan onnistuneesti rakentaa, mutta se edellyttää uudenlaista lähestymistapaa ja uusia toimintamalleja.

⁶⁹ Lainsäädännön ja hyvän pankkitavan asettamissa rajoissa tapahtuva kolmannen henkilön vapaaehtoinen sitoutuminen velkavastuuseen on taloudellisia riskejä ottavan yritystoiminnan rahoituksen puitteissakin lähtökohtaisesti osapuolten tahdonvarainen asia. Oikeudellisesti kyseenalaista ja moraalisesti arveluttaa luottotustoimintaa on kuitenkin se, jos luotonantaja hyväksyy käyttötarkoitukseltaan liiketoimintaa varten myönnetyn luoton takaajiksi henkilöitä, joilla ei ole luotonantohetkellä mitään vakuudeksi kelpaavaa varallisuutta eikä liioin esimerkiksi ammatitutkimuksen kautta varmistettua kohtuullista tulonhankintakykyä tulevaisuudessa. Tällaistakin kuitenkin tapahtui Suomessa 1980-luvun lopun luottoekspansiossa, eikä kaikkia tällaisia tapauksia ole syystä tai toisesta edes haastettu yleisten tuomioistuinten laillisuuskontrollin alle. Kohtuuttomien takausjärjestelyiden sijaan luotonantajien tulisi luottoharkinnassaan pyrkiä avoimesti kassavirtapohjaiseen rahoitukseen niiden yritysten kanssa, joiden taloudelliseen suorituskykyyn ne luottavat, ja torjua suoremmin ne yritykset, joiden velanhoitokykyä koskeva epävarmuus tuo luotonantajalle liian suuren luottoriskin.

omastaankaan muuta kuin sen, mitä yrityksellä kulloisellakin tarkasteluhetkellä sen toiminnan tuloksen ja taloudellisen aseman perusteella on? Kovenantteja käyttäen ei siis pääsääntöisesti siirretä kenellekään kolmannelle taholle rahoitettavalle kuuluvaa velkavastuuta eikä myöskään rahoittajalle korkokompensaat-
tion ja muiden liiketaloudellisten perusteiden nojalla kuuluvaa luottoriskiä⁷⁰.

Edellä esitettyjen perinteisiä vakuusmuotoja koskevien vertailevien näkökohtien lisäksi on syytä arvioida myös niitä kovenantteihin itseensä suoraan liittyviä en-
nakoivuuden tunnuspiirteitä, jotka vaikuttavat kovenanttien kilpailukykyisyyteen
yritysrahoitussuhteen riskienhallintakeinona modernissa rahoitusympäristössä.

Erään lähtökohtaisen tavan ennakoivuuden hahmotukseen tarjoaa kieli ja sen implikaatiot. Kovenantin toiminnallista luonnetta ja oikeudellista ole-
mista lingvistisesti lähestyttäessä voidaan ensinnäkin havaita, että tämän
anglosaksisen käsitteen ja oikeudellisen siirrännäisen etymologiset juuret
löytyvät latinan kielestä. *Kovenantti*-sanana pidetään latinan
verbiä *convenire*⁷¹. Se voidaan suomentaa muun muassa merkityksessä
'kokoontua', 'kohdata', 'sopia', 'soveltua', 'pitää yhtä'⁷². Nämä historialli-
sen kantasanan eri merkitysvivahteet kuvaavat myös moderniin rahoitus-
sopimukseen liitetyn kovenantin tarkoitusta ja tehtäviä.

Kovenantin perusidea avaa osuvasti myös pelkkä *con*-etuliite, joka esiin-
tyy useissa latinan verbeissä kuvaamassa yhteistä toimintaa ja yhteen-
kuuluvuutta sekä joskus erityisesti vahvistamassa kantasanan merkitys-
tä⁷³. Verbin loppuosa *venire* esiintyy latinassa myös itsenäisenä sanana
merkityksessä 'tulla', 'saapua', 'joutua johonkin'⁷⁴. *Convenire*-verbin lähi-
ilmaisuista, joilla voidaan katsoa olevan tässä yhteydessä tiettyä rele-
vanssia ja oikeudellista kiinnostavuutta, voidaan mainita erityisesti *con-*
venientia ('yhtäpitävyys', 'yhdennukaisuus', 'sopusointu'), *conventio* ja
conventum ('sopimus', 'välipuhe', 'liitto') sekä *conventus* ('kokoontumi-
nen', 'kokous', 'käräjät')⁷⁵.

Kovenanttien toiminnallista tarkoitusta ja tavoitetta ilmentävät hyvin myös ne
lukuisat kielelliset ilmaisut, joita suomen kielessä eri kovenanttien yhteydessä
käytetään. Keskeiseksi yleistavoitteeksi ja eri kovenanttityyppejä yhdistäväksi

⁷⁰ Kovenanttien eräänlaisena lähi-ilmiönä tietynasteista kolmannen tahon sitoutumista velallisen
vastuisiin edustaa erilaiset tukikirjeet (*letter of comfort, letter of support, letter of awareness,*
letter of responsibility), joissa yritys tarjoaa takauksen sijasta luoton vakuudeksi emoyhtiönsä
antamaa asiakirjaa, joka sisältää yleensä selonteon antajansa ja luottoa pyytäneen yrityksen
suhteesta sekä jonkinasteisen vakuutuksen siitä, että asiakirjan antaja emoyhtiönä pyrkii vaikut-
tamaan siihen, että tytäryhtiö pystyy maksamaan kyseisen velan takaisin. Ks. esim. Hemmo
2001a, s. 332; Kärävä et al. 1998, s. 374.

⁷¹ Webster's Dictionary 1996, s. 335. Tästä verbistä käytetään sanakirjoissa joskus myös muo-
toa *convenio*.

⁷² Pitkärananta 2001, s. 409; Streng 1997, s. 166.

⁷³ Pekkanen 1999, s. 94.

⁷⁴ Pitkärananta 2001, s. 581.

⁷⁵ Pitkärananta 2001, s. 409–410; Streng 1997, s. 166.

tekijäksi niissä nousee pyrkimys vaikuttaa jollain tietyllä myönteisellä tavalla rahoitussuhteen onnistumiseen *ex ante*. Yleistasolla luettelomaisesti todeten näillä erityisehdoilla pyritään muun muassa varmistamaan, vahvistamaan, mahdollistamaan, edistämään, tehostamaan, säilyttämään, suojaamaan, turvaamaan, kontrolloimaan, hallitsemaan, ehkäisemään tai torjumaan jotain ennakoitua⁷⁶. Proaktiivisuus voidaan pukea kovenanttien yhteydessä siis varsin moneen funktionaaliseen verbaaliasuun.

Kielen kautta hahmottuvan kovenanttien ennakoivan yleisluonteen havainnoimisen jälkeen keskeinen sisällöllinen kysymys onkin se, mitä näillä rahoitussopimuksen erityisehdoilla tarkemmin ottaen pyritään ennakoimaan ja minkä suhteen erityisesti halutaan olla proaktiivisia. Yritysrahoituksessa käytettävillä kovenanteilla on pääsääntöisesti tavoitteena ennakoida yrityksen toiminnassa ja toimintaympäristössä tapahtuvaa muutosta ja erityisesti negatiivisten muutosten eli riskien realisoitumista. Tämän lisäksi kovenantit voidaan ladata ennakoimaan positiivista muutosta eli odotettua suotuisampaa kehitystä, jolloin voidaan puhua jo kaksisuuntaisesta tai -puolisesta erityisehdosta. Ylipäänsä kysymys on siis proaktiivisuuden oppien mukaisesti edellytysten luomisesta tai ainakin eräänlaisen kehityksen rakentamista yritystoiminnan toivotuille tuloksille.

Tammi-Salminen on tarkastellut *negative pledge* -lausekkeiden sivullissitovuutta käsittelevässä tutkimuksessaan kovenanttien tarkoitusta ja toimintamekanismia luottosopimuksen erityisehtoina. Lähtökohdaksi hän toteaa sen mielestäni merkittävän eron, joka kovenanteilla tietyistä funktionaalisista yhtäläisyyksistä huolimatta on vakuuksiin nähden: ”erityisehtojen tarkoituksena on – – *turvata luotonantajien velanmaksukyky*”⁷⁷ (kurs. Tammi-Salminen). Niiden ensisijaisena tehtävänä on siis nimenomaan rahoitettavan taloudellisen vastuukyvyn turvaaminen, ja tämän tehtävän tärkeimpänä tarkoituksena on puolestaan rahoittajan saamisen turvaaminen. Tällaista varhaista vaikuttamista korostavaa lähestymistapaa rahoitussuhteen hoitoon ja hallintaan voidaan perustellusti pitää perintei-

⁷⁶ Ks. esim. Havansi 1981, s. 291; Levo 1985, s. 68; Tammi-Salminen 2001, s. 40–42. Tässä yhteydessä on odotetusti havaittavissa, että eri kirjoittajien näkemykset ja ilmaisut kovenanttien tarkoituksesta ja tavoitteista eroavat hieman toisistaan.

⁷⁷ Tammi-Salminen 2001, s. 40. Samankaltaista näkemystä kovenanttien ensisijaisesta tehtävästä luotonottajan velanhoidon turvana on kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa tuotu esille jo aiemminkin, ks. esim. Levo 1985, s. 68.

sestä vakuuskeskeisestä ja reaktiivisesta luottohallinnosta poikkeavana: selkeästi proaktiivisena, ennakoivana.

Tammi-Salminen näkee erityisehtojen tarkoituksen kolmiportaisena. Kovenanttien asteittain voimistuvan vaikuttavuuden yhteydessä on pitkälti kyse juuri ennakkoinnin aikaperspektiivistä ja luonteesta. Lähtökohtana on, että kovenanteilla pyritään ennen kaikkea (i) varmistamaan luotonottajan liiketoimien säilyminen terveenä, jotta luoton takaisinmaksuun liittyvä luotonantajan riski ei koskaan edes realisoituisi. Mikäli tämä riski mainituista ensitason toimista huolimatta on kuitenkin jostain syystä vaarassa toteutua, erityisehdot mahdollistavat sen, että (ii) luotonantaja saa riskistä tiedon niin hyvissä ajoin, että epäkohtaan on vielä mahdollista tuloksetta tulla. Jos luotonantajan riski velan takaisinmaksun osalta näistä varhaisemmista ennakkointimenetelmistä huolimatta toteutuu, erityisehdoilla pyritään viime kädessä (iii) turvaamaan saatavan suoritus velkojalle.⁷⁸

Kovenanttien perusideaan kuuluu siis vaikuttaa ennalta vakauttavasti ja vahvistavasti rahoitettavan toimintaan ja siten ehkäistä ennalta siinä tapahtuvia rahoitussuhteen kannalta kielteisiä muutoksia tai ainakin saada näistä muutoksista tietoa niin ajoissa, että toissijaiset toimenpidevaihtoehdot ovat vielä mahdollisia. Rahoitussuhteen häiriötilanteessakaan ei näin ollen välittömänä ja ensisijaisena seurauksena ole rahoitussuhteen päätyminen saati tuomioistuinprosessi, vaan ennakoivan signaalin antava kovenantti osoittaa yleensä osapuolille velvoitteen ennen vakavampien ongelmien ja seurausten eskaloitumista vielä neuvotella ja sopia tehokkaista parannuskeinoista ja parhaista ratkaisuista juuri kyseisissä tilanteissa. Kovenanttien vahvistavana vaikutuksena voidaan nähdä ylipäänsä suotuisan lähtökohdan luomista sille, että yritys saa tarvitsemaansa rahoitusta niukoillakin vakuuksilla tai jopa vakuudetta. Kovenanttien mahdollistavaan ja vakauttavaan perustehtävään voidaan lukea rahoituksen saatavuuden helpotumisen ohella rahoituksen hinnan ja maturiteetin sopiminen kovenanttipohjaisesti yrityksen liiketoiminnan menestymismahdollisuuksia tukeviksi⁷⁹. Kovenant-

⁷⁸ Tammi-Salminen 2001, s. 40.

⁷⁹ Luoton marginaalialueella voidaan kovenanttipohjaisessa luototuksessa käyttää yrityksen valintoja ja toimintaa ohjaavana insentiivinä parhaimmillaan kahteen otteeseen; toisaalta jo rahoitusneuvottelujen yhteydessä kovenanteja asetettaessa ja lisäksi kaksisuuntaisissa tunnuslukukovenanteissa luottosuhteen hallintovaiheessa.

tien ennakoivuus luodaan pitkälti juuri niiden tapauskohtaisella suunnittelulla yrityksen rahoitusratkaisua räätälöitäessä. Rahoitusneuvottelujen myötä rahoitussuhteen osapuolten yhdessä tai erikseen muokkaamat ja lopulta yhteisesti hyväksymät erityisehdot dokumentoidaan osaksi solmittavaa rahoitussopimuskokonaisuutta. Kovenantteihin ladatun ennakoivuuden vaikuttavuus ja proaktiivisten mekanismien toimivuus käytännössä selviää rahoitussuhteen hallintovaiheessa.

3.2 Kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen suunnittelu sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta

3.2.1 Sopimuksellisen riskienhallinnan teoria ja toimintamallit

Kovenanttien käytön tarkoitus on rahoitussuhteen onnistumisen turvaaminen. Ennakoivan juridiikan näkökulmasta kiinnostavaksi kysymykseni tässä aihepiirissä nousee lisäksi se, kuinka turvataan itse kovenanttien käytön onnistuminen – onhan se ilmeinen edellytys myös itse kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen onnistumiselle. Nähdäkseni ennakoiva oikeusajattelu pystyy luomaan parhaiten lisäarvoa kovenanttien käytölle siten, että kovenantteja ei nähdä ja käytetä pelkästään vakuudellisena vaihtoehtona vaan kokonaisvaltaisesti ennakoivana mahdollisuutena varmistaa rahoitusprosessin sujuvuus ja keinona toteuttaa rahoitussuhteen riskienhallinta kaikkien osapuolten kannalta tuloksekkaasti. On varsin perusteltua asettaa myös yrityksen puolelta selkeitä odotuksia ja vaatimuksia kovenanttien käytölle rahoitustransaktion riskienhallintavälineenä.

Sen lisäksi, että kovenantit *eo ipse*, itsessään, ovat edellä todetulla tavalla toimintaperiaatteeltaan proaktiivisia instrumentteja ja ennakoivia sopimuslausekeita, myös niiden valintaa ja asettamista rahoitussopimukseen sekä kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen solmimista liiketoimena voidaan tarkastella ennakoivasta näkökulmasta. Asiakokonaisuutta katsotaan tällöin hieman yleisemmältä tasolta ja laajemmasta perspektiivistä. Kovenanttien eräänlainen metatason tarkastelu on perusteltua siksi, että myös kovenanttien käyttöön liittyy yrityksen liiketoiminnan ja rahoituksen järjestämisen kannalta riskejä. Riskienhallintavälineiden käyttöön ja toimintakykyyn liittyvät riskit ovat yleensä kuitenkin

hieman toisenlaisia kuin ne riskit, joita riskienhallintavälineillä itsessään välittömästi pyritään torjumaan. Tällainen on tilanne myös kovenanttien käytön kohdalla, erityisesti niiden käyttöä rahoitettavan yrityksen näkökulmasta tarkasteltaessa.

Keskitalo on esittänyt teorian sopimuksellisesta riskienhallinnasta ja kaksi siihen perustuvaa teoreettista toimintamallia ennakoivan sopimustoiminnan integroimiseksi yrityksen liiketoiminnan systemaattiseen hallintaan. Strateginen sopimuksellinen riskienhallinta on kehitetty yrityksen sopimustoiminnan järjestelmällistä johtamista ja kehittämistä varten ja operatiivinen sopimuksellinen riskienhallinta puolestaan yksittäisen transaktion suunnittelun ja hallinnoinnin tarpeisiin.⁸⁰ Keskitalon esitys tarjoaa hyvän tarkastelukehyksen ja kokonaisvaltaisen riskienhallintamallin myös yrityksen rahoitustransaktion ja sen alitransaktioiden hallintaan. Se tarjoaa mahdollisuuden tarkastella kovenanteja edellä kuvatulla tavoin kahdesta näkökulmasta, toisaalta sopimuksellisen riskienhallinnan keinona ja toisaalta sen kohteena.

Seuraavassa käydään ensin tiivistetysti läpi sopimuksellisen riskienhallinnan lähtökohdat. Jäljempänä tätä riskienhallinnan prosessimaista mallia sovelletaan tässä tutkielmassa tarkasteltavaan kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluvaiheeseen siten, että Keskitalon esittämän teorian eri osien käsittely integroidaan niiden optimaalisimpaan soveltamiskohtaan tässä erityiskontekstissa. Niinpä kovenanttipohjaiseen rahoitussuhteeseen liittyvien riskien tunnistamista ja arviointia käsitellään tämän luvun seuraavissa alajaksoissa erityisesti suunnitteluvaiheeseen liittyvinä kysymyksinä. Rahoitussuhteen riskien sopimuksellista käsittelyä eli riskienhallinnan kovenanttimuotoista instrumentointia puolestaan tarkastellaan neuvotteluvaiheen puitteissa (alaluku 4.2). Riskienhallinnan seuranta ja kehittämistä kovenanttipohjaisessa rahoitusprosessissa ei tämän tutkielman puitteissa voida varsinaisesti käsitellä, sillä ne kytkeytyvät sopimussuhteessa kronologisesti myöhempiin hallintovaiheeseen ja päättymisvaiheeseen.

Keskitalon lähtökohtana ennakoivan näkökulman hyödyntämiseen yrityksen sopimustoiminnassa on se, että sen kautta voidaan merkittävästi parantaa yri-

⁸⁰ Keskitalo 2002, s. 241.

tyksen liiketoiminnan laatua ja kilpailukykyä. Ennakoivan näkökulman omaksuminen yrityksen liiketoimintaan edellyttää kuitenkin toimintamallin hahmottamista ennakoivalle sopimustoiminnalle. Sopimuksellinen riskienhallinnan rooli yrityksen liiketoiminnassa hahmottuu Keskitalon mukaan osana yrityksen juridista riskienhallintaa, joka puolestaan on osa yrityksen yleistä riskienhallintaa.⁸¹

Ensi näkemältä sopimuksellisen riskienhallinnan rooli yrityksen liiketoiminnassa saattaa vaikuttaa melko eriytyneeltä ja jopa irralliselta. Käytännössä sopimuksellisen riskienhallinnan mahdollisuudet ovat kuitenkin moniulotteisempia, liiketoimintaa horisontaalisesti läpileikkaavia. Tätä näkemystä on omiaan vahvistamaan yrityksen hahmottaminen eri eturyhmiä yhdistävinä sopimussuhteina eli sopimustenomaisten suhteiden verkkona. Keskitalon mielestä sopimuksellisen riskienhallinnan tavoitteet eivät kuitenkaan rajoitu vain sopimustoiminnan juridisten riskien hallintaan, vaan myös muiden liiketoiminnan riskien hallintaan nimenomaan sopimussuunnittelun ja -hallinnoinnin keinoin⁸².

Sopimuksellista riskienhallintaa voidaan siis hyödyntää läpäisyperiaatteella yli yrityksen liiketoimintakentän ja kaikkia yrityksen toimintoja koskevana mahdollisuutena. Tämä edellyttää kuitenkin toimivaa vuorovaikutusta ja jatkuvaa kommunikaatiota sekä juridisen riskienhallinnan muiden osa-alueiden kanssa että yrityksen johdon ja yleisestä riskienhallinnasta vastaavien kanssa. Yhteisen kielen riskienhallinnan jatkuvalla dialogilla tarjoaa juuri sopimuksellinen riskienhallinta. Jatkuva kommunikaatio on Keskitalon mukaan erityisen tärkeää siksi, että yrityksen eri toimintojen kohteet ja tavoitteet ovat varsin erilaiset: siinä missä liikkeenjohdon tavoitteet tähtäävät liiketoiminnan mahdollisuuksien maksimointiin, riskienhallinnan kohteena on näiden mahdollisuuksien kautta saadun tuoton turvaaminen. Liikkeenjohto asettaa joka tapauksessa raamit sekä yleisen että juridisen riskienhallinnan päätöksille ja proseduureille.⁸³

Keskitalon esittämä teoria sopimuksellisesta riskienhallinnasta koostuu seuraavista, edellä joiltain osin jo todetuista vaiheista:

⁸¹ Keskitalo 2002, s. 241, 243–244.

⁸² Keskitalo 2002, s. 244.

⁸³ Keskitalo 2002, s. 244.

- 1) sopimuksellisen riskienhallinnan tavoitteiden tunnistaminen
- 2) riskien tunnistaminen
- 3) riskien arviointi
- 4) riskien sopimuksellinen käsittely
- 5) sopimuksellisen riskienhallinnan seuranta ja kehittäminen
- 6) liiketoiminnan ja riskienhallinnan strategioiden kehittäminen⁸⁴.

Strategisessa sopimuksellisessa riskienhallinnassa teoriaa käytetään kehyksenä sopimustoiminnan johtamiseen sekä käytännön sopimustoiminnasta vastaavien perusosaamisen kehittämiseen. Tällöin toteuttavassa toimintaketjussa ovat mukana kaikki edellä mainitut vaiheet. Operatiivisessa sopimuksellisessa riskienhallinnassa puolestaan hyödynnetään teorian edellä mainittuja vaiheita 1–5. Ne soveltuvat siis yksittäisen transaktion suunnittelussa kehykseksi transaktioon sisältyvien yksittäisten riskien hallinnalle käytännön sopimustoiminnan avulla. Painopiste on tällöin näiden yksittäisten riskien tunnistamisessa, arvioinnissa ja sopimuksellisessa käsittelyssä.⁸⁵

Strategisen sopimuksellisen riskienhallinnan ensimmäisessä vaiheessa eli tavoitteiden tunnistamisessa korostuu liiketoiminnan ja sen strategioiden merkitys yrityksen sopimussuunnittelun ja -hallinnoinnin tavoitteiden perustana. Yrityksen sopimuksellisen riskienhallinnan strategian tulisi omalta taholtaan määrittää lähtökohtaiset ratkaisut ainakin yrityksen transaktioiden hallintamekanismeihin, niitä toteuttaviin sopimusinstrumentteihin ja yrityksen sopimustoiminnassaan ensisijaisesti tavoittelemiin oikeusnormistoihin. Yrityksen sopimustoiminnan operatiivisesta näkökulmasta sopimuksellisen riskienhallinnan tavoitteiden tunnistaminen puolestaan suuntautuu nimenomaan yksittäiselle transaktiolle asetettujen päämäärien sisäistämiseen. Erityisesti yrityksen sopimustoiminnasta vastaavien on kuitenkin aina oltava perillä myös yrityksen liiketoiminnasta, toimintaympäristöstä sekä liiketoiminnan ja riskienhallinnan strategioista, sillä ne toimivat yrityksen sopimussuunnittelun ja -hallinnoinnin tavoitteiden perustana.⁸⁶

3.2.2 Riskien tunnistaminen

⁸⁴ Keskitalo 2002, s. 242.

⁸⁵ Keskitalo 2002, s. 242–243.

Operatiivisen sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta riskien tunnistaminen koostuu Keskitalon mallin mukaan kolmesta vaiheesta:

- 1) transaktion yleisten riskien tunnistaminen
- 2) transaktiota sääntelevien juridisten normien tunnistaminen
- 3) juridisten normien luomien riskien tunnistaminen.

Transaktion yleisten riskien osalta voidaan erotella seuraavat riskit:

- a) transaktion eri osasten eli alitransaktioiden koordinointiin liittyvät riskit
- b) alitransaktion eri osien koordinointiin liittyvät riskit
- c) alitransaktioon itsessään liittyvät yksittäiset riskit.⁸⁷

Myös yrityksen rahoitussuhteen ja kovenanttien käytön suunnittelussa voidaan siis pyrkiä hyödyntämään sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallia. Lähtökohtana riskien tunnistamiselle operatiivisen sopimustoiminnan puitteissa ovat Keskitalon mukaan ensisijaisesti valmisteltavaa transaktiota koskevat suunnitelmat ja toissijaisesti käynnistymässä olevaan transaktioon liittyvät tarjous- tai tarjouspyyntöasiakirjat liitteineen⁸⁸. Kovenanttipohjaisen rahoitustransaktion alitransaktiolla voidaan nähdäkseni tarkoittaa rahoitusjärjestelyn sopimuskokonaisuuden eri osia joko konkreettisenä erillisenä sopimusasiakirjana tai tietynlaisena toiminnallisena kokonaisuutena, jonka osat voivat sijoittua jopa eri asiakirjoihin. Kovenantit eivät yleensä typografisesti eroa merkittävästi muista rahoitusehdoista, ja niiden ulkoinen sijoittuminen rahoituksen sopimuskokonaisuuteen

⁸⁶ Keskitalo 2002, s. 245–246, 268.

⁸⁷ Keskitalo 2002, s. 246–247.

⁸⁸ Keskitalo 2002, s. 243. Viimeksi mainituilla asiakirjoilla voitaneen rahoitustransaktion yhteydessä tarkoittaa ylipäänsä erilaisia rahoitusneuvotteluihin liittyviä asiakirjoja liitteineen. Kovenanttien käyttöä suunnitellessaan yritys raportoi liiketoimintaansa liittyvistä riskeistään rahoittajalle käytännössä liiketoimintasuunnitelmassaan, jossa ne esitetään mahdollisia tulevaisuuden olosuhteita kuvaavien erilaisten skenaarioiden muodossa. Yleensä käytetään kolmea eri skenaariota, jolloin todennäköisimmän perustapauksen ohella esitetään riskien suhteen pahin tilanne ja paras tilanne. Vaihtoehtoiset skenaariot auttavat rahoitettavaa ja rahoittajaa näkemään liiketoiminnan mahdolliset kehityssuunnat ja rahoitustarpeen eri tilanteissa. Riskien perusteellinen ja avoin – mutta ei tietenkään liian pessimistinen – tarkastelu vahvistaa rahoittajien luottamusta yritykseen. Ks. McKinsey 2000, s. 123–127.

vaihtelee eri rahoitusjärjestelyissä⁸⁹. Kovenanttien muodostamaa toiminnallista kokonaisuutta, kovenanttipakettia, voidaan siis arvioida Keskitalon mallin pohjalta eräänä rahoitustransaktion alitransaktiona. Näin ollen eri kovenanttityyppejä voidaan puolestaan tarkastella tuon alitransaktion osina.⁹⁰

Kovenantteihin rahoitustransaktion alitransaktiona tai alitransaktion osina liittyvien koordinoitiriskien nimeäminen ei ole mielekästä ilman konkreettisen rahoitusjärjestelyn ja siihen sisältyvien kovenanttien muodostamaa sopimuskokonaisuutta. Tällaiset riskit vaihtelevat myös hieman eri rahoitusmuotoja koskevissa rahoituskäytännöissä. Tässä voidaankin lähinnä yleisluonteisesti korostaa koordinoitiriskien tunnistamisen tärkeyttä myös kovenanttien käytön yhteydessä. Alitransaktioihin liittyvien yksittäisten riskien osalta Keskitalo nimeää eräitä keskeisimpiä riskejä. Kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen sopimuksellisen riskienhallinnan kannalta merkityksellisinä voidaan pitää neuvotteluriskiä, informaatio-riskiä, suoritukseen liittyviä riskejä, muuttuvien olosuhteiden riskiä ja sopimuskiistojen riskiä.⁹¹

Rahoitustransaktion riskien tunnistamisen seuraava vaihe on transaktiota sääntelevien juridisten normien tunnistaminen. Keskitalo jakaa juridiset normit oikeusnormeihin ja sopimusnormeihin. Juridisten normien ohella on olemassa muitakin normeja, kuten moraalinormeja, mutta niiden varaan ei yrityksen riskienhallinnassa voida Keskitalon mukaan paljon rakentaa. Myös kovenanttien perustana toimiva sopimusvapaus mahdollistaa suuressa määrin oikeusnormeihin perustuvan riskienjaon muuttamisen sopimusnormein. Sopimuskumppanit eivät kuitenkaan pääsääntöisesti kykene disponoimaan rahoitussopimuksessaan kaikista tulevaisuuden tiloista, vaan sopimus jää lähes väistämättä epätäydelliseksi⁹². Tällöin oikeusnormit tulevat oletusnormeina ainakin jossain määrin osaksi sopimusta säänteleviä juridisia normeja.⁹³

⁸⁹ Ks. esim. Hemmo 2001a, s. 326; Tammi-Salminen 2001, s. 38.

⁹⁰ Keskitalo 2002, s. 246–247. Mainittuja kovenanttipohjaiseen rahoitustransaktioon liittyviä yksittäisiä riskejä käsitellään tässä tutkielmassa tietyn osin tarkemmin niitä koskevissa asiayhteyksissä.

⁹¹ Keskitalo 2002, s. 248.

⁹² Sopimuksen täydellisyyttä arvioitaessa on kuitenkin tärkeää muistaa myös se, että sopimusnormeihin voidaan lukea varsinaisen sopimusasiakirjan ehtojen lisäksi myös muissa sopimukseen liittyvissä asiakirjoissa olevat ehdot. Myös ne tulee siis lähtökohtaisesti priorisoida dispositiivisiin oikeusnormeihin nähden. Ks. epätäydellisestä sopimuksesta esim. Määttä 1998. Annola on väitöskirjassaan tarkastellut nimenomaan dynaamista sopimusta, joka täydentyy ajan myötä

Yksilöllisten sopimusnormien ohella on tärkeää rahoitustransaktionkin yhteydessä huomioida mahdolliset yleiset sopimusnormit. Tällaisena normistona rahoitustoiminnan parissa voidaan pitää muun muassa hyvää pankkitapaa ja rahoitusalan vakiosopimusehtoja⁹⁴. Yhdessä kaikki edellä mainitut erilaiset normit muodostavat sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta palapelimäisen kokonaisuuden⁹⁵, jonka kaikkien osien yksityiskohtainen tuntemus on edellytyksenä rahoitus sopimuksen riskien ja riskienjaon oletusarvojen tunnistamiselle.⁹⁶

Riskien tunnistamisen viimeisenä vaiheena Keskitalon esittämässä mallissa suoritetaan edellä käsiteltyjen juridisten normien luomien riskien tunnistaminen ja niissä säädetyn riskienjaon arvioiminen. Tätä vaihetta voidaankin pitää perustana myöhemmille sopimuksellisen riskienhallinnan vaiheille. Tärkeää on ensinnäkin tarkistaa juridisten normien mukainen transaktion yksittäisten riskien allokointi. Lisäksi tässä yhteydessä arvioidaan transaktioon liittyvien ja sopimussuhteeseen sidottujen investointien suojaus sekä juridisten normien antama suoja sopimuskumppanin opportunistista käyttäytymistä vastaan. Keskitalon mallin mukaan myös mahdolliset oikeus- ja sopimusnormien itsessään luomat riskit tulee tässä vaiheessa pyrkiä tunnistamaan.⁹⁷

Operatiivisen sopimuksellisen riskienhallinnan kannalta huomion tulee keskittyä nimenomaan yksilöllisten sopimusnormien ja niiden luomien riskien ja riskienjaon tunnistamiseen. Oikeusnormien ja yleisten sopimusnormien osalta voidaan operatiivisessa sopimustoiminnassa Keskitalon mukaan rajoittaa nimenomaan aiemmin tunnistamattomien juridisten normien tunnistamiseen.⁹⁸ Kovenanttien

mukautuen toimintaympäristön muutoksiin tai sopimussuhteessa muuten tapahtuneeseen edistymiseen, ks. Annola 2003.

⁹³ Keskitalo 2002, s. 249.

⁹⁴ Vakiosopimusten osalta tilanne on Suomessa rahoitus alalla jakaantunut rahoitusmuotojen suhteen siten, että velkarahoitusta tarjoavat luottolaitokset ovat LLL 83.2 §:n mukaan velvollisia toimittamaan vakioehtoisten sopimusten ehdot Rahoitustarkastuksen kontrolloitavaksi, kun taas esimerkiksi osakerahoitusta tarjoavien pääomasijoittajien käyttämät osakassopimukset jäävät avoimemmin sopimusvapauden ja siis sopimuskumppaneiden oman kontrollin varaan silloinkin kun ne perustuvat pääomasijoittajien keskusjärjestön tarjoamaan osakassopimusmalliin eli alalla varsin yleisesti sovellettaviin sopimusehtoihin.

⁹⁵ Rahoitus suhteen sopimuskokonaisuuden normilähteiden hallinta edellyttääkin, että niiden prioriteetti sovitaan selkeästi *expressis verbis* esimerkiksi osakassopimuksessa.

⁹⁶ Keskitalo 2002, s. 249–250.

⁹⁷ Keskitalo 2002, s. 251.

⁹⁸ Keskitalo 2002, s. 269.

käytön puitteissa nousee väistämättä esiin niiden tuella toteutetun sopimusjärjestelyn oikeudelliseen pätevyys- sekä riskijaon pitävyyteen rahoitussuhteen kriisitilanteessa liittyvä juridinen epävarmuus. Kovenantteja ei ole Suomen lain-säädännössä varsinaisesti säännelty. Kotimaista, nimenomaan kovenantteja käsittelevää oikeuskäytäntöä ei myöskään ole olemassa.⁹⁹ Oikeustilan tietty avoimuus yhdessä kovenanttien perustana olevan sopimusvapauden kanssa luo kovenanttien käytön suunnittelun yhteydessä tarvetta kaikkien muiden käytettävissä olevien oikeuslähteiden hyödyntämiselle ja ennen kaikkea laadukkaalle ennakoivalle sopimustoiminnalle.¹⁰⁰

3.2.3 Riskien arviointi

Riskien arvioinnissa on kysymys riskienhallinnan resurssien priorisoinnista. Tarkoituksena on kohdentaa resurssit merkittävimpien riskien hallintaan. Riskiarviointi tapahtuu riskin todennäköisyyden ja riskin laajuuden arviointiin perustuvan riskialtistuksen määrittelemisen avulla¹⁰¹. Asiassa voitaisiin käyttää hyvinkin tarkkaa luokittelua, mutta Keskitalon mukaan sopimuksellisen riskienhallinnan tarpeisiin voidaan pitää riittävän tarkkana riskialtistuksen matriisia, jossa riskit jaotellaan toisaalta laajuuden ja toisaalta todennäköisyyden perusteella kolmeen luokkaan¹⁰². Näin muodostuvassa matriisissa on yhdeksän erilaista riskin laajuuden ja todennäköisyyden yhdistelmää. Nämä yhdistelmät jaotellaan kolmeen riskialtistuksen asteeseen. Riskienhallinnassa priorisoidaan vakavimman asteen riskit eli kaikkein laajimmat ja todennäköisimmät riskit. Tällaisten merkittävimpien riskien hallinnassa hyödynnetään nimenomaan ennakoivan juridiikan metodeja.¹⁰³

⁹⁹ Sama kotimaisen oikeustilan avoimuus ja epäselvyys koskee usein myös muita oikeuteemme omaksuttuja oikeudellisia siirännäisiä (*legal transplant*). Ks. asiasta erilaisten puolisivien dokumenttien (esimerkiksi *letter of intent*) osalta Hemmo 2001b, s. 57; Lauriala 2001, s. 104.

¹⁰⁰ Kovenanttien käyttöön liittyvien juridisten normien ja niihin liittyvien riskien tunnistamista käsitellään lisää jäljempänä eri yhteyksissä.

¹⁰¹ Riskien arvioinnissa käytetään myös ns. herkkyysanalyysia, jonka tarkoituksena on eritellä yksittäisten riskitekijöiden vaikutusta yrityksen tulokseen tai pääoman tarpeeseen. Se auttaa numeerisilla tuloksillaan selvästi identifioimaan tärkeimmät riskit ja siten keskittymään juuri niiden torjumiseen. Ks. McKinsey 2000, s. 124–125; Pääomasijoitus 2003, s. 19.

¹⁰² Laajuuden suhteen Keskitalo jaottelee riskin mitättömään, suureen ja katastrofaaliseen riskiin. Riskin todennäköisyyden hän määrittelee kolmijaolla epätodennäköinen, todennäköinen ja hyvin todennäköinen riski, ks. Keskitalo 2002, s. 252.

¹⁰³ Keskitalo 2002, s. 252.

Operatiivisen sopimustoiminnan puitteissa riskien arvioinnissa keskitytään suunniteltuun yksittäiseen transaktioon liittyvien yksittäisten riskien arviointiin. Näin riskien arviointi toimii myös yksittäiseen transaktioon käytettävien riskienhallinnan resurssien määrittäjänä. Resurssien kohdentaminen toteutetaan riskialtistuksen, riskienhallinnan kustannusten ja kyseisen transaktion katteen huomioivan arvioinnin pohjalta.¹⁰⁴ Sopimuksellisen riskienhallinnan yhteydessä on siis tärkeää tiedostaa sopimustoiminnan kustannustehokkuus. Se on aiheellista huomioida myös kovenanttipohjaisessa riskienhallinnassa, sillä tarpeettomat kovenantit aiheuttavat ylimääräisiä transaktiokustannuksia rahoitussuhteen molemmille osapuolille sekä niiden käyttöönoton yhteydessä että varsinaisen käytön eli rahoitussuhteen hallintovaiheen aikana. Siksi jo rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa tarvitaan rahoitettavan yrityksenkin taholta tiettyä punnittua perusnäkemystä optimaalisesta kovenanttipaketista.

Kovenanttien käyttökustannusten ohella varsinkin tietyillä tunnuslukukovenantteilla voi olla kaksisuuntaisen kannustinmekanisminsa kautta erityisiä kustannusvaikutuksia yrityksen rahoitukseen. Tällaiset rahoitettavalle insentiiviä luovat kovenantit tuovat yrityksen riskien arviointiin tiettyä erityishaastetta, sillä niihin sisältyy rahoituskustannusten pienenemisen mahdollisuuden ohella yhtäläisesti riski kustannusten kasvusta¹⁰⁵. Huomionarvoista riskienhallinnan näkökulmasta on myös se, että mainitunlainen tunnuslukuperusteinen rahoituskustannusten nousu aktualisoituu yleensä juuri silloin, kun yrityksen taloudellinen suorituskyky on jo muutenkin tavoitetasoaan heikompi.

Keskitalo näkee riskialtistuksen ja riskienhallinnan resurssien määrittämisen ohella riskien arvioinnin toisena tärkeänä tehtävänä operatiivisesta sopimuksellisesta riskienhallinnasta vastaavien henkilöiden työnjaon ohjaamisen. Kyse on riskienhallinnan riittävästä hajauttamisesta ja jalkauttamisesta yrityksen koko henkilöstön vastuulle. Tavoitteena on Keskitalon mukaan, että yrityksen oikeudellinen henkilöstö voi keskittyä strategiseen sopimukselliseen riskienhallintaan sekä merkittävimpien yksittäisten transaktioiden suunnitteluun ja hallinnointiin. Tämä edellyttää riskien arviointivaiheessa sopimustoiminnan tyypillisten ja epä-

¹⁰⁴ Keskitalo 2002, s. 269.

¹⁰⁵ Tunnuslukukovenantissa luottomarginaali voidaan asettaa riippuvaiseksi valitun tuloslaskelma- tai taseperusteisen tunnusluvun kehityksestä ja määritellä luottoehtojen joustorajat kaksi-

tyypillisten riskien hallintatarpeiden erottelua. Tyypillisten riskien hallinnassa ei välttämättä tapauskohtaisesti tarvita juridista erityisosaamista, mikäli operatiivinen sopimuksellinen riskienhallinta on yrityksessä asianmukaisesti organisoitu. Epätyypillisten riskien hallinnassa sen sijaan tarvitaan juristien tietotaitoa.¹⁰⁶

Yrityksen kovenanttipohjaisen rahoitusratkaisun valmistelu voidaan nähdä nimenaan vahvaa juridista tietotaitoa vaativana riskienhallinnan erityiskysymyksenä. Lisäksi kovenanttipohjaisen rahoituksen onnistuminen edellyttää oikeanlaista vastuun ja tehtävien jakoa sekä valmennusta eräille muillekin yritysorganisaation toiminnoille ja henkilöille. Siksi yrityksen taholla on syytä erikseen hahmottaa tällaiseen rahoitussuhteeseen liittyvien tyypillisten ja epätyypillisen toimenpiteiden kokonaisuus sekä siitä aiheutuvat riskienhallinnan tarpeet.

3.3 Tieto ja tiedonhallinta tietointensiivisessä rahoitussuhteessa

Tämän päivän yritykset toimivat osana globaalia tieto- ja verkostoyhteiskuntaa. Tiedon rooli liiketoiminnassa on hyvin keskeinen; sitä voidaan pitää eräänä kriittisenä menestystekijänä. Se on luovuuden ja johtamisen ohella yksi niistä rajallisista immateriaalisista resursseista, jotka tulevat tulevaisuudessa entistä selkeämmin olemaan yritysten kilpailukykytekijöitä perinteisten aineellisten resursien sijaan. Tiedon nähdään olevan nykyisessä yhteiskuntamallissa se kokoava voimavara, jonka ympärille muut tuotannontekijät ryhtymättä. Muutos lokaalisti virittyneen teollisen yhteiskunnan asetelmiin ja yritystoiminnan kulmakiviin nähdä on ollut siten suuri.¹⁰⁷ Onkin todettu, että tiedosta muodostui 1990-luvulla yritysten kehittämisen tärkein tekijä, minkä johdosta myös aihetta käsittelevän tutkimuksen määrä on kasvanut huomattavasti¹⁰⁸.

3.3.1 Tiedon ja tietämyksen lähtökohdat

suuntaisesti, jolloin esimerkiksi yrityksen velkaantumistasen laskiessa marginaali alenee ennalta sovitun määrän ja *vice versa*, ks. esim. Kovenanttiryhmä 1996, s. 25.

¹⁰⁶ Keskitalo 2002, s. 269–270.

¹⁰⁷ Ks. Aaltonen – Mutanen 2001, s. 6; Aaltonen – Wilenius 2002, s. 153; Pirnes 2002, s. 69.

¹⁰⁸ Karlöf et al. 2003, s. 51.

Tiedon merkitys tietoa ja osaamista hyödyntävässä toiminnassa, kuten liiketoiminnassa, kytkeytyy sen jalostusarvoon ja hierarkkiseen statukseen. Tällöin tietoa voidaan kuvata viisiportaisella asteikolla, jonka ensimmäisellä tasolla kyse on datasta. Se on raaka-ainetta, josta informaatio syntyy. Tällaisenaan tieto on täysin luokittelematonta ja analysoimatonta. Seuraavalla tasolla tieto on alistettu jollekin arviointikriteerille ja se sisältää jonkin viestin; kyse on informaatiosta. Itse tiedosta puhuttaessa arviointikriteereille alistettu tieto on myös luokiteltu. Tietoa eteenpäin jalostettaessa muodostuu älykkyyttä, jota voidaan pitää oikeana ja oikea-aikaisena tietona, jonka varassa voidaan tehdä oikeita valintoja, ratkaisuja ja päätöksiä. Viimeisellä tasolla tieto esiintyy jalostetuimmassa muodossaan, viisautena. Sellaisena voidaan pitää jotain todella sisäistettyä, sovellettua ja itse kehitettyä tietoa. Viisaus on pitkän henkilökohtaisen oppimisen tulos ja tiedon lajina siten suurimman vaivan takana, ja siksi se on myös taloudellisesti arvioiden arvokkainta. Tästä syystä on tärkeää, että myös yritys aktiivisesti suunnittelee ja toteuttaa toimenpiteitä, jotka vievät koko yritysorganisaatiota eteenpäin ja ylemmäksi tiedon jalostusjanalla.¹⁰⁹

Tietoon ja sen hallintaan liittyy keskeisesti tietoisuus tai tietämättömyys tiedon laadusta. Lähtökohtaisesti on selvää, että liiketoiminnassa vain oikean ja riittävän tiedon varassa voidaan tehdä oikeita päätöksiä; hyvällä onnella voi vääränkin tiedon varassa liiketoimissa menestyä satunnaisesti, mutta ei kuitenkaan pitkäaikaisesti, kuten tavoitteellisessa yritystoiminnassa on tarkoituksena. Saatavuuden ja virheettömyyden ohella tiedon laatuominaisuuksina voidaan pitää muun muassa ajantasaisuutta, tarkkuutta ja ymmärrettävyyttä. Tiedon laadun merkitys korostuu nimenomaan verkostoituneessa toiminnassa.

Laadun ohella huomiota on kiinnitetty tiedon havaittavuuteen. Tällöin puhutaan toisaalta piilevästä tai hiljaisesta tiedosta (*tacit knowledge*) ja toisaalta havaittavasta tai täsmällisestä tiedosta (*explicit knowledge*). Merkittävä eroavuus näiden tiedon lajien välillä on se, että piilevää tietoa ei ole dokumentoitu ja sitä on

¹⁰⁹ Aaltonen – Wilenius, s. 156; Sydänmaalakka 2001, s. 176–180. Ks. myös Karlöf et al. 2003, s. 56. Kirjoittajien näkemykset tiedon jalostusarvoasteikosta eroavat hieman toisistaan; Aaltonen ja Wilenius eivät neliportaiseen malliinsa liitä Sydänmaalakan tavoin älykkyyden tasoa. Karlöf et al. puolestaan esittävät tiedon jalostumisen neljäntenä tasona osaamisen. Tiedon määrittelyn yhteydessä Sydänmaalakka viittaa Davenportin ja Prusakin esitykseen. He ovat todenneet tiedon olevan organisaatiossa usein sidottuna dokumentteihin, rutiineihin, prosesseihin, toimintatapoihin ja normeihin.

vaikea siirtää haltijaltaan muille. Havaittava tieto on sen sijaan luonteeltaan objektiivista ja muodollista, joten sitä voidaan siirtää helposti organisaation sisällä. Näiden kahden tiedon lajin keskinäinen vuorovaikutus johtaa uuden tiedon syntymiseen.¹¹⁰

Edellä mainitulla käsiteparilla on myös juridista merkitystä ja kiinnostavuutta, erityisesti ennakoivan juridiikan näkökulmasta. Tällöin käsiteparin rinnalle nostetaan yleensä kolmas käsite: piilevä epätieto (*tacit ignorance*¹¹¹). Haapion mukaan siinä on kyse organisaation toimintaan liittyvästä tiedostamattomasta tietämättömyydestä, millä tarkoitetaan sitä, että vallitsevat uskomukset ja käsitykset tai ratkaisujen pohjana olevat tiedot ovat väärinä. Väärien uskomusten ohella piilevää epätietoa edustavat ajatteluvirheet, jotka johtuvat virheellisestä tai puutteellisesta tilanteen hahmottamisesta. Yhdessä piilevä tieto ja piilevä epätieto vaikuttavat siihen, miten hyvin tai huonosti yritys pystyy tunnistamaan ja torjumaan sitä uhkaavat riskit.¹¹²

Myös Pohjonen on kiinnittänyt huomiota siihen, tiedämmekö, mitä tiedämme ja mitä emme tiedä. Mielestäni tämä kysymys on ulkoista rahoitusta taloudellisina panoksinaan käyttävässä ja siten toisten toimijoiden varallisuutta hyödyntävässä liiketoiminnassa kaksin verroin tärkeämpi kuin pelkästään omien taloudellisten panosten käyttöön rajoittuvassa toiminnassa. Pohjosen mukaan vaara yhteistyön rakentumiselle runsaan piilevän epätiedon varaan on suuri erityisesti silloin, kun yhteistyön osapuolet ovat eri alojen ja kulttuurien edustajia, koska heidän hahmotustapansa, taustaoletuksensa, tietopohjansa, kielenkäyttönsä ja käytöksensä ovat korostuneen erilaisia.¹¹³

Näkinsin, että mainittu riski on käsillä myös rahoitustoiminnassa. Yritysrahoituksessa lähtöoletuksena vallitseva sopimusosapuolten näkeminen tasavahvoina

¹¹⁰ Ks. Sydänmaalakka 2001, s. 181. Tiedon jakoa koskevan käsiteparin esitti alkujaan Michael Polanyi jo 1950-luvulla, mutta jaottelun tekivät tunnetuksi Nonaka ja Takeuchi. Karlöf et al. siteeraavat omassa esityksessään Polanyin ajatusta, jonka mukaan ”tiedämme enemmän kuin pystymme sanomaan”. Voidaan ajatella, että se, mitä pystymme sanomaan on koodattua ja täsmällistä tietoa, ja puolestaan se, mitä tiedämme, mutta emme pysty sanomaan, on hiljaista tietoa. Ks. Karlöf et al. 2003, s. 66.

¹¹¹ Tälle ilmaisulle ovat kielellisesti ja myös asiallisesti tietyllä tavoin läheisiä juridiset maksimit *Ignorantia juris neminem excusat* (‘Tiedon puute ei oikeuta poikkeamaan laista’) ja *Ignorantia juris nocet* (‘Laintuntemuksen puute vahingoittaa’).

¹¹² Haapio 2002, s. 36.

ja yhdenvertaisina liikekumppaneina antaa todennäköisesti asiaan juridisesti pitävän arvosteluperustan, mutta tällainen ennakkokäsitys voi olla tosiasiallisesti arvioiden virheellinen tai ainakin puutteellinen ja siksi sopimussuhteen riskienhallinnan ja liikesuhteen onnistumisen kannalta vaarallinen. Lähtötilanne yritysrahoituksen sopimussuhteessa on nimittäin useimmiten ainakin tietyssä määrin juuri Pohjosen kuvaileman kaltainen, eli osapuolet ovat eri alojen ja kulttuurien edustajia. Tällöin tosiasiallista merkitystä sopimussuhteen onnistumiselle saat-
taa olla sillä, että sopimustoiminnassa riittävällä tavalla ja tasolla ennalta tiedos-
tetaan ja huomioidaan myös käytännössä se, että sopimuskumppanit todella
toimivat eri toimialoilla ja niiden edustajat varsin usein omaavat erilaisen koulu-
tustaustan sekä kuuluvat myös eri ammattikuntaan.

3.3.2 Yritys tiedon kohteena ja lähteenä

Yrityksen eri intressitahot tarvitsevat yritystä koskevaa tietoa omaa asemaansa koskevaan päätöksentekoon. Tiedonsaanti on sidosryhmille tärkeää siitakin huolimatta, että erityisesti yrityksen taloudellista tilaa koskevan tiedon tulkin-
nanvaraisuus saattaa usein johtaa tarkastelijansa tietämisen ja luulemisen väli-
maastoon. Tiedolla on siis aina ollut merkitystä liiketoiminnassa ja liikesuhteiden
hallinnassa, ja jatkossa sen asema tulee entisestään korostumaan. Oletettavas-
ti tällä kehitystendenssillä on jossain määrin myös itseään vahvistava vaikutus:
koska tiedon merkitys on suuri, sitä tarvitaan enemmän, minkä myötä tiedon
merkitys kasvaa edelleen jne. Tiedon merkitys on kasvanut myös rahoitustoi-
minnassa. Kovenanttien käytön lisääntyminen ja vakiintuminen on osaltaan tä-
män kehityskulun ilmentymää. Yritysrahoituksen kovenanttisuhteiden yleistymi-
sen voidaan siten olettaa voimistavan yritysten rahoitussuhteiden yleisempääkin
kehitystä tietointensiiviseksi sopimussuhteeksi, jonka elinkaaren kaikkien vai-
heiden hallinnassa tieto eri muodoissaan on molemmille sopimusosapuolille
merkitykseltään keskeinen, jopa kriittinen menestystekijä.

Rahoitussuhteen tiedonhallintaa yrityksen näkökulmasta tarkasteltaessa voi-
daan osoittaa sekä oikeuksia että velvollisuuksia, joita yrityksellä tietoon liittyen
on. Havainnoinnin keskiössä ovat siten toisaalta yrityksen tiedonsaantioikeudet

¹¹³ Pohjonen 2002b, s. 292.

ja toisaalta yrityksen tiedonantovelvollisuudet. Keskeinen kysymys tässä tilanteessa on, mitä yrityksen tulee tai on tärkeä tietää kovenanteista ja niiden käytöstä niiden käyttöönottoa suunnitellessaan, ja mistä se tämän tiedon saa. Kysymys on yrityksen oikeudesta tiedonsaantiin. Toisaalta yrityksen johdosta ja rahoituksesta vastaavien tulee tarkastella asiaa myös vastavuoroisesti rahoittajan näkökulmasta: mitä rahoittajan tulee tai on tärkeä tietää yrityksestä ja sen menneestä ja tulevasta toiminnasta kovenanttien käyttöönottoa suunniteltaessa, ja miten se tämän tiedon rahoittajalle antaa? Kysymys on yrityksen velvollisuudesta tiedonantoon.

Lähtökohtana tiedon hallussapidossa ja vaihdossa on modernin yrityksen teoriassa vakiintuneesti pidetty informaation epäsymmetriaa¹¹⁴. Tällä tarkoitetaan sitä, että taloudellisessa toiminnassa toisella markkinaosapuolella on määrältään enemmän ja laadultaan parempaa informaatiota¹¹⁵. Rahoitussuhteen suunnitteluvaiheessa kiinnostava kysymys onkin se, kumpi osapuoli kulloinkin tietää kuhunkin rahoitussuhteen syntymisen kannalta relevanttiin kysymykseen enemmän ja parempia vastauksia. Vakiintunut ja yleisluonteinen näkemys on, että yrityksen johto on aina paremmin tietoinen yrityksen toiminnan menneisyydestä ja tulevasta kehityksestä, ja lisäksi johdolla on paremmat mahdollisuudet vaikuttaa yrityksen nykyiseen ja tulevaan toimintaan¹¹⁶. Tiedollinen epäsymmetria luo jo lähtökohtaisesti yritykselle ja sen johdolle perustavanlaatuisen tiedonantovelvollisuuden rahoittajaa kohtaan.

Toinen keskeinen tiedon tasapainoa ja myös itse rahoitussuhteen tasapainoa koskeva kysymys tässä yhteydessä on, mihin rahoitussuhteen syntymisen kannalta merkitykselliseen asiaan liittyen puolestaan rahoittajalla on enemmän ja parempaa tietoa. Tämä yritykselle vastavuoroisen tiedonsaantioikeuden synnytt-

¹¹⁴ Kanniaisen mukaan ensimmäisenä epäsymmetrisen informaation merkityksen näki George Akerlof vuonna 1970 julkaistussa artikkelissaan. Tämä oivallus on sittemmin ollut muun muassa luotonantoa koskevan teorian keskeisiä lähtökohtia. Ks. Kanninen 1996, s. 113. Lauriala toteaa, että informaation epäsymmetria on lähestymistavasta riippuen joko mahdollinen, yleinen tai jopa tyypillinen päätöksentekotilanteen ominaisuus, ks. Lauriala 2001, s. 66.

¹¹⁵ Markkinaosapuolilla hallussaan olevan tiedon määrällinen ja laadullinen eroavuus voi haitata rahoitusmarkkinoiden tehokasta toimintaa sekä ennen rahoituspäätöksen tekoa eli rahoitussuhteen syntyvaiheessa (epäsuotuisa valikoituminen) että rahoituspäätöksen jälkeen eli rahoitussuhteen hallintovaiheessa (moraalinen uhkapeli). Ks. lisää informaation roolista rahoitusmarkkinoilla esim. Kauppinen – Känkänen 1996.

¹¹⁶ Ks. esim. Villa 2001b, s. 60, 87–88. Tässä on syytä huomata, että johdon mahdollisuus vaikuttaa yrityksen toimintaan tarkoittaa nimenomaan myös mahdollisuutta kontrolloida yritystä koskevan informaation jakamista.

tävä näkökulma ei ole ollut yritysrahoitusta koskevassa tarkastelussa kovin keskeisesti esillä, mutta erityisesti tietointensiivisessä kovenanttipohjaisessa rahoitussuhteessa se on tärkeää ottaa täysimääräisesti huomioon. Keskeiseksi kysymykseksi tässä yhteydessä kohoaa ensinnäkin se, miten kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa keskeisessä asemassa olevaa kovenanttien käyttöönottoa koskevaa tiedonvaihtoa oikeudellisesti ohjataan. Toinen tärkeä kysymys on, miten tämä tarpeellinen kaksisuuntainen tiedonsiirto erityisesti yrityksen intressit huomioiden tosiasiallisesti toteutetaan.

3.3.3 Tiedonvaihdon oikeudellinen ohjausjärjestelmä

Yleisten oppien tasolla arvioiden sopimuksentekijän tiedonanto- tai informaatiovelvollisuus on määritelty oikeusjärjestykseen perustuvaksi velvollisuudeksi antaa sopimuksentekovaiheessa tulevalle sopimuskumppanille sopimusta koskevia ja sitä valaisevia tietoja. Halilan mukaan pohjoismaisessa oikeustoi- miopissa tiedonantovelvollisuutta on vakiintuneesti arvioitu uskoa ja luottamusta (*Treu und Glauben*) koskevien periaatteiden kautta. Suomessa informaatiovel- vollisuus on liitetty myös OikTL:n 33 §:n ns. pienen yleislausekkeen kautta ta- pahtuvaan sopimuksentekovaiheen käyttäytymisen ohjailuun. Petollista viettelyä (OikTL 30 §) ja erehdystä (OikTL 32 §) koskevat opit ilmentävät viime kädessä oikeusseuraamustensa tuella tiedonvaihdon oikeellisuuden ja riittävyys toteu- tumisen tarpeellisuutta oikeustoimen syntymisen yhteydessä.¹¹⁷ Tiedonantovir- he voi siis ilmetä lähinnä väärin tietojen antamisena ja toisaalta tarpeellisten tietojen antamatta jättämisenä. Sopimusoikeudellisten tiedonantovelvollisuuk- sien laajuus puolestaan riippuu yleensä siitä, millaisiksi neuvotteluosapuolten suhde ymmärretään ja mitä voidaan pitää hyväksyttävänä menettelynä. Joka tapauksessa viimeisten vuosikymmenten aikana oikeuskehitys on kulkenut sel- västi tietojen hyödyntämisen täydestä vapaudesta kohti velvollisuutta varmistaa neuvottelukumppanin riittävä tietotaso.¹¹⁸ Tiedonantovelvollisuuden yleistavoit- teena voidaankin Pöyhösen näkemyksen mukaisesti pitää tasapainoisen neu-

¹¹⁷ Halila 1994, s. 850.

¹¹⁸ Hemmo 1997a, s. 176–177.

vottelutilanteen aikaansaamista, mikä oli myös liberalistisen sopimusopin ihanteena¹¹⁹.

Voitaneen todeta, että edellä mainitut varallisuus oikeudellisia oikeustoimia koskevaan yleislakiin sisältyvät säännökset luovat tietyt oikeudelliset vähimmäispuitteet oikeustoimea koskevan tiedonvaihdon onnistumiselle määritessään niiden vastaisen menettelyn varalle sanktiona oikeustoimen pätemättömyyden mahdollisuuden. Kyseiset normit varmistavat osaltaan juuri sitä, että oikeustoimen syntyvaiheessa molemmilla sopijapuolilla on mahdollisimman tasapuolisesti hallussaan oikeustoimen tekemisen kannalta merkityksellistä tietoa. Yleisten oppien tasolla ei voida kuitenkaan antaa yksiselitteistä vastausta siihen, mitä nimenomaan prekontraktuaalisen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä tai muusta rikkomisesta seuraa¹²⁰.

Yleistason normiohjauksen ohella liikesuhteiden ja myös nimenomaan rahoitus-suhteen tiedonantovelvoitteita säännellään eritasoisin erityisnormein. Hyvin keskeisessä, jopa primaarisessa asemassa tässä suhteessa on yrityksen tilinpäätöstä koskeva sääntely. Tilinpäätöksen perustehtävänä on informaation antaminen erityisesti yrityksen tuloksen muodostumisesta ja tilinpäätöspäivän taloudellisesta asemasta; kyse on informaatiolaskelmasta¹²¹. Leppiniemi näkee tämän informaatiotehtävän tilinpäätöksen laatimisen keskeisenä punaisena lankana. Tilinpäätöksestä onkin kehittynyt laaja, erilaisia etukäteen määrittelemättömiä käyttötarkoituksia palveleva tietopankki, joka rakentuu erityisesti KPL:n ja KPA:n säännösten sekä KTM:n päätösten varaan. Myös rahoittajille rahoitus-suhteen eri vaiheissa tapahtuva tiedottaminen nojautuu olennaisesti tämän kirjanpidon tietopankin hyödyntämiseen.¹²²

Kirjanpidon tietopankin toimintamekanismi perustuu yritykselle osoitettuun varsin laaja-alaiseen taloudelliseen tiedonantovelvollisuuteen, jonka keskeisenä

¹¹⁹ Ks. Pöyhönen 1998, s. 237.

¹²⁰ Hemmo 1997a, s. 182. Sopimuksen pätemättömyyden ohella tiedonantovelvollisuuden rikkomisen seurauksena voi Hemmon mukaan olla se, että sopimus on kuitenkin pätevä, mutta toisen sisältöisenä. Lisäksi on mahdollista, että sopimusta pidetään sitovana, mutta toisen osapuolen velvoitteita sovitellaan. Neljäntenä tiedonantovirheen seurauksena voi olla se, että tehtyä suoritusta pidetään virheellisenä, jolloin sopimuksen syntyvaiheessa ilmennyt laiminlyönti vaikuttaa sopimusrikkomusten seuraamusjärjestelmän kautta.

¹²¹ Ks. Leppiniemi 2000, s. 170–171.

¹²² Leppiniemi 2000, s. 183–184.

sisältönä on vaatimus oikean ja riittävän kuvan antamisesta kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta (KPL 3:2). Oikean ja riittävän kuvan antamatta jättäminen onkin kriminalisoitu rikoslaissa (RL 30:9–10). Oikean ja riittävän kuvan eheyden ja kattavuuden varmistamiseksi tarpeelliset lisätiedot on ilmoitettava liitetiedoissa. Kovenanttien käytön kannalta merkityksellistä lisätietoa voi olla esimerkiksi velat, joista kirjanpitovelvollinen on pantannut, kiinnittänyt tai muulla tavalla antanut vakuudeksi omaisuuttaan (KPA 2:7.1/1).¹²³ Toimintakertomuksessa annetaan puolestaan tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan kehittymistä koskevista tärkeistä seikoista (KPL 3:1.1/4). Viimeksi mainitullekin asiakirjalle voidaan kassavirtapohjaisessa luotonannossa antaa ainakin lähtökohtaisesti vahva merkitys, sillä onhan sen tarkoituksena nimenomaan luoda kuvaa yrityksen lähimenneisyyden ja tulevaisuuden taloudellisista toimintaedellytyksistä, jotka määrittävät muun muassa velanhoitokykyä.

Yrityksen toiminnan tulosta ja taloudellista asemaa koskevalle yleisluonteiselle ja ulkokontraktuaaliselle tiedonantovelvollisuudelle KPL:ssa luotua oikeudellista kehystä täydentää muun muassa OYL:n sääntely. Erityisesti OYL 11 luvun tilinpäätöstä koskeva sääntely rakentaa KPL:n säännösten tukena sitä yrityksen normipohjaista taloudellista tietopankkia, jonka sisältämiin tietoihin rahoittaja on yrityksen muiden sidosryhmien tavoin oikeutettu tutustumaan, viime kädessä siis viranomaisten tietojärjestelmien kautta. On kuitenkin selvää, että kovenanttipohjainen rahoitussuhde ja varsinkin sen valmistelu edellyttää lakisääteisiin tiedonantovelvoitteisiin nähden monin verroin aloitteellisempaa ja avoimempaa tiedonvälitystä yritykseltä rahoittajalle. Syynä on yksinkertaisesti se, että kovenanttien käytössä on hyvin vahvasti kyse nimenomaan tiedosta ja sen hallinnasta, koska puuttuvien reaalivakuuksien sijasta kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen hallinnassa hyödynnetään nimenomaan yritystä koskevaa tietoa. Kovenanttien perusajatuksen mukaan rahoittajan tarve kattaa riski vakuuksien avulla vähenee, kun rahoituspäätös perustuu tarkkaan analyysiin yrityksen tuotto-

¹²³ KTM:n kovenanttityöryhmän puitteissa keskusteltiin 1990-luvun puolivälissä myös siitä, onko yrityksellä mahdollisesti velvollisuus ilmoittaa julkisesti muille sidosryhmille sitoutumisestaan sen toimintaa rajoittaviin kovenantteihin. Työryhmä totesi havaintonaan sen, että käytännössä yritykset eivät tilinpäätöstiedoissaan ilmoita rahoituksessaan käytössä olevista kovenanteista. Yksityiskohtaisten tietojen julkistaminen asiaa koskien voisi joissain tapauksissa johtaa yritykseen liikesalaisuuksien paljastumiseen ja näin mahdollisesti vahingoittaa yhtiön kilpailuasemaa. Kovenantteja koskevaa ilmoitusvelvollisuutta esimerkiksi tilinpäätöksen liitetietojen yhteydessä tulisikin työryhmän mukaan selvittää tarvittaessa yksityiskohtaisemmin. Ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 77–78.

odotuksista ja odotetusta kassavirrasta. Kassavirtapohjainen vakuudeton luotonanto vaatii siten perinteistä vakuuskeskeistä luotonantoa enemmän tiedonhankintaa ja taustatietojen selvittämistä, mistä aiheutuu transaktiokustannuksia. Yrityksen taholla onkin tässä yhteydessä hyvä tiedostaa ennalta myös se, että ellei yrityksellä ole luotettavaa keinoa välittää itsestään riittävästi informaatiota rahoittajatahoille, agentuurikustannukset maksaa lopulta yritys itse rahoituksen hinnassa¹²⁴.

Rahoitettavan tiedonantovelvoitteiden vastinparina voidaan nähdä rahoittajan tiedonantovelvollisuus, mikä luo rahoitettavalle yritykselle oikeuden tiedonsaantiin rahoitus sopimuksen sisältöä ja sen oikeusvaikutuksia koskevista tärkeistä seikoista. Myös sopimusjärjestelyyn liittyvää yleistä oikeustilaa tulisi tarvittavassa määrin rahoittajan taholta valottaa yrityksen edustajille. Tässä tulisi siis vallita aito pyrkimys parempaan tiedon tasapainoon tiedonantovelvoitteen molemminpuolisuuden ja vastavuoroisuuden kautta. Asiassa nojaututaan lähtökohtaisesti edellä esitettyihin tiedonantovelvollisuuden yleisiin oppeihin ja yleisnormitukseen. Niiden ohella rahoittajan tiedonantovelvollisuuden oikeudellisessa ohjauksessa ovat keskeisessä asemassa myös yleiset oikeusperiaatteet¹²⁵.

Vieraan pääoman ehtoista pankkirahoitusta koskeva erityissääntely rakentuu tässä asiassa pitkälti LLL:n 10 luvun asiakkaansuojaa koskevien normien pohjalta¹²⁶. Lain lähtökohtana on, että luottolaitoksen on annettava asiakkaalle rahoitushyödykkeestä kaikki ne tiedot, joilla saattaa olla merkitystä asiakkaan tehdessä hyödykettä koskevia ratkaisuja (LLL 82.1 §). Tämä voitaneen nähdä neuvottelun kohteena olevaa rahoitusinstrumenttia ja siihen liittyviä yksityiskoh-

¹²⁴ Kanninen 1996, s. 101. Leppiniemi jakaa rahoituksen kustannukset eksplisiittisiin ja implisiittisiin kustannuksiin, jolloin ensin mainituilla tarkoitetaan näkyviä kustannuksia, kuten pankille maksettavaa korkoa ja luoton perustamiskuluja. Näihin rahoituksen kustannuksiin rahoittaja sisällyttää siis myös kulloisetkin agentuurikustannukset. Implisiittiset kustannukset ovat vaikeammin hahmotettavia, joten niitä ei sisällytetä investointilaskelmiinkaan. Tällaisia kustannuksia aiheuttaa Leppiniemen mukaan muun muassa ne haitat ja hankaluudet, joita tietyn rahoitusmuodon käyttöönotosta yritykselle aiheutuu. Implisiittisiä kustannuksia voi aiheuttaa myös yrityksen voimavarojen sitoutuminen luotonanomisprosessiin. Koska rahoituksen implisiittiset kustannukset eivät sisälly päätöksen perustana olevaan laskelmaan, rationaalinen ja kustannustietoinen päätöksentekijä huomioi ne omassa harkinnassaan. Ks. Leppiniemi 2000, s. 30–31.

¹²⁵ Näiden juridisten normien roolia kovenanttiperusteisen rahoituksen valmisteluvaiheessa käsitellään enemmän tämän tutkielman jäsenystävän mukaisesti alaluvussa 3.5.

¹²⁶ LLL:n soveltamisalan tarkoittamaan yleisöön kuuluvat luottolaitoksen asiakkaina sekä luonnolliset henkilöt että oikeushenkilöt, minkä lisäksi kuluttajansuojaa koskevassa lainsäädännössä on vielä kuluttaja-asiakkaita suojaavaa erityissääntelyä.

tia, kuten erilaisia erityisehtoja, koskevana oikeiden ja riittävien tietojen vaatimuksena. Lain sanamuoto edellyttää rahoittajalta lisäksi tietynlaista ennakkointia sen suhteen, millä nimenomaisella tiedolla mahdollisesti saattaa olla asiassa merkitystä rahoitussuhteen tulevissa vaiheissa. Mikäli luottolaitoksen markkinointi ei sisällä asiakkaan taloudellisen turvallisuuden kannalta tarpeellisia tietoja, sitä on pidettävä aina sopimattomana, i.e. tyyppikohtuuttomana (LLL 82.3 §).

RATAN rooli rahoitusmarkkinoiden toimintatapojen ja tiedonvaihdon ohjaajana on keskeinen. Laki Rahoitustarkastuksesta (587/2003) osoittaa RATAn toiminnan tavoitteeksi rahoitusmarkkinoiden vakauden ja luottamuksen säilyttämisen rahoitusmarkkinoiden toimintaan (2 §). Kyseinen laki määrää rahoitusmarkkinoiden valvonnan ohella RATAn tehtäväksi rahoitusmarkkinoiden hyvien menettelytapojen ohjaamisen ja tietämyksen edistämisen rahoitusmarkkinoiden toiminnasta (3.1 §).

Tehtävänsä toteuttamiseksi RATA antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä. Tämä Rahoitustarkastuksesta annetun lain 4.1 §:n 4 kohdassa osoitettu tehtävä poikkeaa *prima facie* aiemman Rahoitustarkastuslain (503/1993) 4.1 §:n 2 kohtaan kirjatusta RATAn toimintatavasta siinä, että uusi laki ei tässä kohtaa lausu *expressis verbis* mitään RATAn oikeudesta valvonnan kannalta tarpeellisten ei-sitovien ohjeiden antoon. Tämä selittyy hallituksen esityksen (HE 175/2002) mukaan sillä, että rahoitustarkastuksella on jo yleisten hallinto-oikeudellisten periaatteiden mukaan, esimerkiksi RATAn toimintaan sovellettavan hallintolain (434/2003) 8.1 §:n nojalla, oikeus ja velvollisuus antaa ohjeita siitä, miten RATAn toimialaan kuuluvassa asiassa on meneteltävä. Lisäksi Rahoitustarkastuksesta annetun lain 4.1 §:n 8 kohdan mukaisesti RATAn toimintatapoihin kuuluu ohjata valvottavia ja muita rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja, mikä sisältää käytännössä oikeuden ja velvollisuuden tarvittaessa antaa yleisiä ohjeita.¹²⁷

Luottosuhteen valmisteluvaiheen tiedonvaihdon kannalta tiettyä, vähintäänkin välillistä merkitystä on myös RATAn luottoriskien hallinnasta antamalla yleisohjeella. Yrityksen tiedonsaannin toteutumisen eräänä perusedellytyksenä voidaan pitää sitä, että rahoittajapuolella on RATAn ohjeen edellyttämällä tavalla luottojen valmistelun yhteydessä riittävästi asiantuntevaa henkilöstöä, joka tuntee ja hallitsee myös kovenanttien käyttöön liittyvät yksityiskohdat ja luottolaitoksen riskienhallinnan periaatteet siten, että kaikki tarvittava tieto asiaa koskien voidaan esittää rahoitettavalle yritykselle luottosuhteen valmisteluvaiheessa¹²⁸. RATAn yleisohjeen tarkoituksen määrittelyssä todetaankin luottolaitosten poikkeavan toisistaan muun muassa rahoituspalveluiden monimutkaisuuden osalta, joten ohjeen mukaan tavoitteena on pidettävä riittävän riskien valvonnan toteut-

¹²⁷ Ks. HE 175/2002, s. 42–43.

¹²⁸ Ks. RATA 105.13, s. 4, 7.

tamista ottamalla huomioon luottolaitoksen toiminnan painopisteet ja erityispiirteet¹²⁹.

3.3.4 Tiedonhallinta kovenanttisuhteen kriittisenä menestystekijänä

Korostunutta tiedollista ja taidollista osaamistarvetta kovenanttipohjaisen rahoituksen yhteydessä rahoittajapuolella tarvitaan erityisesti asiakkaiden riskiluokittelussa ja luottoanalyysin tekemisessä. Sitä tarvitaan myös itse luottopäätöksen tekemisessä ja dokumentoinnissa. Näitä kaikkia informaatiokeskeisiä asiakokonaisuuksia käsitellään luottoriskien hallintaa koskevassa RATAn yleisohjeessa.¹³⁰ Rahoittajan tulee siten ennalta huomioida näiden asiantuntemusta ja tiedonhallintaa edellyttävien toimintojen rahoitussuhteen valmisteluvaiheelle asetamat vaatimukset. RATAn ohjeistuksen valossa voidaankin nähdä, että yleistamalla tarkasteltuna rahoitussuhteessa on kyseessä nimenomaan asiantuntijatahon ja asiakkaan välinen erityissuhde. Siksi rahoittajalle asiantuntijapuolena voi kuulua tiettyjä vahvennettuja velvoitteita huolehtia sopimuskumppanin riittävästä tietotasosta ja sopimuksen sopivuudesta hänen käyttöönsä sekä velvollisuus antaa tarpeellisia tietoja sopimukseen liittyvistä riskeistä. Näin asia on varsinkin asiantuntemuksen suhteen epätasapainoisessa sopimussuhteessa.¹³¹

Rahoittajalla ei liene siis olemassa järkeviä perusteita jättää itselleen kannettavaksi riskiä tiedonantovelvoitteiden laiminlyönnin seurauksista, joten tietty perusluonteinen tiedonantotaso on syytä jokaisen rahoittajan sisällyttää jokaiseen rahoitussuhteeseen, erityisesti sen valmisteluvaiheessa. Tällainen näkemys tulee jossain määrin esiin myös luottolaitosten itsesääntelyssä, sillä hyvää pankkitapaa määrittävissä ohjeissa todetaan asiakkaan saavan pankista luotonannon yhteydessä tietoja luottovaihtoehtoista ja luoton keskeisistä ehdoista. Asiakassuhteeseen sisältyvään valinnanvapauteen liittyen todetaan myös, että pankin tehtävänä on antaa tietoja asiakkaan tarpeisiin soveltuvista vaihtoehtoisista palveluista.¹³²

¹²⁹ RATA 105.13, s. 1.

¹³⁰ Ks. RATA 105.13, s. 4–7.

¹³¹ Ks. Hemmo 2001b, s. 59.

¹³² Ks. Hyvä pankkitapa 2001, s. 2–3.

Rahoitussuhteen syntyvaiheessa kumpikin rahoitussuhteen osapuoli toteuttaa tiedonvaihtoa jossain määrin omien vakiintuneiden toimintaformaattiansa kautta. Syytä on erityisesti huomata, että sopimuskumppanin informointi alkaa eri muodoissaan joka tapauksessa jo ennen sopimuksen solmimista, sopimussuhteen valmisteluvaiheessa. Yrityksen keskeisin viestintäväline tässä vaiheessa on yrityksen itsenäisesti tai yhdessä neuvonantajiansa kanssa laatima liiketoimintasuunnitelma, joka monin keskeisin osin pohjautuu yrityksen lakisääteiseen talousinformaatioon.

Viestintämuodosta riippumatta yrityksen avointa ja läpinäkyvää informaatiostrategiaa voidaan pitää yrityksen kannalta tehokkaana tapana varmistaa pääomamarkkinoiden hyväksyntä ja luottamus¹³³. Rahoitussuhteen luominen edellyttää yrityksen johdolta vuorovaikutustaitoja ja kykyä vakuuttaa rahoittajat yrityksen aiemman toiminnan tuloksella ja referensseillä sekä tulevan toiminnan tavoitteilla ja suunnitelmilla. Tähän yhteyteen sopii hyvin lähestymistavaksi Laurialan esittämä näkemys, jonka mukaan nykyaikainen osake ei ole osuus yhtiön varallisuudesta perinteisessä mielessä, vaan se on nähtävä myös osuutena yhtiöllä olevasta informaatiosta. Tämänkin johdosta rahoituksen kokonaisjärjestelyn on painotuttava nimenomaan informaationhallintaan.¹³⁴

Rahoittajan näkökulmasta rahoitussuhteen valmisteluvaiheen tiedonvaihdossa on kysymys tarvittavien tietojen hankkimisesta rahoitusta hakevan yrityksen arviointiin ja analysointiin, jonka kukin rahoittajataho toteuttaa omien tarpeidensa ja proseduuriensa mukaisesti. Vähemmistösijoitusta suunnitteleva pääomasijoittaja tarkastelee potentiaalisesta kohdeyritystä ja siitä eri muodossa saamiin tietoja vakiintuneiden sijoituskriteereidensä kautta. Pääomasijoittajan tiedonhankinta sijoituskohteesta sekä sijoitukseen liittyvien riskien analysointi on yleensä varsin systemaattista ja kattavaa. Nykyisin pääomasijoitusprosessiin kuuluu yleensä myös erityinen *due diligence* -prosessi, jossa käydään pääomasijoittajan päätöksenteon tueksi läpi yrityksen toiminnan eri osa-alueita¹³⁵. Myös

¹³³ Villa 2001b, 88.

¹³⁴ Lauriala 2001, s. 67–68.

¹³⁵ Pääomasijoitus 2003, s. 24. *Due diligence* -tutkimuksen osa-alueina on vakiintuneesti liiketoiminnan olosuhteita selvittävä *business due diligence*, oikeudellisia kysymyksiä tarkasteleva *legal due diligence* sekä laskentatoimeen, tilinpäätökseen ja verotukseen liittyviä asioita kohdeyrityksessä selvittävä *financial due diligence*. Lisäksi voidaan tehdä selvityksiä muilta osa-

velkarahoittajana toimiva pankki tarkastelee yritystä huolellisesti. Pankkirahoituksen puitteissa kovenanttien käytön suunnittelun yhteydessä tarvitaankin perinteistä vakuuskeskeistä luotonantoa perusteellisempaa tutkimusotetta. Tarvittavan yritystiedon hankintatapana ja tarkastelumetodina käytetään muun muassa yritysanalyysia, johon sisältyy tilinpäätös- ja toimintaympäristöanalyysin lisäksi yrityksen liiketoiminta-analyysi. Vaihtoehtoisesti velkarahoittajat voivat arvioida yrityksiä myös yritystutkimuksen avulla, jolloin yritystä ja sen toimintaympäristöä koskevan kirjallisen aineiston tarkastelun lisäksi suoritetaan yritysedustajien tapaamisen sisältävä ja yrityksen toimintaa käytännössä havainnoiva yrityskäynti. Tarvittaessa kovenanttipohjaisten rahoitusjärjestelyiden yhteydessä tehdään myös yritysten luottoluokitusta.¹³⁶

Rahoitettavaa yritystä koskevan tiedonhaun ja -hallinnan itsesääntelynä tode-taan hyvää pankkitapaa koskevissa ohjeissa pankeilla olevan oikeus hankkia asiakkaastaan tietoja, jotka ovat tarpeellisia asiakkaan taloudellisen aseman selvittämiseksi ja pankin saamisen turvaamiseksi¹³⁷. Leimallista kovenanttipoh-jaisen rahoituksen valmistelulle on ylipäänsä arvioinnin fokusoituminen yrityk-sen tulevaan toimintaan ja kehitysnäkymiin. Tulevaisuudenodotusten ohella yri-tyksen menneisyydelläkin on tässä yhteydessä merkitystä, joten sitä koskevien tietojen oikeellisuus ja pitävyys pyritään varmistamaan erillisin lausekkein¹³⁸. Lisäksi on huomionarvoista, että rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa tapahtu-valla ja rahoittajan eri tiedonhankintametoidein toteuttamalla rahoitettavan koko-naisvaltaisella arvioinnilla luodaan osaltaan pohjaa rahoitussopimuksen myö-hemmälle arvioinnille tulevassa hallintovaiheessa, erityisesti mahdollisessa so-pimusrikkomustilanteessa.

alueilta kuten yrityksen ympäristöasioita käsittelevä *environmental due diligence*. Ks. *due dili-gence* -prosessista lisää esim. Blomquist et al. 2001.

¹³⁶ Ks. Tuomisto 1998, s. 40–42. Yritysten perustietoja tarjoavina tietolähteinä voidaan tässä mainita muun muassa eri viranomaisten tietojärjestelmät. Tilanteen mukaan rahoittaja voi hyö-dyntää omien yritystutkimusresurssiensa ohella myös ulkoisia asiantuntijaorganisaatioita kuten tilintarkastustoimistoja ja reittaustoimistoja. Erityisesti joukkovelkakirjalainajärjestelyiden yhtey-dessä käytetyn reittaustoiminnan kohdalla näyttäytyy kovenanttipohjaisen rahoituksen kannalta kiinnostavana ns. potentiaalireittaus, jossa pyritään selvittämään erityisesti yrityksen tuloksente-koedellytyksiä tulevaisuudessa. Ks. reittaustoiminnasta lisää Bouix 1997, s. 15–22.

¹³⁷ Hyvä pankkitapa 2001, s. 3.

¹³⁸ Ks. selonteosta ja vakuutuksista kovenanttisuhdetta edeltävinä tukitoimina lähemmin alalu-vussa 4.3.

Rahoittajalta erityisehtoisien yritysrahoituksen yhteydessä vaadittavan erityisosaamisen eräänlaisena vastinparina yrityksen taloushallinto- ja tietojärjestelmiltä vaaditaan erityistä toimintavalmiutta ja laatutasoa säännöllisen tiedonvaihdon sopimuksenmukaiseen toteutukseen. Kovenantteihin liittyvä tiedonhallinnallinen haaste kohdistuu erityisesti yrityksen rahoitus- ja lakiosastojen sisäiseen osaamiseen ja niiden keskinäiseen yhteistyöhön. Tiedonhallinnan epäonnistumisesta johtuvien yrityksen omien intressien sivuuttamisesta aiheutuu yritykselle yleensä lähinnä taloudellisia seurauksia, mutta ulkopuolisten tahojen tiedonsaantiin liittyvien intressien loukkaus voi johtaa yritystä kohtaan myös oikeudellisiin seuraamuksiin. Yrityksen onkin syytä lähteä proaktiivisesti suunnittelemaan ja luomaan toimivia puitteita ja optimaalisia edellytyksiä rahoitussuhteen tiedonhallinnan onnistumiselle. Rahoitettavalta yritykseltä ja sen tietohallinnolta edellytetään taitoa hankkia, käsitellä ja tallettaa informaatiota oikein, mutta lisäksi yrityksen on erityisen tärkeää osata myös raportoida ja jakaa tietoa oikein. Tätä varten yrityksen tulee tarvittaessa suorittaa joko olemassa olevien tietojärjestelmien päivitystä tai tarpeellisten uusien järjestelmien implementointia. Lisäksi tulee huolehtia, että yrityksen järjestelmiin kerätty informaatio todella jaostetaan tiedoksi ja muunnetaan edelleen tarvittavaksi toiminnaksi.

Yrityksen taloushallinnon laskenta- ja tietojärjestelmien integrointi rahoituksen sopimusjärjestelyyn sekä rahoitussuhteessa sovellettavien laskentamallien määrittäminen ovat kovenanttipohjaisessa rahoituksessa varsin tärkeitä toimenpiteitä. Järjestelmiä koskevien kehittämistoimien lisäksi kaikki rahoitussuhteen hallinnosta vastaavat talous- ja tietohallinnon henkilöstön tulee kunkin tehtäväkuvan ja toimivaltuuksien puitteissa ottaa mukaan sopimussuunnitteluun ja sitouttaa heidät rahoitussopimuksen tavoitteisiin. Voidaankin perustellusti todeta, että yrityksen valmistautuminen kovenanttien käyttöönottoon palvelee yrityksen liiketoimintaa ja laajemminkin sen sisäistä kehitystyötä, erityisesti yrityksen tietämyksenhallinnan ja toiminnanohjausjärjestelmien kehittämistä¹³⁹.

Yrityksen tiedonhallinnan yhteydessä on tärkeää huomioida myös yrityksen toimivan johdon ja hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Yrityksen sisällä

¹³⁹ Sarsama 1997, s. 20. Karlöf et al. ovat puolestaan todenneet, että yhtenä liiketaloustieteen kehittämisaikoina on ymmärtää, mitä nimenomaan tiedonhallinta merkitsee yrityksen menestykselle. Yritysten kehittämiseen tähtäävän tietämyksen muodostamisen mittaamisongelmat ja

talous- ja tietohallinto vastaavat käytännössä rahoitussuhteen hallinnassa tarvittavan informaation tuottamista ja jakamisesta, mutta yritysjohto vastaa viime kädessä siitä, että rahoittajat ja muut sopimuskumppanit saavat säännösten ja sopimusten mukaisen informaation. Villan mukaan johdon informointivelvollisuus on laaja-alaisinta yhtiön osakkeenomistajia kohtaan, ja kovenanttivelkoja saa puolestaan yritykseltä enemmän tietoa kuin tavaravelkoja¹⁴⁰.

Yhtiöoikeudellisten normien mukaan yrityksen johdon on oltava kaikissa toimissaan huolellinen. Huolellisuusvelvollisuus koskee toimien valmistelua, päätöksentekoa, toteuttamista ja valvontaa. Näin ollen johdon on myös valmisteltava päätöksensä, kuten kovenanttijohdoksen rahoituksen käyttö, tilanteen mahdollistamalla huolellisuudella. Liiketoiminnan nopeatempoisuuden vuoksi kaikkiin mahdollisiin toimenpiteisiin ei käytännössä koskaan voida ryhtyä, joten huolellisuutta arvioidaankin yleisen hyvän liikkeenjohtotavan mukaisesti.¹⁴¹ Aktiiviseen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuteen kuuluen johdolla katsotaan joka tapauksessa olevan erityinen velvollisuus ehkäistä yritykselle tai sen sidosryhmille aiheutuvia vahinkoja. Kyseisen toimintavaatimuksen tukena on myös OYL 15 luvun 1 §:ään kirjattu vahingonkorvausvastuu¹⁴². Tällainen yrityksen rahoittajien intresseille tiettyä perussuojaa luova vastuujärjestelmä kuuluu niihin yrityksen valvonta- ja korjausmekanismeihin, joita tarvitaan johdon informaation jakamista koskevan kontrollivallan vastapainona¹⁴³.

3.4 Luottamuksen merkitys liiketoiminnassa ja rahoitussuhteessa

Liiketoiminnan suunnittelu, toteutus ja seuranta on tärkeää perustaa mahdollisimman eksaktiin ja varmaan tietoon. Kansanviisaus, jonka mukaan luuleminen ei ole tietämisen arvoista, on varsin validi myös yrityksen rahoitusympäristössä. Mutta miten yritys toimii silloin, kun tietoa on niukasti tai sitä ei ole lainkaan? Onko luottamukselle mitään sijaa rationaalisuutta päätöksenteossaan korosta-

ennakoiva valvonta hallitsevat heidän mukaansa mitä todennäköisimmin liikkeenjohdon ja liiketaloustieteen kehitystä tulevina vuosikymmeninä. Ks. Karlöf et al. 2003, s. 34.

¹⁴⁰ Mähönen 2001, s. 136; Villa 2001b, s. 87.

¹⁴¹ Rissanen et al. 1999, s. 219.

¹⁴² Pääomasijoitus 2003, s. 29.

¹⁴³ Villa 2001b, s. 88. Muina valvonta- ja korjausmekanismeina Villa mainitsee johdon erottamisuhan ja rangaistusuhan. Ks. valvonta- ja korjausmekanismeista lisää Timonen 2000, s. 52–55.

vassa liike-elämässä? Missä määrin sopimuskumppaneilla on varaa nojautua kovenanttipohjaisessa rahoitussuhteessaan luottamuksen varaan?

Luottamus on sisällöllisesti ja käsitteellisesti varsin monimerkityksinen asia. Sitä voidaan käytännön tasolla tuntea ja osoittaa monilla eri tavoilla erilaisissa positioissa olevia ihmisiä ja erilaisia asioita kohtaan. Niin ikään luottamuksen teoreettinen ja empiirinen tarkastelu tieteen piirissä on ollut runsasta ja monialaista, ja niinpä luottamusta kuvataan ja määritellään eri tieteenaloilla monin eri tavoin.¹⁴⁴ Asiassa vallitsevasta käytännöllisestä ja tieteellisestä pluralismista huolimatta ollaan suhteellisen yksimielisiä siitä, että luottamusta tarvitaan nykyisesäkin yhteiskunnassa. Eri tieteenalojen näkökulmat huomioiden luottamuksella on nähty olevan tärkeä merkitys kaikenlaatuudessa inhimillisessä vuorovaikutuksessa. Georg Simmeliä lainaten sen on todettu olevan ehkä jopa tärkein yhteiskuntaa koostava voima¹⁴⁵. Kysymys on erityisesti siitä, että luottamus toimii yhtenä keskeisinä sosiaalisen ympäristön ongelmia ja siihen liittyviä yhteistoiminnallisuuden ongelmia lieventävänä sosiaalisena mekanismina tehden epävarmasta tulevaisuudesta paremmin hallittavan ja mahdollistaen näin toiminnan suuntautumisen tulevaisuuteen¹⁴⁶.

Yritysten toimintaympäristöön liittyvät potentiaaliset muutokset ja epävarmuustekijät sekä liikesuhteiden lisääntyminen ja komplisoituminen ovat tekijöitä, jotka osaltaan edellyttävät liike-elämän toimijoilta entistä enemmän keskinäistä luottamusta. Mikäli toimija ei luota yhteistyökumppaneihinsa, se yleensä pyrkii pidättämään itselleen informaatiota sekä salaamaan ideoitaan ja tekemiään päätelmiä. Seurauksena voi olla toimijoiden välisen tiedonvaihdon muuttuminen rajoittuneeksi ja epätäsmälliseksi.¹⁴⁷ Viime kädessä toimijoiden välille saattaa tämän kehityskulun myötä muodostua syvä epäluottamus, joka voi johtaa jopa

¹⁴⁴ Kotkavirta 2000, s. 57. Luottamuksen luonteesta juridiikan piirissä on Norri todennut lain filosofian perusteita käsittelevässä teoksessaan: "Juridiikassa on kysymys adressaatin luottamuksesta siihen, että ilmaisija pysyy sanassaan. Tämä luottamus on vastavuoroinen suhtautuminen, mutta ei sopimus." Ks. Norri 2001, s. 136. Tämä näkemys palautuu jossain määrin tämän tutkielman alussa esitettyyn Ciceron maksiimiin ja sen selitykseen. Norrin ajattelun taustalla on nähtävissä myös *pacta sunt servanda* -periaatteen vaikutusta, vaikka sopimista ei tässä yhteydessä nimenomaisesti esiinny. Niinpä luotetaan, koska on tavanmukaista ja oikeutettua luottaa toisen sanaan.

¹⁴⁵ Litmala 2002, s. 34–35.

¹⁴⁶ Ks. Ruuskanen 2003, s. 214.

¹⁴⁷ Ruuskanen 2003, s. 91.

täydelliseen tiedonkulun katkeamiseen ja sen myötä yhteistyön edellytysten katoamiseen.

Luottamusta on tarkasteltu paljon tietoon ja ennustettavuuteen kytkeytyvänä kysymyksenä. Luottamuksen ja tiedon keskinäisen suhteen on Luhmann kiteyttänyt osuvasti: *"Trust begins where knowledge ends."* Taloudellisten toimijoiden tulevaisuuteen kohdistuvat odotukset ja toimet perustuvat keskeisesti tietoon, mutta erilaisten odotusten muovautumisessa ja toimintavaihtoehtojen valinnassa tietokaan ei yksin riitä. Ratkaisuja joudutaan tekemään epävarmuuden vallitessa. Tällöin päätöksentekoa voi tukea ja helpottaa päätöksenteon kohteena olevaan asiaan tavalla tai toisella liittyvä luottamus. Luottamus mahdollistaa päätöksentekijän toiminnan myös silloin, kun pelkkä tieto johtaisi hänet tahdotomaan epäilyn ja päättämättömyyden tilaan.¹⁴⁸

Mainitussa kognitiivisessa ulottuvuudessaan luottamus liittyy odotuksiin tai uskomuksiin jonkun tai joidenkin luottamuksenarvoisuudesta. Luottamus perustuu tällöin luottamuksen kohdetta koskevaan tietoon tai luottamuksen kohteena olevan henkilön tai instituution henkilökohtaisiin tai institutionaalisiin ominaisuuksiin tai toimintatapoihin. Kysymys on Kotkavirran mukaan ennakoitavuudesta; siitä, että asiat sujuvat totutulla, odotetulla ja sovitulla tavalla. Erityisesti taloustieteen piirissä luottamus ymmärretään yleensä tiedollisesti, ja se liitetään vahvasti taloudellisten toimijoiden strategisten ratkaisujen ennakoitavuuteen.¹⁴⁹

Taloustieteessä luottamusta on alettu pitää relevanttina ja kiinnostavana tutkimuskohteena, kun sen on huomattu vakauttavan, yksinkertaistavan ja tehostavan taloudellisia aktiviteetteja. Luottamus nähdään nykyisin yhtäältä taloudellisten, riskejä sisältävien liikesuhteiden tärkeänä reunaehtona ja toisaalta konkreettisena keinona karsia liikesuhteiden luomisesta, organisoimisesta ja ylläpidosta aiheutuvia kustannuksia.¹⁵⁰ Transaktiokustannuksia ei kuitenkaan voida

¹⁴⁸ Litmala 2002, s. 36, missä esitetty Luhmannin lainaus perustuu hänen teokseensa *Trust and Power* (1979).

¹⁴⁹ Kotkavirta 2000, s. 58; Litmala 2002, 36–37. Houtsonen on todennut useaan eri lähteeseen viitaten, että yritysten välille näyttää syntyvän helpommin luottamuksellisia ja pitkäkestoisia yhteistyösuhteita, jos vaihtoa tukemaan on luotu erilaisia johdonmukaisia institutionaalisia järjestelyjä, kuten esimerkiksi muodolliset sopimukset, liike-elämän järjestöjen kollektiiviset säännöt, kaupan alan standardit ja vahva valtiollinen oikeusjärjestelmä, ks. Houtsonen 2000, s. 238.

¹⁵⁰ Kotkavirta 2000, s. 57; Litmala 2002, s. 34. Norri toteaa luottamukseen liittyvistä myönteisistä kustannusvaikutuksista: "Koska luottavaisesti toimivat menestyvät säästäessään varmistuksen

luottamuksen lisääntyessäkään täysin välttää¹⁵¹. Niiden takia reaalielämässä joudutaankin tyytymään epätäydellisiin sopimuksiin, joihin kytkeytyvän opportunistisen käyttäytymisen ja epäluottamuksen torjuntaan tarvitaan puolestaan toimivia ja tehokkaita keinoja.

Sopimusoikeuden perustarkoituksena on sopimusosapuolten opportunistisen käyttäytymisen ehkäiseminen. Tässä tarkoituksessa sopimusoikeus pyrkii tarjoamansa keinovalikoiman kautta eri tavoin alentamaan täydellisen sopimuksen tavoittelusta ja toisen sopijapuolen valvomisesta sopimuskumppaneille aiheutuvia transaktiokustannuksia. Sopimusoikeuden tärkeänä tehtävänä on Mähösen mukaan pyrkiä parantamaan sopimusosapuolten keskinäistä luottamusta, koska luottamus on sopimustoiminnan onnistumisen välttämätön edellytys erityisesti pitkäkestoisissa ja ylipäänsä epätäydellisissä sopimuksissa. Luottamuksen puute on puolestaan eräs tärkeimpiä syitä sopimustoiminnan häiriöihin.¹⁵² Pitkäkestoisissa sopimuksissa on tavallaan sisäänrakennettuna luottamusta lisäävä elementti, mutta suoritusten eriaikaisuudesta ja ns. vedätysongelmasta johtuen myös pitkäkestoinen sopimustoiminta kaipaa Mähösen mielestä tuekseen luottamusta lisääviä julkisen vallan toimenpiteitä.¹⁵³

Käytännön yritystoiminnassa luottamusta ja sen asemaa liiketoiminnan voimavarana ei yleensä korosteta avoimesti, vaan luottamuspääomaa luodaan ja kasvatetaan tietyssä mielessä latentisti ja tosiasiallisen toiminnan kautta pitkäaikaisena prosessina. Tällaisen vakiintuneen toimintamallin taustalla lienee liikeketaktisesti terve pyrkimys ja tarve suojata yritystä kaikelta ulkoiselta opportunisteilta ja luottamuksen väärinkäytöltä. Yritys haluaa säilyttää itsellään vapaan valintamahdollisuuden perustaa toimintansa tapauskohtaisesti luottamukselle juuri sellaisten toimijoiden kanssa ja siinä määrin, kuin se katsoo hyödylliseksi ja sopivaksi. Luottamusta halutaan näin hyödyntää lisäresurssina vasta sellaisten toimijatahojen kanssa, jotka ovat ensin jollain tavoin yrityksen yhteistyökumppaneina osoittautuneet luottamuksenarvoisiksi. Tavoitteena on kuitenkin

aiheuttamat suuret kustannukset ja voittaessaan joutuisuuden edun, he saavat arvostusta, ja muut alkavat jäljitellä heitä.” Ks. Norri s. 2001, s. 136.

¹⁵¹ Transaktiokustannukset voidaan pääpiirteisesti jakaa sopimuksen valmisteluun liittyviin ennakollisiin kustannuksiin ja sopimuksen hallinnosta ja valvonnasta aiheutuviin jälkikäteisiin kustannuksiin. Ks. jaottelusta lisää Timonen 2000, s. 25–26.

¹⁵² Mähönen 2000a, s. 213.

¹⁵³ Mähönen 2000a, s. 214–215.

viime kädessä päästä yhteistyössä hyötymään luottamuksen itseään vahvistavasta vaikutuksesta: luottamus synnyttää luottamusta. Tällöin luottamus toimii parhaimmillaan myös aivan uusien liiketoimintamahdollisuuksien avaajana.

Virtanen on hahmottanut kasvurahoitusta käsittelevässä tutkimuksessaan pääomasijoittajien kohdeyritysten menestystä luovaa luottamuskehää. Sen vaiheittain vahvistuvaa etenemistä hän kuvaa siten, että mitä paremmin yritys hoitaa osaamistaan ja toimintaansa koskevat vastuut ja velvoitteet, sitä helpommin se voi informoida asiasta muita toimijoita. Avoimesti ja oikea-aikaisesti muita toimijoita informoivaan yritykseen luotetaan enemmän. Luottamuksen kasvu puolestaan vähentää valvonnan tarvetta. Pienempien valvontakustannusten myötä osakkeenomistajille jää enemmän varallisuutta. Vaurastuvat osakkeenomistajat tuntevat menestyvänsä, ja tämä taas luo parempia edellytyksiä yrityksen hyvälle maineelle ja onnistuneille rekrytoinneille. Aiempaa paremmilla taidoillaan ja karttuneella kokemuksellaan yritys pystyy täyttämään velvoitteensa entistäkin paremmin.¹⁵⁴

Nähdäkseni Virtasen havainnot vahvistavat osuvasti sen, että myös menestyksekkäässä rahoitustoiminnassa juuri tiedolla ja luottamuksella on keskeinen, generoiva rooli yrityksen menestyskierteen käynnistäjänä. Luottamuksessa on kuitenkin kyse vaikeasti mitattavasta ilmiöstä, ja sen korvaamaton luonne havaitaankin pahimmassa tapauksessa vasta sitten, kun sitä ei enää ole. Hieman pelkistään voidaan todeta, että luottamuksen merkitys rahoitussuhteelle on kuin raitis ilma inhimilliselle elämälle: se on näkymätöntä, mutta välttämätöntä. Luotto, kuten myös muu pääomarahoitus, edellyttää luottamusta, ja sitä tarvitaan tiettyssä määrin jo ennen kuin rahoitussopimuksesta ryhdytään yksityiskohtaisesti neuvottelemaan¹⁵⁵. Varsinkaan rahoittajan taholta rahoituksesta tuskin edes lähdetään valmistelemaan tietoisesti epäluottamuksen vallitessa¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Virtanen 1996, s. 205–207.

¹⁵⁵ Suomen kielen sana *luotto* viittaa jo apriorisesti luottamukseen. Näiden molempien sanojen kantasanana voidaan pitää latinan verbiä *credere*, jolla on useampia yhteneväisiä merkityksiä, muun muassa 'uskoa haltuun', 'lainata', 'luottaa'. Ks. esim. Pitkäranta 2001, s. 411. Rahoitusalan keskeisimmät englanninkieliset *credit*-rakenteiset perustermiit nojautuvat siten tähän samaan sanaan, esimerkiksi *credit institution*, *credit rating*, *creditor* jne.

¹⁵⁶ Rissanen kuvaa luottamuksen elintärkeää merkitystä pankkitoiminnassa viittaamalla artikkelissaan kansainvälisen investointipankin Goldman Sachs'n perusteeseihin, joiden rinnalla pankki erityisesti korostaa asiakkaiden luottamusta toimintansa ratkaisevana taustatekijänä. Rissanen pitää luonnollisena, että kukaan ei halua antaa rahojaan sellaiselle, johon ei voi ehdottomasti

Kovenanttipohjaisessa rahoituksessa luottamuksen tarve on vielä suurempi kuin vakuuskeskeisessä luotonannossa. Syy on selvä: rahoitussuhdetta ei rakenneta tietyn olemassa olevan varallisuuden varaan vaan yrityksen tulevaisuuden kasvivirtakertymälle. Rahoittajan tavoitteena on varmistaa rahoitussuhteen onnistuminen eli vieraan pääoman takaisinmaksu rahoitettavan tosiasiallisen taloudelliseen suorituskyykyyn perusteella¹⁵⁷. Rahoitettavan tavoitteena on puolestaan luoda tulostieteilillään ja muilla referensseillään sekä uskottavalla liiketoimintasuunnitelmallaan luottamuksellinen perusta kovenanttipohjaiselle rahoitusyhteistyölle. Luottamuksen tarvetta varsinaista rahoitussopimusta edeltäväsä vaiheessa lisää se, että osapuolten välillä ei ole vielä olemassa sopimusteitse vahvistettuja velvoitteita¹⁵⁸. Rahoitussuhteen valmisteluvaihe on siten luottamus pääoman muodostumiselle ja kasvamiselle hyvin tärkeä vaihe. Siihen tarvitaan ennen kaikkea riittävää kommunikointia ja perustavaa tiedonvaihtoa. Luottamuksen lisääntyminen edellyttää aina luottamusta lisääviä toimia.

luottaa. Kaikissa rahoitus- ja sijoituspalveluissa on hänen mukaan kysymys asiakkaan ja palveluntarjoajan erityissuhteesta, joka aina edellyttää keskinäistä luottamusta. Ks. Rissanen 1999, s. 182.

¹⁵⁷ Oman pääoman ehtoiselle rahoittajalle kovenantit merkinnevät luottamusta lisäävänä elementtinä hieman jotain muuta kuin kovenantteja reaali vakuuden sijaan vastaanottavalle velkarahoittajalle. Joka tapauksessa kovenantit pystyvät tarjoamaan suojaa molempien rahoittajatahojen pääomapanoksille.

¹⁵⁸ Hemmon mukaan sopimuksen valmisteluvaihe on nähtävissä sellaisena erityissuhteena, jossa osapuolten väliset velvoitteet ja varallisuusintressien suoja ovat laajempia kuin sellaisessa puhtaassa deliktisuhteessa, jossa ei ole mitään tietoisesti tavoiteltua yhteistoimintaa osapuolten välillä. Sopimuksen valmisteluun liittyvä prekontraktuaalinen vastuu rakentuu pääosin säädännäis oikeuden ulkopuolisten yleisten periaatteiden varaan. Ks. Hemmo 1999, s. 78.

3.5 Varallisuus oikeuden periaatteiden ohjausvaikutus

Rahoitussuhteen kokonaisvaltaiseen hallintaan pyrittäessä ei riitä ainoastaan proaktiivisten instrumenttien eli yksilöllisten sopimusnormien luominen ja sopimuskokonaisuuteen soveltuvien oikeussääntöjen huomioiminen. Hyödynnettävien instrumenttien käyttöä ja ylipäänsä sopimustoimintaa koskevat oikeusperiaatteet tulee myös ottaa huomioon rahoitussuhteen valmistelussa.

Yritysrahoituksen puitteissa tapahtuvaa sopimustoimintaa raamittavat useat sopimus- ja yhtiöoikeudelliset periaatteet. Oikeussystematiikan näkökulmasta kokoavasti katsottuna kysymys on lähinnä varallisuus oikeuden yleisistä periaatteista¹⁵⁹, joiden formuloinnit voivat oikeudenaloittain saada hieman erilaisia painotuksia. Rahoitus oikeuden moniulotteista kenttää yhdistävänä ja systematisoivana elementtinä tällaisilla periaatteilla on oma selkeä tehtävänsä. Periaatteiden soveltuvuutta arvioidaan aina tapauskohtaisesti tulkiten, mutta lähtökohtana voidaan pitää, että niiden asema ja merkitys on yhtä keskeinen sekä pankkitoiminnan että pääomasijoitustoiminnan parissa. Oikeusperiaatteiden roolia yritysten rahoitusympäristössä on omiaan vahvistamaan se, että tämän aihealueen sopimustoimintaa koskeva lakimääräinen normitus ei ole oikeudessamme kovinkaan kattavaa, mikä sinällään jo luo tilaa ja tehtäviä yhdelle yritysrahoituksessa vallitsevalle keskeiselle oikeusperiaatteelle, sopimusvapaudelle. Rahoitusjärjestelyiden oikeudellisessa tarkastelussa periaatepohjainen lähestymistapa on siis nähtävissä tärkeänä ja hyödyllisenä apuvälineenä.

Oikeusperiaatteet ovat Pöyhösen mukaan oikeuteen yleisesti ja toisaalta erityisiin oikeudenaloihin sisältyviä keskeisiä normatiivisia arvoja ja tavoitteita¹⁶⁰. Oikeussääntö (*legal rule*) ja oikeusperiaate (*legal principle*) eroavat oikeusnormeina toisistaan erityisesti sovellettavuutensa osalta. Oikeussääntö on Tolosen mukaan normi, jota joko sovelletaan tai ei sovelleta tapaukseen riippuen siitä, miten normin soveltamisala on määritelty. Oikeusperiaate on puolestaan normi, joka ilmaisee jonkun aina huomioon otettavan näkökohdan.¹⁶¹ Oikeusperiaattei-

¹⁵⁹ Jokseenkin samassa merkityksessä, mutta oikeussystemaattisesti hieman laajentaen puhutaan myös siviilioikeuden yleisistä periaatteista, ks. Tolonen 2000, s. 53.

¹⁶⁰ Pöyhönen 1999, s. 791.

¹⁶¹ Tolonen 1998, s. 328. Esimerkkinä oikeusperiaatteesta Tolonen mainitsee tässä yhteydessä vilpittömän mielen suojan. Oikeussäännösten ja oikeusperiaatteiden erilaisessa sovellettavuudessa on erityisesti kyse niiden tunnusmerkistöjen eroavuudesta. Pöyhösen mukaan oikeuspe-

den on nähty eroavan oikeussäännöistä myös siinä, että niissä juridisesti vaikuttava seikka on yhteydessä yhteiskunnallisiin arvoihin ja tavoitteisiin¹⁶².

Oikeusperiaatteet ovat siis lähtökohtaisesti samat ja yhtäläiset kaikkien rahoitusmuotojen puitteissa. Ne vaikuttavat koko ajan rahoitussopimusten taustalla, vaikka eivät näykään sopimusten yleis- tai erityisehdoissa; ne siis toimivat tietyllä tavoin implisiittisinä sopimusnormeina. Oikeusperiaatteet tulevat esiin yritysrahoituksen komplisoituneessa sopimusympäristössä nimenomaan hankalimmissa tapauksissa, erityisesti silloin, kun muita normeja ei ole käytettävissä¹⁶³.

Kiinnostava oikeusperiaatteiden ja kovenanttien kohtaanto ilmenee siinä, että kovenantteja voidaan osittain pitää nimenomaan oikeusperiaatteiden eksplisiittisinä vahvennuksina ja tapauskohtaisina täsmennyksinä¹⁶⁴. Vaikka kovenantit itsessään edustavat pyrkimystä yksityiskohtaiseen ja ennakoivaan sopimiseen, kaikkea ei kuitenkaan ole mahdollista eikä kannattavaa sopia *expressis verbis* etukäteen. Yleiset oikeusperiaatteet ovat osaltaan mahdollistamassa sopimustoiminnan dynaamisuutta ja varmistamassa sen tasapainoisuutta.¹⁶⁵

riaatekin sisältää tietyn soveltamista ohjaavan tunnusmerkistön, mutta usein siinä määrin väljän ja yleisen, että oikeusnormin tunnusmerkistöstä poikkeavasti se kattaa laajalti erilaiset tilanteet. Ks. Pöyhönen 1999, s. 792.

¹⁶² Pöyhönen 1998, s. 234. Ks. sääntöjen ja periaatteiden tyypillisistä eroista lisää esim. Tolonen 2000, s. 60–67.

¹⁶³ Ks. Häyhä 1998, s. 124–125. Häyhän mukaan oikeusperiaatteet auttavat löytämään kytkentöjä soveltamistilanteen ja kyseisen oikeudenalan normatiivisen perinteen välillä, joten ne tuovat ratkaisutilanteeseen oikeuden järjestelmäajatukseen soveltuvaa yleistä aineistoa.

¹⁶⁴ Pöyhönen on todennut kovenanteissa olevan kysymys ”sellaisten *käyttäytymisnormien* vahventamisesta, joiden noudattamista luottosuhteen osapuolilta voitaisiin muutoinkin edellyttää”, ks. Pöyhönen 2000, s. 181 (kurs. tässä).

¹⁶⁵ Ks. periaatteiden yleisistä tehtävistä lisää esim. Tolonen 2000, s. 68–69.

3.5.1 Lojaliteettiperiaate

Lojaliteetilla tarkoitetaan yleistasolla määriteltynä luotettavuutta, uskollisuutta ja rehellisyyttä¹⁶⁶. Oikeudellisessa tarkastelussa lojaliteetin sisältöä ja laajuutta on määriteltä hieman vaihtelevasti. Lojaliteettiperiaatetta ei ole oikeudessamme lailla säännelty, vaan sen voimassaolo nojautuu oikeuskirjallisuuteen, eräisiin lakien esitöihin sekä sopimus- ja oikeuskäytäntöön¹⁶⁷. Näiden lähteiden pohjalta sopimusoikeudellisen lojaliteetin sisällön painopisteen yleisesti nähdään olevan siinä, että sopimussuhteen osapuolet ovat tietyllä tavoin ja tietyssä määrin velvolliset ottamaan omassa toiminnassaan huomioon myös sopimuskumppaninsa oikeudet ja edut. Kyse on siis resiprookkisisuuden, vastavuoroisuuden, merkityksen oikeasta oivaltamisesta sopimusosapuolten yksilöllisten ja yhteisten etujen maksimoijana. Toisen osapuolen etua oman edun edellytyksenä korostava ajattelumalli on erittäin keskeinen myös kovenanttisuhteeseen nojautuvassa rahoituksessa¹⁶⁸. Lojaliteettivelvollisuus edellyttääkin kaikissa sopimussuhteissa vähimmillään sitä, että sopimusosapuolten on mahdollisuuksiensa mukaan toimitettava siten, että vastapuolella ei aiheudu vahinkoa tai että se rajoittuu mahdollisimman vähäiseksi. Tämäkään ei kuitenkaan merkitse osapuolten omien oikeuksien ja etujen toteutumisen estymistä. Niitä ei vaan saa ajaa yksipuolisesti toisen osapuolen kustannuksella tai haitaksi.¹⁶⁹

Sopimusoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden ja yritysrahoituksen yhteydessä on syytä huomioida erityisenä lojaalisuusvelvollisuutena myös yhtiöoikeudellinen lojaalisuusvelvollisuus. Sen merkitys ja asema oikeudessamme on hieman epäselvä. Mäntysaaren mukaan osakkeenomistajalla ei ole mitään yleistä yhtiöoikeudellista lojaliteettivelvollisuutta yhtiöön, toi-

¹⁶⁶ Ks. esim. Uusi sivistyssanakirja, s. 384. Sanan *lojaali* kantasanana pidetään latinan ilmaisua *legalis* ('lakia noudattava', 'lakiin nojautuva'), jonka johdannainen on ranskan kielen *loyal*. Lojaalisuudella voidaan siten viitata myös lainkuuliaisuuteen, mikä tekee siitä käsitteenä hieman normisidonnaisemman ja siten merkitykseltään hieman erilaisen ilmaisun siihen nähden miten se esimerkiksi liiketoiminnan parissa nykyisin yleensä ymmärretään. Tässä yhteydessä voidaan huomioida myös se kielellinen kehitys, että sanojen *lojaliteetti* ja *lojaalisuus* sijaan suositellaan muun muassa Yleisessä suomalaisessa asiasanastossa käytettäväksi nykyään ilmaisua *lojaalius*.

¹⁶⁷ Muukkonen 1993, s. 1031–1032. Lojaliteettiperiaatteen ilmentyminä voidaan kuitenkin pitää myös lainsäädäntöä, jotka asettavat sopimusneuvotteluja käyville osapuolille velvollisuuden antaa vastapuolelle sopimuskohdetta koskevia tietoja, ks. Häyhä 1996a, s. 315; Ämmälä 1994, s. 11–15.

¹⁶⁸ Taustalla tässä voidaan nähdä vanha maksimi: *do ut des*, annan jotta antaisit. Kovenanttisuhteeseen sovellettuna tämä tarkoittaa: annan kovenantit, jotta antaisit rahoitusta niukemmin vakuuksin tai vakuudetta.

¹⁶⁹ Pöyhönen 1988, s. 19; Rudanko 1994, s. 449; Ämmälä 1994, s. 3. Muukkonen on korostanut lojaliteettivelvollisuuden sisällössä sitä, että sopimuspuolten ei tule ainoastaan ottaa huomioon toisen sopijapuolen etua vaan myös valvoa sitä, ks. Muukkonen 1975, s. 357–358.

seen osakkeenomistajaan tai kolmanteen tahoon nähden. Ainakaan OYL:ssa ei hänen mukaansa ole säädetty, että osakkeenomistajalla olisi mitään yleistä velvollisuutta toimia oman etunsa, yhtiön edun tai toisen osakkeenomistajan edun mukaisesti. Mäntysaari toteaa myös, että hallituksen jäsenen huolellisuus- tai lojaliteettivelvollisuus puolestaan rajoittuu osakeyhtiölain nimenomaisiin määräyksiin, joten mitään yleistä huolellisuus- tai lojaliteettivelvollisuutta hallituksen jäsenelläkään ei ole.¹⁷⁰

Yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden rinnalla yhtiön rahoitusrelaatioihin liittyvää lojaalisuutta voidaan yleensä arvioida rahoitusmuodosta riippumatta myös sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen näkökulmasta, sillä rakentuvathan yrityksen kaikki merkittävät ulkoisen rahoituksen järjestelyt jonkinlaisen sopimuksen varaan. Esimerkiksi osakkeenomistajien keskinäisestä sopimusoikeudellisesta lojaliteetista pääomasi-joitustoiminnan yhteydessä on Lauriala todennut, että on arvioitava yksittäistapauksittain, miten esimerkiksi lisäarvorahoittajan tulee toimia, jotta sopimuskumppanina olevan henkilösakkaan edut tulevat riittävästi huomioiduiksi¹⁷¹. Villa puolestaan toteaa, että yritystoiminnan keskeisten suhteiden kuvaaminen sopimus- tai yhtiösuhteeksi ei riitä, vaan niiden sisällön selittämiseksi tarvitaan lisäselityksiä. Hän havainnollistaakin asiaa koordinaatistolla, jonka toisella akselilla kuvataan toimijoiden välisen suhteen lojaliteettivaateen kasvua ja toisella akselilla tuon suhteen sitovuuden kasvua. Keskeistä tässä kuvauksessa on, että kauimmaksi origosta sijoittuu yhtiösuhdetta kuvaava piste, koska yhtiösuhteessa osapuolilla on Villan mukaan laajempi velvollisuus toimia yrityksen yhteisen tavoitteen saavuttamiseksi kuin sopimussuhteessa. Sen sijaan sopimuksen ulkoinen suhde eli vahingonkorvauksellinen suhde ei Villan mukaan edellytä tuekseen erityistä lojaalisuutta.¹⁷²

Mähönen tarkastelee yhtiöoikeudellista lojaalisuusvelvollisuutta erityisen yhteistyösopimuksen näkökulmasta, ja hän näkee lojaliteettivelvollisuuden yhtiösopimuksen olennaisena osana. Mähönen toteaa lojaalisuusvelvollisuuden ilmenevän käytännössä yhtiön johdon velvollisuutena edistää yhtiön kaikkien osakkeenomistajien yhteistä etua, joka puolestaan ilmenee velvollisuutena maksimoida yhtiön osakkeen arvo. Lojaalisuusvelvollisuus tarkoittaa myös yhtiön velkojien edun huomioimista, ellei se ole ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Myös yhtiön osakkeenomistajilta voidaan odottaa lojaalisuutta yhtiön velkojia kohtaan. Mähönen pitääkin perusteltuna korostaa yhtiöoikeudellisen lojaalisuusvelvollisuuden itsenäistä luonnetta yleisenä sääntönä, joka vahvistaa erityisesti yhtiön puolesta toimivien velvollisuutta ajaa tomissaan yhtiön etua.¹⁷³

Lojaliteettiperiaatteen suhde edellä käsiteltyyn luottamukseen on hyvin olennainen ja vahva, vaikka suhdetta määritetäänkin hieman useammalla tavalla. Loja-

¹⁷⁰ Mäntysaari 2002, s. 82–85, 97–100.

¹⁷¹ Lauriala 2001, s. 69.

¹⁷² Villa 2003, s. 38–39.

¹⁷³ Mähönen 2000b, s. 138–139. Ks. lähemmin Mähösen argumentointia asiassa Mähönen 1998, erit. s. 237–241. Siinä hän toteaa muun muassa yhtiön velkojien edun huomioimista koskien, että sen on nähty ilmenevän lähinnä OYL:n velkojainsuojasäännösten noudattamisena ja myös kieltona edistää vain tiettyjen velkojien tai velkojaryhmien yksityisiä etuja yhtiön edun kustannuksella. Vaatimus edistää yhtiön voitontuottamistarkoitusta rajoittuu puolestaan velkojien osalta Mähösen mukaan lähinnä velvollisuuteen huolehtia yhtiön sidotun pääoman pysyvyydestä.

liteettiperiaatteen yhteydessä on ominaista ylipäänsä korostaa sopimusosapuolten välistä luottamusta¹⁷⁴. Perusnäkemys asiaan on se, että sopimussuhteen nähdään perustuvan osapuolten keskinäiseen luottamukseen, ja luottamuksen ylläpito puolestaan edellyttää molemmilta osapuolilta lojaalisuutta¹⁷⁵. Sopimussuhteen molempien osapuolten merkittävänä velvoitteena on siis lojaliteetti. Mikäli sopimussuhteen perustana toimiva luottamus jostain syystä horjuu ja sen tilalle sopimussuhteeseen tulee epätoivottua opportunistia, lojaliteetti toimii opportunistisen käyttäytymisen kohteena olevalla osapuolella suojaavana oikeutena. Lojaliteettiperiaatteen voidaankin nähdä parhaimmillaan toimivan eräänlaisena ennakoina torjuntamekanismina toisen osapuolen opportunistista ja sopimussuhteen kokonaishyödyn vastaista lyhytnäköistä käyttäytymistä vastaan.¹⁷⁶

Lojaliteettivelvollisuutta pidetään useimmiten yleisnimityksenä niille erilaisille velvollisuuksille, joita sopijapuolella on kulloisessakin sopimussuhteessa sopimuskumppaniaan kohtaan, joten lojaliteettiperiaatteen sisältöä tai laajuutta ei voida täsmällisesti ilmaista yleisellä säännöllä¹⁷⁷. Lojaliteettiperiaatteen sisältöön ja laajuuteen liittyy yleisluonteisesti kuitenkin se, että sen myötä sopimusosapuolilla katsotaan olevan sopimusehdot ylittäviä velvoitteita toisiaan kohtaan. Sopimusosapuolten käyttäytymistä tehokkaasti ohjatesaan lojaliteettivelvollisuus tarvittaessa suuntaa osapuolten huomion myös varsinaisen sopimusasiakirjan ulkopuolelle. Tämä tarkoittaa sitä, että tulevaisuuteen varautumisen instrumenttina toimiessaan sopimus ei näyttäydy ainoana ennakkoinnin perustana sopimussuhteessa. Sopimuskumppaneilla voi olla toisiinsa nähden sellaisia erityisiä velvollisuuksia, jotka eivät perustu suoraan sopimusehtoihin. Sopimuk-

¹⁷⁴ Ämmälä 1994, s. 3.

¹⁷⁵ Villa 2003, s. 38.

¹⁷⁶ Ks. Mähönen 1998, s. 234–235, missä lojaalisuusvelvoitetta luonnehditaan nimenomaan eräänlaiseksi agentin käyttäytymistä ohjaavaksi sopimussakoksi.

¹⁷⁷ Ämmälä 1994, s. 9. Ämmälän mukaan lojaliteettivelvollisuus ilmenee eri tilanteissa ja eri sopimustyyppien kohdalla jonkin verran toisistaan poikkeavalla tavalla, kuten tiedonantovelvollisuutena, ilmoitusvelvollisuutena, reklaamaatiovelvollisuutena, myötävaikutusvelvollisuutena tai uskollisuusvelvollisuutena. Siitä, onko nämä eri velvollisuudet lojaliteettivelvollisuuden osia tai siihen nähden erillisiä velvollisuuksia, on hieman eriäviä näkemyksiä. Muukkonen haluaa pitää ainakin sopimuksen tekemiseen liittyvän yleisen tiedonantovelvollisuuden ja sopimuksen täyttämiseen liittyvän myötävaikutusvelvollisuuden erillään lojaliteettivelvollisuudesta. Ks. Muukkonen 1993, s. 1045. Häyhä on puolestaan valmis sijoittamaan sivuvelvoitteiden kategoriaan luokitellut huolellisuus- ja turvallisuusvelvoitteetkin sopimusoikeudellisesti ladatun lojaliteettiperiaatteen alaisuuteen, sillä juuri lojaliteettiperiaatteen mukaista on edellyttää käyttäytymistä, joka ei aiheuta vastapuolelle vahinkoa, ks. Häyhä 1996a, s. 318.

sen ehdot eivät siten ole jännöksettömästi se mitta, johon käyttäytymisodotukset on mahdollista perustaa. Niiden ohella osapuolten tulee toiminnassaan huomioida sopimuskumppanin edut myös varsinaisten sopimusehtojen ulkopuolisen aineiston valossa. Lojaliteettivelvollisuuden mukaista sopimuskäyttäytymistä ei siis ole toimia ainoastaan sopimusehtojen mukaan ja edistää varsinaisten ehtojen ulkopuolisella yhteistoiminnallisuutta edellyttävällä alueella vain omaa etua.¹⁷⁸

Sopimustoiminnassa vaikuttavan lojaliteettivelvollisuuden asiallista ja ajallista ulottuvuutta on myös tarkasteltu paljon oikeuskirjallisuudessa. On katsottu, että lojaliteettiperiaatteen mukainen lojaliteettivelvollisuus koskee sopimuspuolia sopimustyyppistä riippumatta. Siten kaikkien sopimuksenmukaisten velvollisuuksien täyttämisen voidaan katsoa kuuluvan lojaliteettivelvollisuuden piiriin, vaikka lojaalisuuden vaatimus ei ole kaikkien sopimustyyppien yhteydessä ja kaikissa tilanteissa yhtä korostunut.¹⁷⁹ Velvoitteen voimakkuutta kasvattaa erityisesti sopimuksen pitkäkestoisuus ja yhteistoiminnallinen luonne¹⁸⁰. Yritysrahoituksen sopimussuhteet katsotaan yleensä pitkäkestoisiksi. Vaikka kulloistenkin rahoitussopimusten maturiteetti vaihtelee tapauskohtaisesti, varsinainen asiakassuhde rahoitettavan ja rahoittajan välillä on usein kokonaiskestoaltaan varsin pitkäaikainen.

Yhteistoiminnallisuus lienee kiistaton sopimusoikeudellinen lähtökohta rahoitus-sopimuksissa siitäkin huolimatta, että ne eivät aina edusta luonteeltaan ja intensiteetiltään kaikkein jalostetuimpia liiketoiminnan yhteistyösopimuksia. Yleisesti ottaen lojaliteettiperiaatteen yhteistoiminnallisessa perustassa on kyse nykyisestä sopimuskäsityksestä, jonka mukaan sopimusta ei sopijapuolten eriävistä rooleista huolimatta ymmärretä osapuolten erilliseen toimintaan perustuvana, vaan osapuolten välisenä, määrättyyn päämäärään tähtäävänä yhteistoimintana¹⁸¹. Voidaan ajatella, että sopimussuhteen yhteistoiminnallisuus vaihtelee rahoitussuhteissa hieman niiden erityispiirteiden mukaan. Tässä mielessä ko-

¹⁷⁸ Häyhä 1996a, s. 314–315. Ks. myös Pöyhönen 1988, s. 19.

¹⁷⁹ Ämmälä 1994, s. 4–5.

¹⁸⁰ Hemmo 1997b, s. 19; Nystén-Haarala 2002, s. 147.

¹⁸¹ Mähönen 2000b, s. 129; Ämmälä 1994, s. 3. Myös Muukkonen on korostanut jo hieman aiemmin, että taloudellisiin yhteistyösopimuksiin kuuluu jo asian luonteen eli yhdessä toimimisen idean perusteella kohtuullinen lojaliteettivelvollisuus. Sen rikkominen ei ole Muukkosen mukaan minkään ”hurskaan toiveen” rikkomista vaan todella sopimuksen sisältämän yhden velvoitteen rikkomista. Ks. Muukkonen 1975, s. 364.

venanttipohjaista rahoitussuhdetta voidaan pitää perinteiseen reaalivakuudelliseen rahoitussuhteeseen nähden selkeästi enemmän yhteistoimintaa vaativana ja siten myös suurempaa lojaliteettia edellyttävänä.

Lisäksi on nähtävissä, että yritysrahoitussopimusten yhteistoiminnallinen luonne vaihtelee ainakin jossain määrin rahoitusmuodon mukaan. Oman pääoman ehdoisen rahoittajan rooliin kuuluu jo sisäsyntyisesti kiinnostus ja halu rakentaa yhteistyötä kohdeyrityksen kanssa siten, että sijoitetun pääoman tuotto saadaan maksimoitua. Rahoittajan lojaliteettiin voidaan ylipäänsä katsoa kuuluvan tietty kestävä kiinnostus yritystä ja sen toiminnan menestymistä ja kehittämistä kohtaan kaikissa suhdannekierron vaiheissa, myös laskusuhdanteessa.

Lojaliteettiperiaatteen merkitys sopimussuhteen elinkaaren eri vaiheissa voi vaihdella jossain määrin tapaus- ja sopimuskohtaisesti. Joissakin sopimussuhteissa sen merkitys korostuu sopimuksentekovaiheessa, toisissa sopimuksen täyttämisvaiheessa, ja tietyissä sopimussuhteissa se on ominainen piirre kaikissa sopimusprosessin vaiheissa.¹⁸² Kovenanttipohjainen rahoitus edellyttää sopimusosapuolilta keskinäistä lojaliteettia läpi koko rahoitussuhteen. Tärkeimpänä syynä tähän on tämänkaltaisen rahoitussuhteen riskienhallinnan toteutuksen erityisluonteisuus ja siitä seuraava tietointensiivisyys. Rahoittaja tarvitsee täsmällistä ja luotettavaa tietoa rahoitettavasta aivan rahoitussuhteen alusta lähtien, jo ennen rahoitussuhteen dokumentointia ja rahoitussopimuksen solmimista¹⁸³. Toisaalta yhtä lailla rahoitettava tarvitsee jo hyvissä ajoin täsmällistä tietoa kovenanteista ja rahoittajan proseduureista niiden käyttöön liittyen.

Keskeiseksi kysymykseksi kohoaaakin se, millä sopimusosapuolet velvoitetaan tai kannustetaan tarvittavaan tiedonvaihtoon rahoitussuhteen valmisteluvai-

¹⁸² Ämmälä 1994, s. 4–5.

¹⁸³ Vrt. esim. Lauriala 2001, s. 69; Rudanko 1994, s. 450; Wuolijoki 2003, s. 24. Kyseisissä esityksissä puhutaan asiasta yleistasolla, jolloin lojaliteettivelvollisuuden todetaan vaikuttavan osapuolten vastakkaisista intresseistä johtuen sopimuksentekovaiheessa suppeampana kuin sopimussuhteen myöhemmissä vaiheissa. Näkemys on relevantti asian yleisessä tarkastelussa. Kovenanttisuhteen perustan rakentamiseen eli rahoitussuhteen valmisteluvaiheeseen se ei mielestäni kuitenkaan sovellu. Voitaneen nimittäin sanoa, että kovenanttipohjainen rahoitussuhde edellyttää sopimusosapuolten vahvaa keskinäistä lojaalisuutta erityisesti jo valmisteluvaiheessa. Ks. myös oikeustapauksen KKO 1993:130 perusteluita, joissa korkein oikeus katsoo, että eräässä sopimusehtojen kohdassa määrättyä huomautuksentekovelvollisuutta on lojaliteettiperiaatteen mukaisesti noudatettava myös jo sopimusta valmisteltaessa, vaikka kyseinen sopimusehtojen kohta koskee otsikkonsa mukaisesti urakoitsijan vastuuta vasta suoritusvaiheessa.

heessa. Koska asiaa koskevia erityisiä sopimusehtoja, kuten tiedonantokovenantteja, ei ole vielä olemassa, rahoitettavan velvoitteita osoittaa ja jäsentää parhaiten juuri lojaliteettiperiaate muun muassa tiedonantoa koskevine sivuvelvoitteineen. Lojaliteettiperiaate toimii tällöin rahoitussuhdetta koskevan tiedon oikeudellisena arviointi- ja luokitteluperustana. Lojaliteettiperiaate vaikuttaa luonnollisesti tässä muodossa vastavuoroisesti myös rahoittajan tiedonantoa koskevana velvoitteena.

Lojaliteettiperiaatteen rinnalla rahoittajan toimintaa ohjaa ja velvoitteita määrittää rahoitussuhteeseen sovellettavien oikeusnormien ohella yleiset sopimusnormit, kuten rahoitusalan hyvä liiketapa¹⁸⁴. Velkarahoitusta tarjoavan pankin toimintaa ohjaavana toimialanormistona sovelletaan hyvää pankkitapaa koskevia ohjeita. Sen mukaan asiakas saa pankista tietoja luoton keskeisistä ehdoista. Niin ikään pankki noudattaa luottosuhteessa vastuullisuutta ja pyrkii huomioimaan asiakkaan taloudellisen turvallisuuden ja luototettavan toiminnan menestymisen mahdollisuudet¹⁸⁵. Lojaliteettiperiaatteen kannalta huomionarvoista on hyvään pankkitapaan itsesääntelynormina sisältyvä lupaus siitä, että pankit ottavat liiketoiminnassaan huomioon asiakkaan edun¹⁸⁶.

Rahoitussopimuksen valmisteluvaiheessa lojaliteettiperiaate konkretisoituu siis erityisesti tiedonantovelvollisuuden kautta. Sama tiedonantoa koskeva velvoitehan puetaan rahoitusneuvottelujen myötä muovautuvassa sopimusdokumentaatioissa yleensä erityiseksi tiedonantokovenantiksi rahoitussuhteen myöhempien vaiheiden hallintaa varten. Erikseen sovittavan yksilöllisen sopimusnormin sisältämä velvoite tiedonantoon kohdistetaan kuitenkin yksinomaan rahoitettavaan. Lojaliteettiperiaatteeseen kytkeytyvä tiedonantovelvollisuus vaikuttaa puo-

¹⁸⁴ Tässä yhteydessä voitaneen puhua myös hyvästä rahoitustavasta, joka koskee kaikkea rahoitustoimintaa rahoitusmuodosta riippumatta, ks. esim. Villa 2003, s. 188.

¹⁸⁵ Hyvä pankkitapa 2001, s. 2.

¹⁸⁶ Hyvä pankkitapa 2001, s. 3. Yrityksen rahoitusympäristön kokonaisvaltaisen tarkastelun yhteydessä on luottolaitosten itsesääntelynormiston rinnalla kiinnostava kysymys myös se, millä tavoin rahoitussuhteita ohjataan oikeudellisesti pääomasijoitustoiminnan puitteissa. Tämän osalta voidaan tässä lähinnä todeta, että Suomen pääomasijoitusyhdistys tarjoaa jäsentensä sijoitusprosessien hallintaa varten osakassopimusmallin, joka on tarkoitettu eräänlaiseksi muistilistaksi ja taustatiedon lähteeksi. Osakassopimusmalli koostuu johdannosta, itse sopimusmallista ja sitä kohta kohdalta selittävästä selitysosasta. Se lähtee liikkeelle yksinkertaisesta perustilanteesta, eikä se esittele laajasti sellaisia sopimusmääräyksiä, jotka voivat vaihdella sijoitussuhteesta riippuen, kuten sijoittajalle annettavat vakuutukset. Uusi osakassopimusmalli on hyväksytty yhdistyksen käyttöön 12.3.2003. Ks. Tähtinen 2003, s. 10–11. Yksityiskohtaisuudessaan, laajuudessaan ja sen käytön yleisyydessä kyseistä osakassopimusmallia voidaan pitää eräänlaisena pääomasijoitustoimialan itsesääntelynä.

lestaan molempia osapuolia velvoittavana oikeusnormina läpi koko sopimussuhteen elinkaaren sen syntyvaiheesta päättymisvaiheeseen.

Mainitunlainen yleisen oikeusnormin ja yksilöllisen sopimusnormin kohtaanto ja tietty päällekkäisyys todentaa juuri sitä Pöyhösen havaintoa, että kovenantit eivät yleensä sisällä uusia, vasta sopimuksella luotavia toimintatapoja, vaan niissä vahvistetaan sellaisia käyttäytymisnormeja, joiden noudattamista luottosuhteen osapuolilta voidaan edellyttää muutoinkin. Pöyhösen mukaan kovenanttien tehtävänä on nimenomaan selventää luotonannossa omaksuttuja vastavuoroisuussuhteita ja tehostaa näin edellytyksiä osapuolten toiminnan tarkempaan oikeudelliseen arviointiin.¹⁸⁷ Näin ollen kovenantit voidaan nähdä osaltaan myös lojaliteettiperiaatteen määrittämien ja korostamien oikeuksien ja velvollisuuksien tapauskohtaisina täsmennyksinä ja eksplisiittisinä lisävahvistuksina.

3.5.2 Muut kovenanttisuhteen kannalta relevantit periaatteet

Kovenanttisuhteen valmistelun yhteydessä lojaliteettiperiaatteen ohella on merkitystä myös muilla oikeusperiaatteilla. Kovenanttien käytön monipuolisia mahdollisuuksia tarkasteltaessa nousee hyvin olennaiseen asemaan sopimusvapaus. Siihen puolestaan kiinnittyy kysymys rahoitussopimuksen erityisehtojen ja laajemminkin sopimuksen sitovuudesta rahoitussuhteen hallintovaiheen muuttuvissa olosuhteissa ja tulevaisuuden eri tilanteissa. Kovenanttisuhteiden kannalta keskeisimpien ja tietyllä tavalla jännitteisten periaatteiden ketjun viimeisen lenkin muodostaa sopimussidonnaisuuden myötä mahdollisesti aktualisoituva kysymys rahoitussopimuksen ja sen yksittäisten ehtojen kohtuullisuudesta. Näillä kaikilla periaatetason näkökulmilla on oma vaikutuksensa jo kovenanttien käyttöönottoa koskevassa ennakoivassa sopimussuunnittelussa. Voidaan myös lähtökohtaisesti olettaa, että vain yhden periaatteen huomioiminen näistä toisiinsa kietoutuvista sopimusoikeuden keskeisistä periaatteista johtaa tässäkin kontekstissa helposti epätasapainoiseen ja häiriöherkkään lopputulokseen.

¹⁸⁷ Pöyhönen 2000, s. 181.

Kovenanttien käyttömahdollisuus perustuu oikeudessamme sopimusvapauteen. Taustalla on se lähtökohta, että Suomen lainsäädännössä ei ole kovenanttien käyttöä koskevia erityissäännöksiä: asiassa vallitsee sopimusvapaus¹⁸⁸. Selytyksenä tälle lienee se, että lainsäätäjät on katsonut yritysrahoituksen sopimusosapuolten asemoituvan toisiinsa nähden siinä määrin yhdenvertaisina sopimuskumppaneina, että rahoitussuhteen erityisehdot voidaan lähtökohtaisesti vapaasti rakentaa sopijapuolten omien tavoitteiden ja niiden pohjalta piirtyvän yhteisen päämäärän mukaisesti. Sopimusvapaus antaa keskeisen roolin sopimusosapuolten vapaalle tahdolle ja keskinäiselle luottamukselle sekä niiden myötävaikutuksella muovautuville yksilöllisille sopimusnormeille.

Kovenanttien implisiittinen olemassaolo ja niiden sisältämien velvoitteiden tosiasiallinen voimassaolo ovat huomionarvoisia asioita erityisesti ennakkoivan juridiikan näkökulmasta. On tärkeää tietää, mistä rahoitussuhdetta solmittaessa nimenomaan sovitaan, mutta myös se, onko olemassa tekijöitä, jotka vaikuttavat jotenkin niihin seikkoihin, joista ei erikseen sovita. Kuten edellä on Pöyhösen esitykseen viitaten todettu, kovenantit eivät sinällään tuo rahoitussuhteeseen yleistasolla tarkastellen mitään sellaista, mikä ei olisi voimassa jo ilman niitäkin sopimusosapuolten välillä. Näin siis siitä huolimatta, että kovenantteja ei oikeudessamme säännellä *expressis verbis* kirjoitetussa laissa. Tässä yhteydessä voidaan oikeusvertailevana seikkana todeta se, että angloamerikkalaisessa oikeuskulttuurissa ainakin leksikaalisella tasolla tunnetaan käsitepari *express covenant* ja *implied covenant*. Ensin mainitun synonyymina käytetään ilmaisua *covenant in deed* ja viimeksi mainitun vastineena ilmaisua *covenant in law*. Kyse on siitä, että kovenanttisuhteen osapuolten nimenomaisesti selvin sanoin luomat kovenantit erotetaan ainakin typologisesti niistä piilevistä kovenanteista, jotka voidaan päätellä sopimuskokonaisuudesta ja osapuolten käyttäytymisestä.¹⁸⁹ Käytetyt termit ilmentävät kovenanttien nor-

¹⁸⁸ Sopimusvapauden oikeudellisen merkityksen havainnoimiseksi lainsäätäjän halua puuttua tiettyyn oikeudellisesti relevanttiin kysymykseen voidaan tarkastella asteittain voimistuvan, kolmitasoisien sääntelymallin kautta. Täydellisen sopimusvapauden sijaan lainsäätäjät voi myös katsoa parhaaksi antaa asiassa dispositiivisen eli tahdonvaltaisen normituksen, jonka sääntelyssä kysymyksessä sopimusosapuolet voivat vielä halutessaan sopia asiasta toisin. Vaikutukseltaan voimakkainta ja sopimisen mahdollisuuden täysin poissulkevaa on absoluuttinen eli ehdoton normitus. Toisin sopimisen mahdollisuus on tällöin haluttu estää täysin esimerkiksi heikomman sopijapuolen suojaamiseksi. Vielä hieman hienovirtteisemmässä tarkastelussa tähän sääntelymalliin kuuluu neljäs normitaso. Semidispositiivinen eli suhteellisesti dispositiivinen oikeussäännös sijoittuu dispositiivisen ja absoluuttisen väliin; kyseessä puolittain pakottava oikeusnormi, jonka osalta voidaan sopia toisin vain tietyllä edellytyksellä. Esimerkkinä tällaisesta mahdollisuudesta sopia yksittäistapauksessa toisin voidaan mainita osakeyhtiön yhtiökoukouskutsua koskevat säännökset (OYL 9 luku), joiden osalta osakkaat voivat yksittäistapauksessa yksimielisesti sopia, ettei näitä muodollisuuksia noudateta, ks. Rissanen et al. 1999, s. 219.

¹⁸⁹ Ks. Black's Law Dictionary 1999, s. 369–370. Samassa yhteydessä sanakirja esittelee erikseen myös termin *implied covenant of good faith and fair dealing*, minkä perusteella on havaittavissa, että ilmaisulla *implied covenant* voidaan ainakin apumääritteenä viitata tietyn nimenomaisen sopimuskokonaisuuden ja -käyttäytymisen ohella myös yleisempään, periaatetason oikeusohjeeseen kovenantin olemassaolon perustana. Samaa asiakokonaisuuteen tavallaan sen ylätasolla liittyy kysymys eksplisiittisistä ja implisiittisistä sopimuksista. Viimeksi mainitut

miperustan tällöin olevan toisaalta sopimusnormeissa ja toisaalta muissa oikeusnormeissa.

Yksilöllisten sopimusnormien kautta luotavien kovenanttien rinnalle voidaan Suomen lainsäädännöstäkin nostaa esille eräitä lainkohtia, joihin voidaan katsoa lakisääteisenä sisältyvän eräänlainen epäsuora ja yleisluonteinen kovenantti tai ainakin jonkinlainen eksplisiittisen kovenantin viitteellinen lähtökohta. Keskeisenä yhtiöoikeudellisena normistona tässä suhteessa nähtävissä osakeyhtiölaki. Ensinnäkin voidaan todeta, että OYL 4:1 sisältää insentiivikovenantin eräänlaisen normiperustan, joka oikeuttaa lainanantajan vaihtamaan uusmerkinnässä velkakirjansa yhtiön osakkeisiin. OYL 5:1.2 ilmaisee puolestaan nimenomaan pääomalainaan liittyvän lakimääräisen *negative pledge* -lausekkeen eli vakuuden asettamiskielton. OYL 5:1.4 määrää pääomalainoille keskenään yhtäläisen oikeuden yhtiön varoihin, mutta tämä lakisääteisesti luotu *pari passu* -periaate on normiluonteeltaan dispositiivinen. Tietynlaiselle kontrollikovenantille luodaan legaalinen perusta ja raamitus OYL 8:1.2:ssa, jossa avataan yhtiöjärjestyksen määräyksen kautta mahdollisuus yhtiön hallituksen osittaiseen nimeämiseen ohi yhtiökokouksen. OYL 12:6.6 määrää puolestaan yhtiön lähipiiriin kuuluvan henkilön velvoitteesta annettavaa vakuutta koskien vakuudenantorajoitteen, mutta ei siis kuitenkaan täyttää vakuuden asettamiskieltoa. Kovenanttien implisiittistä normitaustaa hahmotettaessa voidaan yhtiöoikeudellisina normeina huomioida myös AML:n (erit. 2 luku) sekä KPL:n (erit. 3 luku) ja KPA:n (erit. 2 luku) säännökset. Ne määrittävät ja sääntelevät keskeisesti yritystietoa ja sen jakamista. Niiden kautta tulee yrityksen sidosryhmien yleisten lakisääteisten tiedonsaantioikeuksien kautta vähimmäistasolla suojatuksi myös yrityksen rahoittajien tiedolliset intressit. Näin toimiessaan nämä säännökset luovat tietynlaista lakimääräistä perustaa myös erikseen sovittaville tiedonantokovenantteille.

Prosessioikeudellisesta lainsäädännöstä voidaan myös havaita eräitä kovenantteihin viittaavia piirteitä. TakSL:n 14 § määrää vakuuden peräytymisestä. Se ei siis säädä varsinaista ennalta vaikuttavaa vakuuden asettamiskieltoa vaan se tarjoaa repressiivisen täydennyksen velkojen suojaan silloin, kun vakuudesta ei ole sovittu velan syntyessä, ja vakuus on luovutettu myöhemmin kuin kolme kuukautta ennen määräpäivää. Velallisen läheisen ollessa kyseessä tuo kriittinen määräaika on puolestaan kaksi vuotta. Tähän normiin voidaan siis katsoa sisältyvän yleinen ja epäsuora vakuuden asettamiskielto, jota on kuitenkin tietyllä tavoin ajallisesti rajoitettu. MJL:n 2 § puolestaan sisältää eräänlaisen *pari passu* -periaatteen, kun se yrityksen purkautumisen ja konkurssin varalle säättää velkojille yhtäläisen oikeuden saada maksu saataviensa suuruuden mukaisessa suhteessa¹⁹⁰. Lisäksi rikosoikeudellisesta normistosta löytyy yleistasoisena ja *ultima ratio* -luonteisena sellaisia mekanismeja, joita rakennetaan proaktiivisesti ja tapauskohtaisesti rahoitussopimusten erityisehdoilla. Tällaisena on nähtävissä esimerkiksi RL 39:6:n velkojansuosintaa koskevan normi, jonka keskeisenä ajatuksena on tietyn velkojan suosimisen kieltö, eli *e contario* -tarkastelussa normi edellyttää *pari passu* -periaatteen mukaisesti velkojille yhtäläisiä oikeuksia erityisesti normin tarkoittamassa velallisen tiedostamassa maksukyvyttömyystilanteessa.

sopimukset rakentuvat Määtän mukaan osapuolten yhteisten odotusten varaan ilman, että asiasta on olemassa minkäänlaista tahdonilmaisua. Ks. aiheesta lisää Määtä 1998, s. 56.

¹⁹⁰ Ks. Villa 2001a, s. 61, missä tämä oikeussäännös huomioidaankin nimenomaan *pari passu* -periaatteen ilmentymänä.

Sopimusoikeuden keskeisenä lähtökohtana on pidetty oikeussubjektien yksityisautonomiia. Se ilmentää Aarnion mukaan sopimusoikeuden toista kulmaki-
veä, sopimusvapauden periaatetta. Sen mukaan yksilölle kuuluu valta itse päät-
tää etunsa mukaisista oikeustoimista.¹⁹¹ Pöyhönen on todennut sopimusvapau-
den olevan modernin länsimaisen sopimusjuridiikan keskeinen ja loputtoman
produktiivinen idea¹⁹². Yksityisoikeuden perustavana instituutiona sopimusva-
paus on hänen mukaansa olennainen juuri siksi, että taloudellista yhteistoimin-
taa harjoittavat osapuolet pystyvät itse omaksumaan liiketaloudelliseen markki-
na-asemaansa parhaiten sopivan toiminnallisen järjestelyn¹⁹³. Näkökulma ku-
vaa hyvin sopimusvapauden mahdollistavaa merkitystä myös kovenanttien yh-
teydessä. Nimenomaan sopimusvapaus luo tarvittavat edellytykset yritysrahoi-
tuksen mittaville ja kompleksisille kokonaisjärjestelyille, jotka nojautuvat rahoi-
tusratkaisujen tapauskohtaiseen räätälöintiin ja erilaisten finanssi-
innovaatioiden eli rahoitusvälineiden taloudellis-juridisen tuotekehitystyön tulos-
ten hyödyntämiseen. Ratkaisuisaan tällainen toiminta nojautuu yleensä pitkälti
angloamerikkalaisen rahoituskäytännön malleihin. Voidaan puhua erityisestä
financial engineering -toiminnasta¹⁹⁴.

Sopimusvapauden elementeistä kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen syntyvai-
heessa on merkittävässä, sopijapuolten yhteisen tarkoituksen ja yksilölliset ta-
voitteet mahdollistavassa asemassa juuri sisältövapaus. Sitä pidetäänkin sopi-
musvapauden keskeisimpänä elementtinä ja jopa sopimusvapauden synonyy-
mina. Sisältövapauden johdosta sopijapuolilla on tietty vapaus päättää sopi-
mussuhteensa sisällöstä eli valta määrätä sopimuksen ehdoista, myös erityis-

¹⁹¹ Aarnio 1987, s. 400.

¹⁹² Pöyhönen 1998, s. 238.

¹⁹³ Pöyhönen 2002, s. 577–578. Pöyhönen arvioi tässä yhteydessä sopimusvapauden taloudel-
lista tehokkuutta luovaa luonnetta erityisesti tyyppivapauden kautta. Ainoastaan tiettyjen sopi-
mustyyppien salliminen johtaisi siihen, että osapuolet joutuisivat suuntaamaan ja muokkaamaan
toimintaansa sellaiseksi, joka mahdollistaisi valmiiden sopimustyyppien käytön. Tästä aiheutuisi
lisäkustannuksia yhteistoiminnalle. Lisäkustannukset jäivät Pöyhösen mukaan vähäisemmiksi,
jos juridiikka tarjoaa sitovuuspanoksensa mille tahansa osapuolten sopimusjärjestelylle ilman
erityistä sopimustyyppittelyä. Tämän tosiasian rinnalla voidaan kuitenkin korostaa myös niitä
kustannusetuja, mitä toisaalta saavutetaan esimerkiksi sillä sopimusvapautta formuloivalla
sääntelyllä, kun lainsäätäjä tarjoaa liikekumppanuuteen tähtääville osapuolille käyttöön osake-
yhtiömuodon eräänlaisena vakiosopimuksena ja valmiina organisoitumismallina. Kyseisen yh-
tiömuodon tuomien sopimustoiminnallisten transaktiokustannussäästöjen ohella osakeyhtiöinsti-
tuution voittokulun transnationaalista luonnetta selittänee parhaiten sen tarjoamat mahdollisuu-
det pääoman tehokkaan keräämisen välineenä. Huomionarvoista joka tapauksessa on, että
osakeyhtiöön legalisoituna sopimustyyppinä ja yhtiömuotona kuuluvista vähemmistösuojasta ja
pakottavista säännöksistä huolimatta sen perustana vaikuttaa nimenomaan osakkaiden sopi-
musvapaus. Ks. Rissanen et al. 1999, s. 219; Villa 2003, s. 85–87.

ehdoista¹⁹⁵. Vapaus ei ole kuitenkaan rajaton. Toisin sanoen sopimuksen sitovuuden rajat eivät ehdottomasti ja pysyvästi ole juuri ne samat, mitkä sopijapuolet ovat sopimusvapauden puitteissa sopimukseensa kirjanneet. Sopimusvapautta rajoittavina tekijöinä on jo sopimussuunnittelussa huomioitava pakottava lainsäädäntö sekä sopimuksen sovittelua koskeva säännöstö.¹⁹⁶

Sopimusvapautta rajoittava pakottava sääntely tarjoaa myös rahoitussuhteen osapuolille vähimmäissuojaa. Esimerkkinä tällaisesta transaktiokustannuksia alentavasta ja velkojen riskiposition yhdenvertaisuutta lisäävästä sääntelystä voidaan mainita MJL:ssa määrätty velkojen maksusaantijärjestys velallisyhtiön konkurssissa. Kuten edellä on todettu, tämän oikeussäännöksen kautta asiaan luodaan eräänlainen legaalinen *pari passu* -tila. Kyseisen sääntelyn pakottavuudesta sekä takaisinsaantisääntelystä seuraa, että velallinen ei voi suosia tiettyä velkojaa, sillä yhtä tai useampaa velkojaa suosivat sopimukset ovat konkurssissa pätemättömiä.¹⁹⁷

Liike-elämän sopimusehtojen osalta pakottavana yleissäännöksenä sopimusvapautta rajoittaa ja vastapainoisesti kohtuuden merkitystä korostaa elinkeinonharjoittajien välisistä sopimusehdoista annetussa laissa määrätty sopimusehtojen kohtuuttomuuden kielto. ElinkSopL 1 §:ssä on kyse kollektiivisesta ja ennakolta vaikuttavasta elinkeinoelämän sopimusehtojen sääntelystä, ja sen laajaan soveltamisalaan kuuluvat myös rahoitussopimusten erityisehdot, kovenantit¹⁹⁸. Sen mukaan elinkeinonharjoittajan käyttämä ehto ei saa olla toisen osapuolten kannalta kohtuuton ottaen huomioon heikomman osapuolen suojan tarve ja muut asiaan vaikuttavat seikat.¹⁹⁹

¹⁹⁴ Ks. lisää esim. Lauriala 2001, s. 76.

¹⁹⁵ Wilhelmsson on halunnut huomioida sopimusvapaudessa sen kaksi eri merkitystä: juridisen ja tosiasiallisen sopimusvapauden. Viimeksi mainitulla halutaan viitata sopijapuolen reaalisiin mahdollisuuksiin vaikuttaa sopimussuhteittensa sisältöön. Niinpä toisen sopijapuolen rajoitettu tosiasiallinen sopimusvapaus voi olla seurausta juuri laajasta juridisesta sopimusvapaudesta. Ks. Wilhelmsson 1994a, s. 775–776.

¹⁹⁶ Wilhelmsson 1994a, s. 776–777.

¹⁹⁷ Villa 2003, s. 167–168.

¹⁹⁸ ElinkSopL soveltuu siis sopimuksiin, joita käytetään useamman kuin yhden sopimusosapuolen kanssa, ja sopimus voi olla vakioehtoinen tai yksilöllinen, ks. esim. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 72; Tuomisto 1998, s. 100.

¹⁹⁹ Markkinaoikeus voi kieltää kyseistä säännöstä rikkovaa elinkeinonharjoittajaa jatkamasta kohtuuttoman ehdon käyttämistä. Kieltoa tehostetaan uhkasakolla, jollei se erityisestä syystä ole tarpeetonta (ElinkSopL 1.2 §).

Sopimusehtojen kohtuuttomuutta torjutaan myös rahoitustoiminnan erityissääntelyn kautta, sillä luottolaitostoiminnasta annetun lain mukaisesti Rahoitustarkastus valvoo luottolaitosten eli lähinnä velkarahoitusta tarjoavien pankkien käyttämien sopimusehtojen kohtuullisuutta (LLL 84 §). Yrityksen rahoituskokonaisuuden kannalta on siis huomionarvoista, että LLL:n säännökset eivät ole sovellettavissa muiden rahoittajien kuin luottolaitoksen ja yrityksen välisissä sopimussuhteissa. Tämän selvärajaisen lähtökohdan rinnalla on syytä kuitenkin huomioida, että kohtuus oikeutemme sisältävänä oikeusperiaatteena on luonteeltaan yleinen ja yhtäläinen. Yksittäisten oikeussuhteiden ja erilaisten sopimustyyppien osapuolille sitä tulisi jo lähtökohtaisesti olla tarjolla tasapainoisesti, mutta tarvittaessa sitä voidaan tuomioistuimen toimesta *in casu* osoittaa oikeussubjekteille oikeudenmukainen määrä. Liikesuhteiden kohtuullisuusstandardit ovat tällaisessa punninnassa hieman toiset kuin kuluttajasuhteiden. Liike-elämän sopimussuhteissakin kohtuutta voidaan kuitenkin hakea analogian kautta myös sellaisista säännöksistä, jotka eivät sääntele juuri samanlaista oikeussuhdetta, mutta varsin pitkälti kyseisenkaltaista oikeussuhdetta²⁰⁰.

Luottolaitostoiminnan osalta kohtuuttomuusarviointiin sovelletaan LLL 83.1 §:ää, joka on normina saanut vaikutteita yleisestä sopimusoikeudellisesta sovittelessä säännöstä (OikTL 36 §)²⁰¹. Viimeksi mainittu suuri yleislauseke on luonteeltaan erityisesti jälkikäteiskontrollisäännös. LLL:n kohtuussäännöstä voidaan puolestaan pitää nimenomaan sääntelynormina, jonka kautta pyritään vaikuttamaan jo ennakolta useissa sopimussuhteissa käytettävien ehtojen asianmukaisuuteen.²⁰² Kyseisessä LLL:n säännöksessä listataan myös tyyppikohtuuttomuutta edustavat luottoannon sopimusehdot²⁰³. Luottolaitosten sopimusehtojen kohtuullisuuden kontrollikeinoihin liittyy lisäksi luottolaitosten velvollisuus toimit-

²⁰⁰ Ks. Tuomisto 1998, s. 99 alav. 231, missä hän toteaa esityksessään käsittelemistään kohtuullisuuden suuntaviivoista olevan hyötyä myös muidenkin tahojen kuin pelkästään luottolaitoksen ja luotonottajan välisissä sopimussuhteissa.

²⁰¹ Tuomiston mukaan LLL 83.1 §:n 1. virkkeen loppuosan sisältämää määräystä voidaan pitää eräänlaisena luottolaitostoimintaan liittyvänä kohtuullisuuden yleislausekkeena, ks. Tuomisto 1998, s. 102.

²⁰² Ks. Tuomisto 1998, s. 100. Tuomisto näkee ainakin jonkinlaisena ongelmana sen, että luottolaitoksen asiakkaana olevan luotonottajan turvana ovat ainoastaan OikTL 36 §:n ja LLL 83.1 §:n kaltaiset yleiset kohtuullisuussäännökset, ks. Tuomisto 1998, s. 197.

²⁰³ Sopimusehtoa pidetään kohtuuttomana aina, jos luottolaitoksen toiminnan ulkopuolisten hyödykkeiden 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 rajoitetaan (LLL 83.1 §:n 2. virke).

taa RATAlle käyttämiensä vakioehtoisten sopimusten ehdot (LLL 83.2 §). RATAlle on annettu LLL 86 §:ssä sopimusehtojen kohtuuttomuusharkintaan liittyen vieläpä valta kieltää säännösten tai määräysten vastaisten sopimusehtojen käyttö.

Yleis- ja erityissääntelyn ohella sopimusehtojen kohtuullisuutta edellytetään vielä kolmannella normitasolla, RATAn luottoriskien hallinnasta antamassa yleisohjeessa²⁰⁴. Sen viidennessä, luottopäätöstä käsittelevässä osassa vaaditaan noudatettavaksi asiakkaan näkökulmasta kohtuullisuutta nimenomaan kovenanttien käytön yhteydessä. Tätä ohjetta eli viranomaisen päättämää yleistä sääntöä voidaan ei-sitovanakin pitää merkittävänä kovenantteja koskevana alemmanasteisena erityisnormina²⁰⁵.

Yksittäistapauksessa kovenanttien kohtuullisuuden jälkikäteisarviointi kuuluu yleiselle tuomioistuimelle, joka voi soveltaa sopimusehtojen sovittelussa ja asian ratkaisussa edellä mainittujen oikeusohjeiden ohella OikTL 36 §:n suurta yleislauseketta²⁰⁶. Sovittelua ohjaavana säännöksenä se on siis varsinaisesti jälkikäteinen kontrollikeino, mutta sillä on luonnollisesti jo pelkällä olemassaolollaan myös sopimuskäyttäytymistä ennalta ohjaavaa vaikutusta. Kovenanttien käytön ennakoivassa suunnittelussa on kuitenkin hyvä tiedostaa rahoituskäytännön puitteissa vallitseva melko yleinen näkemys, jonka mukaan kovenantteja hyödyntävässä yritysrahoitussuhteessa ei lähtökohtaisesti katsota esiintyvän sopimusvapauden johdosta tai sopimussitovuuden seurauksena kohtuuttomuutta, koska molemmat osapuolet ovat yhdenvertaisia yrityksiä, joilla on toisiinsa nähden tasapuolisesti rahoituksellista tietotaitoa ja kykyä kantaa vastuuta päätöksistään²⁰⁷. Kovenantteja ei angloamerikkalaisessa yritysrahoituksessa kehitettyinä ja sittemmin kansainvälisten rahoitusjärjestelyiden kautta maahamme tuotuina oikeudellisina siirrännäisinä ole varsinaisesti vielä lainkaan arvioitu suomalaisissa tuomioistuimissa, joten niiden kohtuullisuuteen ja pitävyyteen

²⁰⁴ Ks. RATA 105.13, s. 7.

²⁰⁵ Tässä yhteydessä on syytä huomata, että viranomaisen ohjeiden syrjäyttämiseen vaaditaan aina perusteltu syy, ks. esim. Ahtola 2002, s. 12.

²⁰⁶ Ahtola 2002, s. 13; Hemmo 2001a, s. 74; Tuomisto 1998, s. 99–100.

²⁰⁷ Tämän vallitsevan näkemyksen ulkopuolelle jää kuitenkin ns. pienyritykset. Ks. asiakastyypin merkityksestä rahoitussuhteen arvioinnissa esim. Hemmo 2001a, s. 38–39.

konfliktitilanteissa on tässä mielessä syytä suhtautua tietyssä määrin varovaisesti²⁰⁸.

Modernissa sopimusoikeudessa sopimuksen sitovuuden arvioinnissa sopimuksen sisällölle on alettu antaa entistä enemmän merkitystä. On siirrytty sisältöneutraalisuudesta sisällöllisyyteen. Myös rahoitusympäristössä tämä tarkoittaa siirtymistä perinteisestä kahden osapuolen vastakkainasettelusta kohti yrityksen toimintaympäristöä, läpinäkyvyyttä ja avoimuutta korostavaa sopimuskäsitystä. Kysymys on osaltaan myös sopimuksen näkemisestä prosessina, jolloin huomio kiinnitetään sopimuskumppanien väliseen jatkuvaan, sopimuksellista merkitystä saavaan vuorovaikutukseen. Tällainen ajattelumalli antaa sopimukselle ja sen ehdoille mahdollisuuden muuttua ja muovautua olosuhteiden mukaisesti sopimuskumppaneiden myötävaikutuksella.²⁰⁹

Mainitulla sopimussuhteen tarkastelutavalla on erityistä merkitystä rahoitustoiminnassa, jossa käytetään kovenantteja ja pitkäkestoisia sopimuksia ja jota harjoitetaan yleensä keskimääräistä nopeasyklisemmässä ja muutosalttiimmassa liiketoimintaympäristössä. Räätelöity sopimus erityisehtoineen toimii tällöin keskeisenä yhteistyövälineenä. *Pacta sunt servanda* -periaatteen tiukan soveltamisen sijaan tarvitaan kuitenkin dynaamisempaa sopimista, joka ennakoi sopimussuhteen häiriöt ja epäkohdat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa ja antaa sijaa myös olosuhteiden muutosten myötä muuttuville osapuolten tarpeille siinä määrin, että sopimussuhde pysyy mahdollisimman tasapainoisena läpi koko sen elinkaaren²¹⁰. Nykyaikainen yhteistoimintasopimus ennakoi ja huomioi kattavasti siihen vaikuttavat oikeusperiaatteet, mutta samanaikaisesti sen kautta kiteytyy hyvin selkeänä sopimuksella tavoiteltava yhteinen liiketoiminnallinen päämäärä. Tällöin oikeusperiaatteetkin toteutuvat sopimussuhteessa sopimuskumppaneiden edun ja tahdon mukaisesti optimaalisina.

²⁰⁸ Kotimainen oikeustila on jokseenkin yhtä epävarma esimerkiksi osakassopimusten osalta, ks. Taskinen 2002, s. 103.

²⁰⁹ Lauriala 2001, s. 23–24; Pöyhönen 1988, s. 215; Villa 2003, s. 168–169. Ks. lisää sopimuksen prosessikäsityksestä Pöyhönen 1988, s. 211–231.

²¹⁰ Ks. esim. Häyhä 1996a, s. 317, missä hän toteaa *pacta sunt servanda* -periaatteen toimivan käytännön kannalta katsoen heikosti nimenomaan pitkäaikaisille sopimuksille ominaisissa olosuhteissa.

4 KOVENANTIT RAHOITUSJÄRJESTELYN NEUVOTTELUKOHTENA

4.1 Rahoitusneuvottelujen oikeudelliset pääpiirteet

Yrityksen rahoitusratkaisun rakentaminen edellyttää lähtökohtaisesti aina neuvottelua. Neuvottelutoiminnalle on tarvetta erityisesti kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmistelun puitteissa. Yritys on valmis neuvottelupöytään potentiaalisen rahoittajan kanssa, kun yrityksessä on rahoitussuunnittelun kautta muodostunut riittävän selkeä käsitys yrityksen talouden ja rahoituksen tämän hetken lähtökohdista ja tulevaisuuden tavoitteista sekä keskeisimmistä rahoituksellisista preferensseistä. Yrityksen rahoituksen toimintaprosessin kannalta kysymys on vaiheittaisesta etenemisestä suunnittelun jälkeen potentiaalisen sopimus-kumppanin informointiin ja edelleen osapuolten väliseen neuvotteluun. Samanaikaisesti kyse on tietyssä määrin toiminnan painopisteen siirtymisestä yritystoiminnan strategiselta tasolta enemmän taktiselle ja operatiiviselle tasolle. Tässä vaiheessa yrityksen edustajilla tulee siis olla taitoa ja valmiutta tarkastella yrityksen rahoitusratkaisun operatiivisimpiakin osia yritystoiminnan kokonaisedun strategisesta näkökulmasta. Tällöin neuvottelijoilla on myös selkeä kuva rahoituksen sopimussuhteeseen liittyvien kysymysten prioriteetista ja siitä, mihin seikkoihin neuvotteluresursseja on hyödyllistä käyttää²¹¹.

Kovenanttisuhdetta koskevien sopimusneuvottelujen tarkastelulle tämän tutkielman puitteissa tuo oman haasteensa se, että tästä varsin käytännönläheisestä kysymyksestä ei ole ollut käytettävissä empiiristä aineistoa tai muuta omakohtaista kokemustietoa. Lisäksi asiassa vaikuttaa taustalla se lähdeaineistoa koskeva yleinen lähtökohta, että sopimusoikeudellisessa kirjallisuudessa ei ole kovin paljoa käsitelty sopimuksen tekemiseen liittyvää problematiikkaa, vaan tarkastelun painopiste on kohdistunut olemassa oleviin sopimuksiin liittyvien oikeudellisten ongelmien jälkikäteiseen ratkaisuun²¹². Tässä yhteydessä kiin-

²¹¹ Ks. Hemmo 2001b, s. 54, missä hän toteaa sopimusten aukollisuuden olevan hyväksyttävä sopimustekniikan lähtökohta,.

²¹² Sopimusoikeuden painottumisesta liike-elämän käytäntöjen tarkastelun, arvioinnin ja kehittämisen sijaan liiaksi tuomioistuinjuridiikkaan on esitetty kommentteja kotimaisessa sopimusoikeudessa jo pidemmän aikaa. Nystén-Haarala toteaa ongelman olevan erityisesti siinä, että sopimusoikeuden sentralistinen logiikka ja toisaalta taloudellinen logiikka ovat erilaisine tavoitteineen vaikeasti yhteen sovitettavissa. Ratkaisuna hän näkisi kuitenkin sen, että sopimuskäytäntö ja sopimuskäyttämisen tutkiminen otettaisiin täydentäväksi näkökulmaksi ja osaksi sopimusoikeuden tutkimusta. Ks. Nystén-Haarala 1999, s. 209. Hemmo on puolestaan toden-

nostava kysymys on kuitenkin juuri se, kuinka kovenanttipohjaista rahoitusta koskevat sopimusneuvottelut saadaan käytännössä toteutettua ja ennalta ohjattua niin, että niiden puitteissa tehtävät päätökset ja neuvottelujen kautta muodostuvat mekanismit toimivat ja kestävät koko rahoitussuhteen elinkaaren ajan läpi muuttuvien olosuhteiden. Yleisen sopimustoiminnallisen kokemustiedon pohjalta voidaan lähtöoletuksena esittää, että neuvotteluprosessin tulokset vaikuttavat ratkaisevasti kovenanttisuhteen kokonaisvaltaiseen onnistumiseen.

4.1.1 Sopimusneuvottelut sopimusehtojen laadintaforumina

Sopimusneuvottelujen pääasiallisena tarkoituksena voidaan pitää sen selvittämistä, tahtovatko osapuolet sitoutua neuvottelujen kohteena olevaan järjestykseen. Sopimuksen solmimista edeltävä erityinen neuvottelutarve johtuu paljolti siitä, että osapuolten on keskustelujen ja muun vuorovaikutuksen kautta saatava selville, millaiset yksityiskohdat eli lähinnä nimenomaan sopimusehdot sopimukseen halutaan puolin ja toisin kirjata. Sopimusta pidetään monissa yhteyksissä luonteeltaan siinä määrin ainutkertaisena, laajana tai jotenkin muuten sellaisena, että toinen osapuoli ei voi sitä yksipuolisesti laatia vastapuolen hyväksyttävissä olevaan muotoon. Sopimusneuvotteluilla voidaan laajasti ymmärrettynä tarkoittaa kaikkia niitä valmistelutoimia, joiden kautta osapuolet pyrkivät erikseen tai yhdessä selvittämään, onko heidän kesken kaksipuolisena oikeustoimena mahdollista saada aikaan sopimus.²¹³

Osapuolten etujen on nähty olevan sopimuksentekovaiheessa jopa selvästikin vastakkaiset²¹⁴. Tällöin on varsin odotettua ja luonnollista myös se, että osapuo-

nut, että sopimusoikeuden empiirinen tarkastelu saattaisi tarjota muun muassa välineen sopimukseen liittyvien häiriötekijöiden entistä parempaa ennakoimiseen, jolloin myös sopimuskäytäntöjen kehittäminen voisi olla mahdollista, ks. Hemmo 2001b, s. 51.

²¹³ Ks. Hemmo 1997a, s. 134; von Hertzen 1983, s. 5; Häyhä 1994, s. 754.

²¹⁴ Ks. esim. Rudanko 1994, s. 450. Ks. myös Muukkonen 1993, s. 1043, missä hän kommentoi Rudangon näkemyksen ohella Halilan samankaltaista lausumaa sopimussuhteen eri kehitysvaiheiden merkityksestä joko osapuolten intressejä erottavana tai yhdistävänä tekijänä. Asiasta voidaan kuitenkin esittää erilaisia näkemyksiä. Mielestäni jo se, että kaksi liiketaloudellista toimijaa vapailla ja laajoilla markkinoilla kohtaavat ja ryhtyvät sopimussuhdetta valmisteleviin toimiin, impikoi vahvasti jostain toimijoita yhdistävästä tekijästä ja mahdollisesta liiketaloudellisesta kumppanuudesta. Myöskään se, että kyseiset toimijat edustavat potentiaalisen oikeustoimen (esimerkiksi kauppa) syntymiselle välttämättömiä vastakkaisia osapuolia (myyjä ja ostaja) ei nähdäkseni vielä voi tarkoittaa varsinaista vastakkainasettelua saati intressikonfliktia, sillä molempien osapuolten yhteisenä päämääränään on juuri tuo sama transaktio. Nämä perustavat lähtökohdat on hyvä pitää mielessä myös silloin, kun tarkastellaan kulloistakin transaktiota kos-

let pyrkivät salaamaan oman neuvottelustrategiansa ja -taktiikkansa²¹⁵. Nähtiinpä sopimusneuvotteluissa sitten suoranaisia vastakohtia tai vain saman asian eri puolia, niin varsinkin komplisoidumpien sopimusjärjestelyiden lukuisien yksityiskohtien huomioiminen ja hiominen lataa odotuksia sopimusneuvotteluille sopimussuhteen valmisteluvaiheen tärkeänä osana. Nimenomaan neuvottelujen kautta sopimukseen pyrkivien osapuolten on löydettävä kestävä perusta sopimukselleen ja kyettävä laatimaan sopimussuunnittelun tarjoaman tiedon pohjalta toimivat ja molempia sopijapuolia kokonaisvaltaisesti tyydyttävät sopimusehdot. Kovenanttien käytön yhteydessä neuvottelujen merkitys rahoitussuhteen menestystekijänä korostuu: nimenomaan rahoitusneuvotteluihin kohdistuvana tavoitteena on luoda, kartoittaa ja koota tarvittavat edellytykset erityisehdoin tapahtuvalla rahoitukselle sekä toisaalta rakentaa lopullisesti nuo nimenomaiset erityisehdot, kovenantit.

Häyhän mukaan sopimuksenteon lähtökohtana on epävarmuus. Sopimustoiminnan tarkoituksena on neuvoteltavien sopimusehtojen kautta poistaa tämä epävarmuus. Sopimusoikeutemme periaatteiden mukaan sopimuksen sisällön määräytyminen ja näin ollen myös sopimuksen ehdoista sopiminen on ainakin lähtökohtaisesti osapuolten vapaan tahdon ja oman aktiivisuuden varassa. Häyhä toteaa sopimusoppimme lepäävän olettamalla, jonka mukaan vapaat markkinat on ymmärrettävä rationaalisten toimijoiden pelikenttänä, jossa kullakin toimijalla on vapaa mahdollisuus itsensä yksilölliseen toteuttamiseen. Sopimus toimii tällä avoimella pelikentällä nimenomaan tulevaan varautumisen välineenä. Sopimusoppimme lähtökohtien mukaan edunvalvonta sopimuksenteossa edellyttää sopimuskumppanien omaa kykyä ja taitoa ennakoida tulevia tapahtumia.²¹⁶

Kuten edellä on todettu, kovenanttipohjaisessa rahoituksessa on yleensä kyse pitkäkestoisesta ja erityisluonteisesta rahoitusyhteistyöstä, joka edellyttää selkeiden, ennakoivien ja tietyssä määrin dynaamisten sopimusehtojen ohella ko-

kevan sopimuksen yksityiskohtien, kuten kaupan kohteesta suoritettavan vastikkeen, neuvottelua. Tällöin mukaan kuvaan tulee luonnollisesti tekijöitä, joissa toimijoiden intressit ovat kyllä vastakkaiset, mutta niiden mahdollisesti aiheuttamien konfliktien tasapainoiseen ja kestäväan ratkaisuun pitäisi olla keinot ja riittävä insentiivi olemassa, mikäli vain kyseinen transaktio kokonaisuuksena arvioiden ylipäänsä on molempien osapuolten intressien mukainen.

²¹⁵ Ks. Hemmo 1997a, s. 134.

²¹⁶ Häyhä 1996a, s. 314.

ko sopimustoiminnalta avoimuutta, yhteistoimintaa ja vastavuoroisuutta. Sopimussuhteen laatua ja luonnetta koskevat erityisvaatimukset heijastuvat myös jo mainitunkaltaista rahoitussuhdetta koskeviin neuvotteluihin. Pitkäkestoisen sopimussuhteen tärkeänä rakennusaineena toimivasta yhteistoiminnallisuudesta seuraa sopijapuolille lojaliteettivaatimuksia, jotka kohdentuvat jo neuvotteluvaiheessa osapuolten sopimuskäyttäytymiseen.

Oikeuskirjallisuudessa lojaliteettivelvollisuus onkin jaettu sopimuksen syntymistä edeltävään lojaliteettivelvollisuuteen ja sopimuksen syntymisen jälkeiseen lojaliteettivelvollisuuteen. Ensin mainitusta käytetään nimitystä neuvottelulojaliteetti, jälkimmäisestä täyttämislojaliteetti.²¹⁷ Mähösen mukaan neuvottelulojaliteetti tarkoittaa velvollisuutta käydä sopimusneuvotteluja hyvässä uskossa ja rehellisesti. Hänen mielestään vastapuolen luottamusta siihen, että neuvottelut johtavat sopimukseen, ei saa rikkoa.²¹⁸ Wuolijoki pitää Mähösen ilmaisun muotoilua tahottoman jyrkkänä, sillä neuvottelut saattavat hänen mukaansa kariutua aivan sallitusti, vaikka osapuolet luottavatkin sopimuksen syntymiseen. Niinpä Wuolijoen mielestä olisi oikeampaa puhua siitä, että ”vastapuolen *perusteltua* luottamusta sopimuksen syntymiseen ei saa rikkoa” (kurs. tässä).²¹⁹

Neuvottelulojaliteetin arvioinnin yhteydessä on kuitenkin otettava huomioon, että sopimusoikeutemme mukaan sopimusneuvottelut eivät sido. Sopimusneuvotteluja koskeva sääntely sallii neuvottelukumppanin vaihdokset ja antaa pääsääntöisesti vapauden vetäytyä sopimushankkeesta seuraamuksitta. Neuvotte-

²¹⁷ Ks. Muukkonen 1993, s.1045; Mähönen 2000b, s. 135; Wuolijoki 2003, s. 25. Muukkonen käyttää neuvottelulojaliteetin synonyymina myös ilmaisua *kontrahoimislojaliteetti*. Muukkonen on pitänyt tätä perinteikstä jakoa tarkoituksenmukaisena sillä perusteella, että sopimuksen tekoon ja tehtyyn sopimukseen liittyvät ongelmat poikkeavat paljon toisistaan lojaliteettivaatimuksenkin näkökulmasta.

²¹⁸ Mähönen 2000b, s. 135. Kuten edellä lojaliteettiperiaatteen käsittelyn yhteydessä on jo todettu, neuvottelulojaliteettia on käsitelty ja määritelty myös korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 1993:130. Tähän harvinaiseen lojaliteettiperiaatetta soveltavaan oikeustapaukseen onkin viitattu oikeuskirjallisuudessa usein.

²¹⁹ Wuolijoki 2003, s. 25. Neuvottelulojaliteetin luoman suojan laajuutta koskevan keskustelun taustalla on nähtävissä yksityisoikeudessa itsenäistä normatiivista vaikutusta kasvavasti saanut menneeseen kurkottava tradition mekanismi. Häyhän mukaan tradition mekanismi tunnustaa, että oikeussuhteen osapuolilla on olemassa normatiivisesti latautuneita odotuksia jo ennen kuin he asettuvat oikeudellisesti merkitykselliseen suhteeseen toistensa kanssa. Tradition mekanismin kasvavan merkityksen myötä sopimusoikeudessa tapahtunutta muutosta Häyhä kuvaa: ”Siinä missä perinteisesti on ajateltu vasta syntyneen sopimuksen antavan perustan oikeudellisesti suojatuille odotuksille (*legitimate expectations based on contracts*) annetaan nykyisin suojaa myös tätä aikaisemmassa vaiheessa syntyneille odotuksille (*contracts based on legitimate expectations*). Ks. Häyhä 1998, s. 119–121.

luvaihetta koskee siis neuvotteluvapauden ja -riskin periaate.²²⁰ Ennakoivassa sopimustoiminnassa on syytä silti tiedostaa neuvotteluvastuu. Neuvottelukumppanin tuottamuksellista menettelyä neuvotteluvaiheessa voidaan nimittäin tarvittaessa arvioida sopimuksentekotuottamuksen (*culpa in contrahendo*) näkökulmasta²²¹.

Sopimuksentekotuottamuksella tarkoitetaan Hemmon mukaan tavallisimmin sopimusneuvottelujen keskeytymisen tai sopimuksen pätemättömyyden aiheuttaman vahingonkorvausvastuun perustetta. Kyse on tuottamuksesta sopimusta tehtäessä tai sopimuksen tekemisessä. Näitä vastuukysymyksiä arvioidaan omana ryhmänään lähinnä siksi, että niiden suhde sopimusperusteisen ja sopimuksenulkoisen korvausvastuun erotteluun on erityislaatuinen. *Culpa in contrahendo* -opin juuret tuovatkin Hemmon mielestä esille juuri sen, miten vastuutilanteet on nähty tasapainoiluna sopimusperusteisen ja sopimuksenulkoisen vastuun välillä²²². Von Iheringin esittämään perusajatukseen pohjautuen sopimustekotuottamuksen ydin on Hemmon mukaan siinä, että ”ryhtyessään valmistelemaan sopimusta osapuolet siirtyvät sopimuksenulkoisille suhteille ominaiselta negatiivisten velvoitteiden alueelta kohti sopimussuhteille luonteenomaisia positiivisia huolellisuusvelvoitteita”. Sopimuksen valmistelua on siis neuvotteluvastuun kannalta arvioitava oikeudellisesti toisin kuin puhdasta sopimuksenulkoista suhdetta, vaikka kysymys ei kuitenkaan ole vielä sopimusperusteisesta suhteesta.²²³

Pitkäkestoisten sopimussuhteiden yhteydessä on syytä huomioida myös se, että neuvottelujen kautta syntyvät yksityiskohtaiset ja räätälöidyt sopimusehdot ovat kuitenkin vain osa sopimuskokonaisuutta; hyvin merkityksellisiä on myös monet muut sopimussuhdetta rakentavat seikat, joita ei ole sopimukseen kirjattu. Jotta sopimus aidosti toimii yhteistyön välineenä, siinä tulee Pohjosen mukaan

²²⁰ Halila 1994, s. 66; Häyhä 1994, s. 754; Häyhä 1996a, s. 313.

²²¹ Mähönen näkee sopimuksentekotuottamuksen kuvaavasti neuvottelulojaliteetin käänköpuolena, ks. Mähönen 2000b, s. 136. Sopimuksentekotuottamuksen ohella käytetään myös ilmaisuja *sopimuksentekorikkomus* ja *sopimusneuvottelutuottamus*, ks. Halila 1994, s. 65; Pöyhönen 2000, s. 148.

²²² Doktriinin kehittäjänä pidetään Rudolph von Iheringiä, joka vuonna 1861 julkaistussa kirjoituksessaan toi esiin sopimuksen valmistelua koskevan oikeussuhteen erityislaadun, ks. Hemmo 1997a, s. 133.

²²³ Hemmo 1997a, 132–134. Ks. vastuusta sopimusneuvotteluissa myös Huhtamäki 1993, s. 64–67.

luoda yhteistoiminnan suuntaviivat ja täsmentää ne tarkoitukset ja päämäärät, joihin osapuolet halutaan sitouttaa. Sitoutuminen edellyttää yhteistyöhalua. Sitä kasvattaa puolestaan keskinäinen luottamus ja osapuolten yksilöllisten etujen huomioiminen osana yhteisen edun tavoittelua.²²⁴ Pitkäkestoisessa sopimussuhteessa korostuva yhteistyönäkökulma vahvistaa osaltaan myös ennakkoinnin merkitystä jo sopimusneuvotteluissa, sillä tällaisen sopimussuhteen osapuolten todellinen pyrkimys on löytää alun alkaen yhteistyölleen sellaiset pelisäännöt ja sopimusehdot, jotka proaktiivisesti huomioivat, ylläpitävät ja suojaavat tuon yhteistyön taloudellisia ja muita tärkeitä intressejä niiden arvon mukaisesti.

Vastavuoroisuudella on pitkäkestoisessa sopimussuhteessa jo neuvotteluvaiheessa perustava merkitys. Näin siksi, että vastavuoroisuuteen nojautuvan ajattelutavan ja *do ut des* -toimintamekanismien luominen sopimussuhteen myöhemmissä kehitysvaiheissa voi olla hyvin vaikeaa, ellei jopa mahdotonta, sillä se saattaisi tarkoittaa hyvin huomattavaa sopimussuhteen perusehtojen uudelleenmuotoilua. Vastavuoroisuus liittyy neuvotteluvaiheessa vahvasti juuri luottamuksen luomiseen. Luottamusta voi sopimusneuvotteluissa kasvattaa muun muassa antamalla vihjeitä siitä, millaisiin vastavuoroisiin järjestelyihin voi itsellä olla halua ja valmiutta. Osapuolten neuvottelukäyttäytyminen on nimittäin luonteeltaan ainakin jossain määrin vastavuoroista eli neuvottelukumppanilla on luontaista inhimillistä taipumusta toimia samoin kuin toinen neuvotteleva osapuoli toimii. Niinpä neuvottelukumppaneiden kesken voidaan lähtökohtaisesti luottaa esimerkiksi siihen, että annettaessa oikeaa ja riittävää tietoa sopimussuhteen rakennusaineeksi myös toinen osapuoli tulee vastaavasti antamaan tietoa omalta puoleltaan.²²⁵

Mainitunlainen vastavuoroisuus on tietysti eräänlainen ideaalitila asiassa. Siksi taloudellisia intressejä sisältävässä sopimussuhteessa tarvitaan jo neuvotteluvaiheessa vastavuoroisen luottamuksen ohella sidemateriaalina yleensä myös sopimus pohjaisia järjestelyjä, joista eräänä esimerkkinä voidaan mainita salassapitosopimukset. Hemmon mukaan tiedonvaihdon luottamuksellisuuden suojaaminen neuvotteluvaiheessa voi olla tarpeellista toteuttaa nimenomaan sopimusteitse, jotta mahdollisten liikesalaisuuksia koskevien vastuukysymysten sel-

²²⁴ Pohjonen 2002b, s. 290.

²²⁵ Ks. Bazerman 2003, s. 3; TT:n kovenanttiryhmä 1996, s. 14.

vittelyssä ei jouduta tyytymään suhteellisen epäselviin lakimääräisiin normeihin²²⁶. Tässä vaiheessa vastavuoroisuuden varmistuksessa ei siis vielä voida nojautua itse kovenantteihin, sillä niistähän ollaan vasta neuvottelemassa. Aidossa yhteistyöhengessä käynnistetyt ja käydyt neuvottelut ovat kuitenkin siltä vastavuoroisuuteen nojautuville rahoitussopimuksen erityisehdoille. Kuten Pöyhönen on todennut, kovenanttien funktiona on lähinnä selventää luotonannossa jo muutoinkin omaksuttuja vastavuoroisuussuhteita²²⁷.

Kovenanttien hyödyntämiseen tähtäävissä sopimusneuvotteluissa on oleellista huomata myös, että kysymys ei ole nollasummapelistä vaan päinvastoin molempien osapuolten toimintamahdollisuuksien laajentamisesta. Tavoiteltava kokonaisuus ei ole tällöin luonteeltaan vakio vaan kasvava. Kyseessä on siis win-win-tilanne eli molemmat osapuolet voivat voittaa²²⁸. Tällainen neuvotteluinsenttiä luova piirre kytkeytyy neuvotteluihin yleensä vielä sitä vahvempana, mitä komplisoidummasta sopimusjärjestelystä on kyse. On siis olemassa erityistä syytä pyrkiä sellaiseen luovaan ongelmanratkaisuun ja aitoon yhteistyöhön, johon on sisäänrakennettuna mahdollisuuksia molempien osapuolten yksilöllisen hyödyn samanaikaiseen kasvattamiseen kokonaisedun kasvun kautta.

Kysymys on suuressa määrin myös neuvottelutaidoista ja kyvystä kommunikoida toisen osapuolen kanssa. Vuorovaikutuksen onnistumisen kannalta aktiivinen kuunteleminen ja selventävä kyseleminen on ensiarvoisen tärkeää.²²⁹ Tarvitaan taitoa ymmärtää neuvottelukumppania ja toisaalta taitoa tehdä itsensä oikein ymmärretyksi neuvottelukumppanille. Vain siten voidaan laatia sopimusehtoja, joita molemmat osapuolet neuvottelujen jälkeen sopimussuhteen myöhemmissäkin vaiheissa haluavat yhdenmukaisesti noudattaa.²³⁰

²²⁶ Hemmo 1999, s. 83.

²²⁷ Pöyhönen 2000, s. 181.

²²⁸ Ks. lisää win-win-ajattelusta osana yhteistoiminnallisuutta Pohjonen 2002b, s. 289.

²²⁹ Ks. Bazerman 2003, s. 1–3.

²³⁰ Ks. sopimustaitojen kehittämisestä lisää esim. Rudanko 2002, s. 191–194.

4.1.2 Yritys rahoitus- ja kovenanttineuvottelujen osapuolena

Yrityksen rahoitusratkaisut vaativat tapauskohtaisesti vaihdellen neuvottelua ja muuta tarpeellista vuorovaikutusta. Neuvottelujen tarkoituksena on auttaa yritystä tekemään viisaita valintoja käytettävissä olevien rahoitusmuotojen välillä ja muodostamaan käytettävissä olevien vaihtoehtojen pohjalta kulloiseenkin taloudelliseen asemaansa parhaiten soveltuva rahoituskokonaisuus. Vahvimmillaan yritys tekee rahoituspäätöksensä täysin omien päätöksentekokriteereidensä mukaisesti, jolloin se voi suvereenisti valita omaan tilanteeseensa parhaiten soveltuvat rahoittajat ja rahoituksen ehtoineen.

Kyseisenkaltainen vahvan yrityksen ideaali lienee kuitenkin melko etäällä keskimääräisen pk-yrityksen rahoitustodellisuudesta. Yleisempää lienee, että yrityksen rahoitusta koskeva päätöksenteko rakentuu ja vahvistuu nimenomaan rahoitusneuvottelujen etenemisen myötä prosessimaisesti. Kun tavoitehakuisen yrityssuunnittelun kautta saadaan ensin neuvottelujen lähtökohdaksi tietoa siitä, millaista rahoitusta yritys kulloinkin erityisesti tarvitsee, tämän jälkeen potentiaalisten rahoittajien kanssa käytävien neuvottelujen puitteissa yritys pyrkii löytämään selvytyden siihen, millaisessa muodossa ja millaisin ehdoin rahoitusta eri lähteistä on saatavilla. Tällöin selviää se, kuinka optimaalisena yrityksen tavoitteellinen rahoitusrakennepäätös voidaan käytännössä toteuttaa.

Tärkeänä lähtökohtana yrityksen neuvotteluaseman rakentamisessa ennakoivan sopimisen näkökulmasta on yhtiön edustamisen perussäännöt. Koska kyseessä on oikeushenkilö, se voi tehdä oikeustoimia vain edustajiensa välityksellä. Yrityksen edustajien on siten neuvotteluihin ryhtyessään syytä tietää, miten ja missä osakeyhtiö voi olla sopimuksen osapuolena. Perustan yhtiön puolesta tehdyn sopimuksen sitovuuden arviointiin luovat velvoiteoikeuden yleiset opit ja osakeyhtiölain säännökset. Osakeyhtiön laillisen edustajan (OYL 8:12–13) yhtiön puolesta tekemä sopimus sitoo yhtiötä lähtökohtaisesti orgaaniteorian perusteella, vaikka asiaa ei OYL:ssa nimenomaisesti säännellä. Muun kuin yhtiön laillisen edustajan tekemän sopimuksen sitovuudesta säädetään oikeustoimilaissa (OikTL 10 ja 11 §). OYL:n säännökset vaikuttavat sopimuksen sitovuuteen eri tavoin sen mukaan, kumpi edustajatyyppeistä on kyseessä.

Kummassakin tapauksessa sopimuksen pätevyyden arviointiin sovelletaan OikTL 3 luvun yleisiä pätemättömyysperusteita.²³¹

Mäntysaari on tarkastellut kovenantteja yhtiön sisäistä päätöksentekoa koskevana kysymyksenä. Hän pitää tavanomaisena sitä, että yhtiö tekee sopimuksia, jotka edellyttävät yhtiön sisäistä päätöksentekoa tai rajoittavat sitä. Lähtökohtaisesti kaikki sopimukset vaikuttavat ainakin jossain määrin yhtiön tulevaan päätöksentekoon velvoitteidensa tai sopimusrikkomuksesta seuraavan vahingonkorvauksen kautta. Niin ikään yritysrahoituksen puitteissa yrityksen neuvottelukumppani saattaa vaatia yhtiötä sitoutumaan siihen, että yhtiö tekee tietyn päätöksen tai jättää jonkun nimenomaisen päätöksen tekemättä. Tällöin kyse on kovenanteista, ja sellaisten lausekkeiden sitovuus määräytyy Mäntysaaren mukaan samalla tavalla kuin muidenkin sopimusehtojen sitovuus.²³²

Mäntysaaren mukaan on tärkeää erottaa sopimukset, jotka edellyttävät yhtiön sisäistä päätöksentekoa, ja toisaalta sopimukset yhtiön sisäisestä päätöksenteosta. Yhtiön laillinen edustaja voi periaatteessa yhtiötä sitovasti sopia sellaisista ehdoista, jotka tosiasiallisesti edellyttävät yhtiön toimielimen päätöstä tai rajoittavat jotenkin yhtiön toimielimen päätöksentekoa. Yhtiön laillisen edustajan edustusvaltaa kolmanteen tahoon nähden ei ole käytännössä mahdollista rajata sellaisiin sopimuksiin, joilla ei ole sanottua vaikutusta, koska mikä tahansa sopimus edellyttää tai rajoittaa jossain määrin yhtiön sisäistä päätöksentekoa. Pitkemminkin kolmannella on Mäntysaaren mielestä EU:n ensimmäisen yhtiöoikeusdirektiivin (68/151/ETY) eli julkistamisdirektiivin 9 artiklan nojalla oikeus luottaa siihen, että yhtiö on huolehtinut sisäisestä päätöksenteostaan oikein.²³³

Yhtiön laillinen edustaja voi siten yhtiötä sitovasti sopia niin yhtiön sisäistä päätöksentekoa tulevaisuudessa rajoittavista *negative pledge* -ehdosta ja *pari passu* -ehdosta kuin myös yhtiön varojen käyttöä koskevaan päätöksentekoon mahdollisesti vaikuttavista tunnuslukukovenanteista. Sen sijaan yhtiön laillisella edustajalla ei Mäntysaaren mukaan ole kelpoisuutta sopia kolmannen kanssa siitä, että jokin yhtiön toimielin tekee yhtiön sisäisesti sopimuksen mukaisen

²³¹ Mäntysaari 2002, s. 245–246.

²³² Mäntysaari 2002, s. 257.

²³³ Mäntysaari 2002, s. 257–258.

päätöksen. Tällöin kyse on sopimuksesta yhtiön sisäisestä päätöksenteosta, ja sellaiseen ehtoon ei ole mahdollista yhtiöön nähden vedota.²³⁴

Yrityksen haasteet rahoitusneuvottelujen osapuolena ja rahoitusjärjestelyn rakentajana vaihtelevat hieman sen mukaan käydäänkö neuvotteluja osakerahoituksesta, velkarahoituksesta vai eri pääomalajeja ja rahoitusinstrumentteja yhdistävästä rahoituskokonaisuudesta. Osakepääomaa tai välipääomaa tarjoava pääomasijoittaja voi olla yritykselle jossain määrin erilainen neuvottelu- ja sopimuskumppani kuin vierasta pääomaa tarjoava luottolaitos. Tämä johtuu osaltaan jo kunkin rahoitusmuodon perusluonteesta ja siihen liittyvistä erityispiirteistä. Sopimusvapauden puitteissa ja kovenanttien tarjoamia mahdollisuuksia hyödyntäen erilaiset rahoitussuhteen muuttuvat elementit pyritään muokkaamaan neuvottelujen kautta yrityksen suunnittelemaa rahoitusratkaisua ja sen tavoitteita parhaiten vastaaviksi.²³⁵ Rahoitusneuvottelujen tueksi ja onnistumisen varmistamiseksi yritys tarvitsee suunnitelmallista neuvottelustrategiaa. On myös tärkeää, että yritys valmistautuu kuhunkin neuvotteluun laatimalla selkeän, mutta samalla riittävän joustavan neuvottelusuunnitelman, jonka tavoiteasetannassa on optimitavoitteen ohella määritetty neuvottelujen liikkumavara ja minimiraja hyväksyttävälle neuvottelutulokselle.

Rahoitusneuvotteluissa aktualisoituu myös kysymys osapuolten neuvotteluvuomasta ja neuvottelutaktisesta osaamisesta. Voidaan olettaa, että viimeksi mainitulla erityisosaamisella yritys voi jossain määrin kompensoida heikompaan neuvotteluasemaansa. Syytä on kuitenkin tiedostaa, että sopimuksellinen varautuminen tulevaisuuteen edellyttää aina viime kädessä sitä, että sopimuksen sisällystä neuvotteleva osapuoli on ainakin jollain tavalla riittävän vaikutusvaltainen

²³⁴ Mäntysaari 2002, s. 257–258. Esimerkkinä yhtiöön nähden tehottomasta sopimuksesta Mäntysaari mainitsee toiminimenkirjoittajan tekemän sopimuksen, jonka mukaan yhtiön hallituksen on hyväksyttävä jokin merkittävä ja laajakantoinen sopimus. Sen sijaan toiminimenkirjoittaja voi tehdä sopimuksen hallituksen päätöksen puuttumisesta huolimatta tai tehdä sopimuksen lykkäävällä tai purkavalla ehdolla siten, että sopimus ei tule yhtiötä sitovaksi, mikäli hallitus ei hyväksy sitä yhtiön sisäisesti. Lisäksi toiminimenkirjoittaja voi sopia yhtiötä sitovasti ehdosta, jonka mukaan yhtiö on huolehtinut oikein sisäisestä päätöksenteostaan (*representations* -ehto).

²³⁵ Ks. eri pääomalajeja edustavien rahoitusinstrumenttien etuoikeusjärjestyksestä Tuomisto 1998, s. 28. Tuomiston esittämässä rahoitusoikeuskenttää kuvaavassa taulukossa tulee esille myös se rahoittajan riskienhallinnan lähtökohta, että vakuus voidaan asettaa vain velkarahoituksen puitteissa. Tämä seikka toimii rahoituksen riskienhallintamekanismien innovointia tehostavana tekijänä. Ks. myös Villa 2001b, s. 12, missä hän esittää rahoitusinstrumentteja jaottelevassa taulukossa maksunsaantijärjestyksen ohella vertailua eri instrumentteihin liittyvän residuaalioikeuden ja olennaisimman kontrollioikeuden eli äänivallan suhteen.

vastapuoleensa nähden saadakse todella liitettyä oman näkemyksensä sopimusehtoihin²³⁶. Yrityksen on tarvittaessa mahdollista käyttää neuvottelutilanteessakin tukena myös ulkopuolisia palveluita ja resursseja, esimerkiksi oikeudellisia asiantuntijoita.

4.2 Rahoitussuhteen sopimuksellisen riskienhallinnan rakentaminen kovenanttipohjaisesti

Kovenanttien on osuvasti todettu olevan luotonhallinnan toimintaohjelma.²³⁷ Yritysten laaja rahoitusvalikoima ja kovenanttien koko käyttöympäristö huomioon otettuna kovenanttien yhteydessä voitaneen puhua myös rahoituksenhallinnan toimintaohjelmasta. Ilmaisuuksella kuvaa kiteyttäen niiden perustehtävää. Kovenantit toimivat yritysrahoituksen toimintaympäristössä rahoitettavan ja rahoittajan välisen sopimussuhteen ennakoivana hallintamekanismeina ja kyseisten intressitahojen riskipositioden tarkennuksina päämääränään mahdollistaa osapuolten yhteinen intressi: kokonaisvaltaisesti onnistunut rahoitusjärjestely²³⁸.

Kovenanttien tärkeimpänä tavoitteena voidaan pitää rahoitettavan taloudellisten toimintaedellytysten ylläpitämistä ja velanhoitokyvyn varmistamista rahoitussuhteen aikana rahoittajan saamisoikeuden turvaamiseksi. Tässä ilmentyy niiden kaksitahoinen ja myös kaksivaiheinen luonne riskienhallintavälineenä. Kovenanttien käytön kautta pyritään ensinnäkin ennakoimaan ja havainnoimaan rahoitettavan yrityksen liiketoimintaan liittyviä riskejä, joilla on merkitystä erityisesti yrityksen rahoituksen puitteissa. Yritystoiminnan puitteissa kyse voi olla taloudellisten riskien ohella operationaalisista riskeistä ja vahinkoriskeistä²³⁹. Rahoitettavan toimintaan liittyviä riskejä tunnistaessaan ja niistä raportoidessaan ko-

²³⁶ Häyhä 1996a, s. 314. Häyhä toteaa tässä lojaliteettiperiaatetta ja sen tarvetta käsittelevässä artikkelissaan reaalihavaintona myös, että osapuolten neuvotteluvoiman suhteen markkinoilla toimivien lähtökohdat oletetaan samanveroisiksi, joten vastapuolella ei ole velvollisuutta auttaa tulevaa sopimuskumppaniaan sopimuksen laadinnassa. Markkinaehtoisen näkökulman mukaan kunkin tulee myös itse tuntea omat tarpeensa ja niiden täyttämiseksi tarvittavat optimaaliset välineet. Häyhän viittauksella välineisiin voitaneen rahoitusympäristössä tarkoittaa esimerkiksi kovenantteja.

²³⁷ Pöyhönen 2000, s. 181.

²³⁸ Ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 19; Pöyhönen 2000, s. 181; Tuomisto 1998, s. 35.

²³⁹ Yrityksen taloudelliset riskit voidaan jakaa edelleen liikeriskeihin ja rahoitusriskeihin. Ne ovat tyypillisesti kaksipuolisia riskejä eli niihin sisältyy sekä voiton että tappion mahdollisuus. Ks. lisää yritystoiminnan riskeistä ja niiden hallinnasta esim. Kasanen et al. 1997, 23–30; Leppinen 2000, s. 47–51. Ks. riskin käsitteestä ja riskienhallinnasta myös Nygren 2002, s. 216–218.

venanttien proaktiivinen toimintamekanismi palvelee nimenomaan rahoittajan liiketoiminnan riskienhallintaa. Rahoittajan näkökulmasta rahoitussuhteeseen liittyvissä riskeissä on kyse lähinnä luotto- tai sijoitusriskeistä.²⁴⁰

Tehokkaasti ja optimaalisesti toimiessaan kovenantit omalta osaltaan ehkäisevät ja pienentävät sekä rahoitettavan että rahoittajan liiketoimintaan keskinäisen rahoitussuhteen johdosta kohdentuvia riskejä. Rahoitussuhteessa realisoituvia riskejä varten kovenantit selventävät ja vahvistavat osapuolten oikeuksia ja velvollisuuksia, riskipositiota. Täsmentyvien riskipositioden kautta turvataan se, että juridisessa tarkastelussa saavat merkitystä varallisuuden prosessikäsityksen ajallisen ulottuvuuden mukaisesti sekä oikeussuhdetta valmistelevan vaiheen toimet että toteutuneen oikeussuhteen hallintaan ja päättymiseen liittyvät toimet.²⁴¹

Pöyhösen mukaan riskipositioissa on kysymys vastuusuhteiden juridisen tarkastelun perustamisesta erityisesti siihen, miten osapuolet ovat määrittäneet keskinäiset asemansa yhteisen hankkeen onnistumista ja epäonnistumista koskien. Riskipositio rakentuu viime kädessä niistä strategisista valinnoista, joita osapuolet tekevät kyseisessä toimintaympäristössä vaikutusmahdollisuuksiensa ja vastuunsa piirissä olevia asioita koskien. Etukäteen aktiivisesti velvollisuuksiaan täyttämällä osapuoli pystyy vahventamaan kokonaisjärjestelyyn liittyviä oikeuksiaan. Varautumisperiaatteen mukainen oma-aloitteinen lojaali toiminta suhteessa sopimuskumppaniin ja vahingonvaaran vähentäminen torjuntatoimin ovat oikeusvelvollisuuksia, eli niiden mukainen toiminta palkitaan siten, että myös toimijan oma oikeusasema vahvistuu. Tällaisen oikeudellisen lähestymistavan kautta tavoitteena on toimintamahdollisuuksien luominen ja ylläpitäminen kaikille kokonaisjärjestelyssä mukana oleville intressitahoille.²⁴²

Rahoitussuhteen kovenanttipohjaisen riskienhallinnan rakentamista tarkastellaan seuraavassa erityisesti rahoitettavan yrityksen kannalta. Tarkastelun näkökulmana siinä sovelletaan Keskitalon esittämää sopimuksellisen riskienhallin-

²⁴⁰ Luottolaitostoiminnan riskienhallinnan normiohjaus perustuu keskeisesti LLL 8 lukuun ja sen 68.2 §:n nojalla annettuun RATAn yleisohjeeseen luottoriskien hallinnasta (105.13).

²⁴¹ Pöyhönen 2000, s. 177–178, 181.

²⁴² Pöyhönen 2000, s. 112, 177–182.

nan toimintamallia, jonka rakenteellisia yleispiirteitä ja aikaisempia vaiheita on käsitelty edellä aluvuossa 3.2.

4.2.1 Riskienhallinnan instrumentointi

Yrityksen kannalta katsoen kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmistelun ja neuvottelujen erityisenä haasteena voidaan pitää oikeiden ja sopivien kovenanttien löytämistä ja liittämistä myös käytännössä rahoituksen sopimuskokonaisuuden osaksi. Yrityksen on kyettävä rakentamaan yhdessä rahoittajan kanssa rahoitussopimukseensa sellainen kovenanttipaketti, jonka kanssa se pystyy tuloksekkaasti toimimaan, ja johon se voi ainakin lähtökohtaisesti sitoutua koko pitkäkestoisen rahoitussuhteen ajaksi.

Perustavana lähtökohtana ja ohjaavana tekijänä kovenanttien valinnassa ja asetannassa yrityksen puolella on yrityspolitiikka. Kuten edellä yrityksen suunnittelujärjestelmän kuvauksen yhteydessä on todettu, yrityspolitiikassa on kyse yrityksen eri toimintoja koskevista johdon pysyväisluonteisista ohjaussäännöistä. Lähestyttäessä kovenantteja yrityksen rahoitusratkaisuun kytkettyinä riskienhallintavälineinä nousee suunnittelua ja päätöksentekoa ohjaavana elementtinä esiin yrityksen riskienhallintapolitiikka. Sen puitteissa yritys määrittelee muun muassa eräänä rahoituspoliittisena linjanvetonaan sen, miten yrityksen rahoituksessa suhtaudutaan riskeiltä suojautumiseen ja miten suojaus toteutetaan²⁴³. Laajemmin katsottuna kyseessä on johdon määrittelemä ja dokumentoitu politiikka riskien hallintaan. Johdon tehtävänä on myös valvoa, että riskienhallintapolitiikka ymmärretään ja sitä noudatetaan organisaation kaikilla tasoilla.²⁴⁴

Kovenantteja koskevat yrityspolitiikan erityislinjaukset ja -ohjeistukset hahmotuvat ja jäsentyvät kovenantteja systemaattisesti hyödyntävässä yrityksessä osana sen strategista suunnittelua erityisenä kovenanttipolitiikkana. Se vahvistaa osaltaan yrityksen toiminnan ja rahoitusrakenteen suunnittelua sekä ohjaa ja koordinoi rahoitusneuvotteluja siten, että yrityksen kovenantteja koskevat pre-

²⁴³ Leppiniemi 2000, s. 51.

²⁴⁴ Nygren 2002, s. 217.

ferenssit ja sitoumukset ovat kovenanteista neuvottelevien yrityksen edustajien tiedossa ajanmukaisina ja yhteneväisinä. Kovenanttipolitiikan myötä yrityksessä on myös mahdollista harjoittaa kovenanttipohjaista rahoitussuhdetta tasapainottavaa kokonaisajattelua: yrityksen toimintaa koskeva rahoittajan tiukempi kontrolli yhdellä alueella kompensoidaan yleensä tietynlaisena liikkumavarana toisella alueella. Yksittäisten ehtojen tarkastelun ohella tuleekin jo rahoitus sopimusta suunniteltaessa arvioida ja huomioida myös valittujen kovenanttien kokonaisvaikutus yrityksen toimintaan.²⁴⁵

Keskitalon sopimuksellisen riskienhallinnan teoreettisen toimintamallin näkökulmasta yrityksen rahoitusta ja kovenanteja koskevissa neuvotteluissa on yhtäältä kysymys rahoitussuhteeseen liittyvien riskien käsittelystä kovenantein ja toisaalta itse kovenantteihin ja niiden sopimiseen liittyvien riskien käsittelystä. Pelkkä riskinjaosta sopiminen ei siis vielä riitä, vaan riskien sopimuksellinen käsittely tulisi myös pystyä toteuttamaan tavoitteiden mukaisesti ja ilman sopimustoiminnan itsessään aiheuttamia uusia riskejä. Operatiivisen sopimuksellisen riskien käsittelyn yleisenä tavoitteena on riskien arviointivaiheessa priorisoidujen riskien sopimuksellinen allokointi nimenomaan sopimusneuvottelujen avulla²⁴⁶. Sopimuksellisen riskienhallinnan ytimen muodostavassa riskien sopimuksellisessa käsittelyssä voidaan Keskitalon mukaan soveltaa kahta vaihtoehtoista metodia:

- a) Oikeusnormien luoman alkuperäisen riskien allokoinnin varmistaminen sopimussuunnittelun keinoilla, esimerkiksi oikeusnormien sääntelyä selventämällä.
- b) Alkuperäisen riskien allokoinnin muuttaminen sopimuksellisin keinoin siirtämällä riskit joko osittain, eli riskiä jakamalla, tai kokonaan alkuperäisestä oikeusnormien luomasta riskienjaosta poiketen joko sopimuskumppanille tai alisopimuskumppanille.²⁴⁷

²⁴⁵ Ks. Engelberg 2003, s. 5–6; Kovenanttityöryhmä 1996, s. 25. Näitä asioita voidaan lähtökohdaisesti käsitellä myös yrityksen luotonottopolitiikkaan kuuluvina kysymyksinä, ks. esim. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 28. Kovenanteja säännöllisesti hyödyntävässä yrityksessä on kuitenkin olemassa yrityksen yleisemmän luotonottopolitiikan tai rahoituspolitiikan puitteissa selvää tarvetta myös erilliselle kovenanttipolitiikalle.

²⁴⁶ Keskitalo 2002, s. 270.

²⁴⁷ Keskitalo 2002, s. 253. Muut riskien käsittelyn vaihtoehtoiset menetelmät eli riskien poistamista, pienentämistä ja ottamista koskevat ratkaisut ja toimenpiteet jäävät riskien sopimuksellisesta käsittelystä koskevassa Keskitalon esityksessä lähtökohtaisesti tarkastelun ulkopuolelle. Keski-

Kannattava liiketoiminta ei ole riskitöntä, mutta rationaaliseen liiketoimintaan kuuluu vain järkevä riskinotto. Keskitalo tähdentää, että päätös kunkin transaktion toteuttamisesta ja läpiviennistä on yrityksen johdon päätöksenteon piiriin kuuluva asia; se ei siis ole yrityksen sopimustoiminnasta vastaavien käsissä. Yritysjohdon on näin ollen ratkaistava, ottaako yritys transaktioon liittyvät riskit, ja minkä suuruisina ne voidaan hyväksyä. Yrityksen sopimustoiminnan tehtävänä puolestaan on Keskitalon mukaan turvata tuon ratkaisun tavoittelemat seuraukset sopimuksellisen riskienhallinnan keinoin.²⁴⁸

Voidaan ajatella, että yrityksen sopimusten ja sopimisen taso kertoo usein varsin suoraan yrityksen riskienhallinnan tason. Sopimustoiminnan onnistuminen sille kuuluvissa tehtävissä edellyttää, että sen rooli liiketoimintakriittisenä tukiprosessina ymmärretään ja hyödynnetään yrityksessä oikein. Lisäksi yrityksen liikestrategian ja sopimusstrategian tulee linkittyä niin hyvin toisiinsa, että yrityksen liiketoimet ja sopimussuhteet voidaan nähdä samaa päämäärää palvelevina ja toisiaan täydentävinä toimintoina. Yrityksen sopimusstrategiassa kuvataan ne menettelytavat ja tekniikat, joiden mukaan kussakin hankkeessa hoidetaan sopimusrajapintoja. Se on siis keino systematisoida yrityksen sopimisprosessia ja sopimustenhallintaa. Sopimusstrategiassa kuvataan myös yrityksen tulonmuodostukseen perustuva sopimusrajapintojen prioriteettijärjestys; mitä kriittisempi sopimusrajapinta on yrityksen tulonmuodostuksen kannalta, sitä enemmän huomioita tuon rajapinnan hallintaan tulee yrityksessä kiinnittää. Jotta sopimusstrategia voi edistää yrityksen tulonmuodostusta ja tuottaa lisäarvoa liiketoiminnalle, sen tulee ulottua yrityksessä strategiatasolta operatiiviselle tasolle ja edelleen yksilötason toimintaan saakka.²⁴⁹

Sopimuksellista riskien käsittelyä varten Keskitalo esittää toimintamallissaan kantavat periaatteet, joista tässä asiayhteydessä on syytä huomioida erityisesti seuraavat:

talo toteaa kuitenkin etenkin riskien ottamista ja poistamista koskevien yrityksen yleisen riskienhallinnan päätösten asettavan selvät päämäärät sopimukselliselle riskien käsittelylle.

²⁴⁸ Keskitalo 2002, s. 254.

²⁴⁹ Taskinen 2002, s. 110–113. Taskinen luokittelee yrityksen sopimusrajapinnat kolmijaolla kriittinen, tärkeä ja huomioitava rajapinta.

- 1) Ennakoi sopimussuhteen mahdolliset ongelmat ja sovi transaktion ja liikesuhteen tarkoituksenmukaisesta hallinnointimekanismista ja -instrumentista.
- 2) Muista kustannustehokkuus sopimusinstrumenttien neuvottelun, laatimisen, valvonnan ja täytäntöönpanon yhteydessä.
- 3) Varaudu sopimuskiistoihin.²⁵⁰

Nämä periaatteet soveltuvat selkeästi myös yrityksen rahoitussuhteen ja kovenanttien käytön suunnitteluun. Sopimuksellisen riskienhallinnan näkökulmasta on tärkeää valita rahoitustransaktion hallintaan nimenomaan tarkoituksenmukainen hallinnointimekanismi ja -instrumentti. Yleensä ei ole tarpeellista eikä edes mahdollista pyrkiä ennakoimaan tulevaisuuden riskejä yksityiskohtaisella tasolla, vaan on pyrittävä valitsemaan sellainen mekanismi, jolla transaktio voidaan mukauttaa muuttuviin olosuhteisiin²⁵¹. Tällaisessa roolissa voidaan yritysrahoituksessa käyttää esimerkiksi tunnuslukukovenantteja ja niihin liitettävää kaksisuuntaista kannustinmekanismia. Oikein asetettuina ne pystyvät riittävän varhaisessa vaiheessa ohjaamaan rahoitusyhteistyötä siten, että sopimusosapuolten riskipositiot säilyvät olosuhteiden muutosten jälkeenkin tavoitellussa määrin alkuperäisen suunnitelman ja sopimuksen mukaisina.

Sopimusjärjestelyn taloudelliseen tehokkuuteen pyritäessä on syytä muistaa, että sopimusinstrumenttien käytön tavoitteena ei ole täydellinen sopimus vaan riskienhallinta kustannustehokkaalla tavalla. Sopimustoiminnan kustannukset tulee siis suhteuttaa transaktion riskialtistukseen. Tämä on selkeä haaste myös rationaaliselle kovenanttiasetannalle²⁵². Vaikka kovenantit eivät ole suomalai-

²⁵⁰ Keskitalo 2002, s. 254.

²⁵¹ Kovenanttien käyttö on nähtävissä Tammi-Salmisen tulkin mukaan tavoin erityisesti common law-järjestelmälle ominaisena pyrkimyksenä sopia mahdollisimman kattavasti kaikista osapuolten välillä jo ennakkoon, ks. Tammi-Salminen 2001, s. 38. Nähdäkseni tästä yhdestä kovenanttien käyttöä selittävästä tekijästä ei pidä kuitenkaan vielä vetää sitä johtopäätöstä, että niiden käytölle tulisi nimenomaan pyrkiä tavoittelemaan täydellistä sopimusta. Niin kovenanttien sisältöä kuin määrääkin on mahdollista optimoida siten, että sopimusjärjestelyssä säilyy riittävä dynaamisuus sekä kyky kohdata ja käsitellä olosuhteiden muutoksia kestävästi.

²⁵² Tammi-Salminen toteaa vakuudettoman luotonannon vaativan mahdollisesti paljonkin aikaa vieviä neuvotteluja ja taustatietojen selvittämistä, jotka lisäävät rahoittajan kustannuksia. Tämänkään johdosta vakuudeton luotonanto ei ole Tammi-Salmisen mukaan aina tarkoituksenmukainen rahoituskeino. Ks. Tammi-Salminen 2001, s. 37. Selvää on, että lopulta tässä ei ole kysymys niinkään rahoittajalle aiheutuvista kustannuksista, vaan viime kädessä kyse on aina rahoitettavan yrityksen rahoituskustannuksista. Tästäkin syystä rahoitettavan yrityksen tulee olla hyvin kustannustietoinen ja huomioida rahoitusratkaisua koskevassa päätöksenteossa rahoituksen eksplisiittisten kustannusten ohella myös implisiittiset kustannukset.

sessä yritysrahoituksessa vielä kovin yleisessä käytössä, kotimaisessa rahoituskäytännössä tunnetaan nykyään suhteellisen suuri määrä asemansa vakiinnuttaneita perusmuotoisia kovenantteja tai muita niihin rinnastuvia rahoitussovimusten erityisehtoja²⁵³. Selvää on, että niitä tarvitaan yksittäisen rahoitusjärjestelyn riskienhallinnan optimaaliseen toteutukseen vain muutama, joten yrityksen ja rahoittajan yhteisenä tietotaidollisena haasteena tässä yhteydessä onkin juuri kunkin rahoitussuhteen kannalta oikeanlaisten kovenanttien valinta. Kyse on siis kovenanttisuunnittelusta ja sen onnistumisesta. Koska on aina olemassa myös riski suunnittelun epäonnistumisesta, realistisessa rahoituksen sopimus suunnittelussa tulee varautua Keskitalon ohjeistuksen mukaisesti myös sopimuskiistoihin. Erityisesti yrityksen kannalta on syytä jo sopimuksen valmisteluvaiheessa huolehtia siitä, että sopimusriitojen ratkaisua koskevat lausekkeet eivät ole kohtuuttomia tai muuten yrityksen etujen vastaisia.

Keskitalon esittämässä toimintamallissa sopimuksellinen riskien käsittely muodostuu kolmesta vaiheesta:

- 1) sopimuksellisten riskienhallintavälineiden tunnistaminen ja arvioiminen
- 2) sopimuksellisten riskienhallintavälineiden toimintakyvyn ennustaminen ja kehittäminen
- 3) sopimuksellinen riskien allokointi vakiosopimusehtojen avulla.²⁵⁴

²⁵³ Yritysten rahoitussovimusten kovenanttikäytäntöä on tutkittu Suomessa melko vähän. TT:n kovenanttityöryhmä teki vuonna 1996 asiaa koskien kovenanttikyselyn, jossa haastateltiin yhteensä 52 pk-yritysjohdajaa ja 40 yritys pankinjohtajaa, ks. selvityksen tuloksista lähemmin TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 21–22. Niskanen ja Niskanen selvittivät vuonna 1999 tutkimuksessaan kovenanttien yleisyyttä ja määrää suomalaisten pk-yritysten luottosopimuksissa. Mukana tutkimuksessa oli 642 uutta luottosopimusta vuosilta 1994–1997. Vähintään yhden kovenantin sisältäviä oli 11,2 prosenttia luottosopimuksista. Näihin kovenanttipohjaisiin luottosopimuksiin sisältyi keskimäärin 2,1 kovenanttia, joista keskimääräisesti 0,5 kovenanttia oli tilinpäätösperusteisia ja 1,6 kovenanttia oli yhtiön toimintaa rajoittavia. Kovenanttipohjaiset luottosopimukset olivat siis ainakin kyseisellä tarkasteluperiodilla Suomessa vielä melko harvinaisia, ja kieltävät kovenantit olivat siis selvästi yleisempiä kuin vahvistavat kovenantit. Yleisin kovenanttityyppi oli *negative pledge* eli vakuuden asettamiskielto. Ks. Niskanen – Niskanen 1999, s. 9–10; Niskanen – Niskanen 2000, s. 291–292.

²⁵⁴ Keskitalo 2002, s. 255. Keskitalo toteaa sopimuksellisen riskienhallinnan teorian perustuvan näiltä osin pitkälti Erich Schantzen hahmottamaan instituutioiden suunnittelun teoriaan. Lisäksi Keskitalo tuo esille sen seikan, että sopimuksellisen riskienhallinnan osa-alueista erityisesti sopimuksellinen riskien käsittely nojautuu vahvasti perinteiseen sopimusoikeuteen ja käytännön sopimustoimintaan. Tässä tutkielmassa mainittujen toimintavaiheiden käsittely jaetaan siten, että kahta ensimmäistä vaihetta eli nimenomaan rahoitussuhteen riskienhallinnan kovenanttipohjaista instrumentointia yleistasolla käsitellään tässä alajaksossa ja riskien allokointia vakioehdoilla tarkastellaan erityisesti kovenanttimuotoisten ehtojen osalta seuraavassa alajaksossa.

Sopimuksellisen riskien käsittelyn ensimmäisessä vaiheessa pyritään tunnistamaan transaktion vaihtoehtoiset sopimukselliset riskienhallintavälineet. Kyse on seuraavanlaisista välineistä:

- liikesuhteen vaihtoehtoiset hallinnointimekanismit
- vaihtoehtoiset sopimusinstrumentit
- vaihtoehtoiset oikeusnormistot
- vaihtoehtoiset yleiset sopimusstandardit
- vaihtoehtoiset räätälöidyt sopimusstandardit
- räätälöidyt sopimusehdot ja -lausekkeet.²⁵⁵

Sopimuksellisten riskienhallintavälineiden tunnistaminen ja analyysi nojautuu sopimusoikeuden ja sopimusjuristien ensyklopediseen metodiin. Sillä tarkoitetaan Keskitalon mukaan erityisesti sopimusjuristien sopimusmalli- ja sopimuslausekekokoelmiin ajan myötä kumuloituneen tiedon hyödyntämistä. Perinteinen näkökulma yhdistetään kuitenkin taloustieteen tarjoaman uuden tiedon kanssa. Monitieteisyyden luomaa synergiaetua Keskitalo haluaa hakea erityisesti Transaction Cost Economics -koulukunnan tuottaman tiedon ja juridisen tietotaidon kombinaation kautta. Tarkoituksena ei ole aiempien sopimusmallien ja -lausekkeiden käytön jatkaminen perinteiden vuoksi, vaan tavoitteena on riskit ja vaihtoehtoiset riskienhallintavälineet tiedostava ennakoiva sopimustoiminta. Keskeiseksi kysymykseksi Keskitalon mukaan nouseekin, miksi niin on aina tehty ja onko se aina toiminut.²⁵⁶

Riskienhallintavälineiden koko kirjon tunnistaminen ei itsessään riitä. Niiden joukosta on kyettävä myös tunnistamaan suunnittelun kohteena olevassa transaktiossa käyttökelpoiset riskienhallinnan välineet. Käyttökelpoisuuden arviointi edellyttää kunkin riskienhallintavälineen luoman riskiallokaation tuntemista. Tästä analyysistä aiheutuvien transaktiokustannusten vuoksi Keskitalo suosittaa riskienhallintavälinevalikoiman laajuuden rajoittamista. Rajoituksen tarve ei Keskitalon mukaan koske kuitenkaan vaihtoehtoisten hallintamekanismien ja sopimusinstrumenttien kirjoa, sillä niiden tuntemuksella on yrityksen sopimus-

²⁵⁵ Keskitalo 2002, s. 256.

²⁵⁶ Keskitalo 2002, s. 255.

toiminnassa suuri merkitys. Sen sijaan luontevaa on rajoittaa sopimustoiminnassa käytettävien vaihtoehtojen oikeusnormistojen ja sopimusstandardien sekä räätälöityjen vakioehtojen määrää.²⁵⁷

Vaihtoehtojen sopimuksellisten riskienhallintavälineiden tunnistaminen toimii lähtökohtana niiden toimintakyvyn ennustamiselle ja kehittämiseksi. Sopimuksellisten riskienhallintavälineiden kehittämistyöhön Keskitalo esittää seuraavia apuvälineitä:

- omakohtainen kokemus vaihtoehtojen toimintakyvystä
- esimerkit muiden onnistuneista ja epäonnistuneista ratkaisuista
- oikeuskäytännön esimerkit toimintakyvyyttömistä vaihtoehtoista
- tieteen tuottamat analyysit vaihtoehtoista.²⁵⁸

Näistä välineistä yrityksen omakohtainen kokemus on luonnollisesti vahvin perusta sopimuksellisten riskienhallintavälineiden toimintakyvyn ennustamiselle ja kehittämiseksi. Merkittävän mahdollisuuden yrityksen osaamisen ja kilpailukyvyn kasvattamiseen tarjoavat myös muiden yritysten kokemukset. Tällaista vertailutietoa on mahdollista lähestyä yritysorganisaatiossa hyvinkin tavoitteellisesti ja systemaattisesti, jolloin voidaan puhua erityisestä vertailuoppimisesta (*benchmarking*)²⁵⁹. Yritysten liikesalaisuuksien suojan ja hyvän yritysmallineen säilyttämistarpeen johdosta yritysten sopimustoimintaa koskevat kaikkein opettavaimmat tarinat eivät normaalisti edes tule yleiseen tietoon, mutta erilaisten selvitysten ja raporttien kautta on kuitenkin mahdollista löytää hyödyllistä dokumentoitua kokemustietoa riskienhallintavälineiden toimintakyvystä. Myös oikeuskäytännöstä on lähtökohtaisesti löydettävissä tietoa toimintakyvyyttömien riskienhallintavälineiden tunnistamista varten. Kovenantteja koskevia kotimaisia tuomioistuinnratkaisuja ei kuitenkaan ole tässä tarkoituksessa käytettävissä, ja monet kehittämisenäkökulmasta katsoen kiinnostavat oikeudelliset tulokset jäävät mahdollisten välitystuomioiden osalta puolestaan osapuolten omaan tietoon²⁶⁰.

²⁵⁷ Keskitalo 2002, s. 256.

²⁵⁸ Keskitalo 2002, s. 262.

²⁵⁹ Ks. lisää Karlöf et al. 2003.

²⁶⁰ Esimerkiksi venture capital -rahoitusjärjestelyistä on saatavilla erittäin vähän tietoa, eikä niistä ole olemassa juuri lainkaan oikeuskäytäntöä. Laurialan mukaan niin rahoittajat kuin kohdeyritykset ovat maineensa menettämisen pelossa haluttomia haastamaan toisiaan oikeuteen. Näin ollen käytännön oikeustila kyseisen rahoitustoiminnan parissa on päässyt muotoutumaan salassapitositoumusten myötä julkiselta keskustelulta piilossa. Syytä keskusteluun kuitenkin Lau-

Erityisen hyödyllisen lähteen vaihtoehtoisen riskienhallintavälineiden toimintakyvyn ennustamiseen ja kehittämiseen tarjoaa Keskitalon mukaan tieteen taholta nimenomaan Law, Economics & Organization -koulukunnan²⁶¹ tuottamat sopimuksellisten riskienhallintavälineiden analyysit.

Myös kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen suunnittelun yhteydessä on mahdollista pyrkiä Keskitalon esittämää yleistason mallia soveltaen tunnistamaan ja arvioimaan kovenanttien roolia vaihtoehtoisina sopimuksellisena riskienhallintavälineinä. Samoin on mahdollista ja käytännön puitteissa myös syytä pyrkiä yksittäisten kovenanttipohjaisten riskienhallintavälineiden toimintakyvyn ennustamiseen ja kehittämiseen. Ensimmäisenä vaiheena tällaisessa rahoitustransaktioon riskienhallinnan optimaaliseen instrumentointiin tähtäävässä tarkastelussa on Keskitalon mallin mukaisesti liikesuhteen vaihtoehtoisten hallintamekanismien ja niihin liittyvien sopimusinstrumenttien tunnistaminen. Nimenomaan yrityksen velkarahoituksen puitteissa kovenantit toimivat selkeästi vaihtoehtona perinteisille varallisuusperusteisille ja vakuuskeskeisille hallinnointimekanismeille. Kyse ei kuitenkaan välttämättä ole vakuuden kokonaan korvaavasta mekanismista ja täysin vakuudettomasta luotonannosta, vaan kovenanteilla on tärkeä rooli myös reaalivakuuksia täydentävänä luottosuhteen riskienhallintavälineenä. Yrityksen on tältä osin tunnistettava ja arvioitava omien intressiensä kannalta parhaiten toimivat ja selkeät rahoitussuhteen hallinnointimekanismit, jotka sopivat myös potentiaalisen sopimuskumppanin eli rahoittajan riskien hallintaan.

Yrityksen rahoitus- ja sopimustoiminnasta vastaavien on näin ollen tunnettava vaihtoehtoisten hallinnointimekanismien erot ja osattava käyttää niitä tarkoituksenmukaisella tavalla niihin liittyvien sopimusinstrumenttien ja sopimusstandardien avulla. Käytännössä valinta vaihtoehtoisten riskienhallintamekanismien ja -instrumenttien välillä tapahtuu yrityksen rahoituksesta ja riskienhallinnasta vastaavien ja yrityksen liikkeenjohdon välisten keskusteluiden ja keskinäisen konsultoinnin kautta. Keskitalon mukaan lähtökohtainen valinta riskienhallintamekanismien osalta tulisi tosin tehdä jo yrityksen liikestrategiaa ja riskienhallinta-

rialan mielestä olisi jo pelkästään pääomasijoittamiseen käytettyjen varallisuuserien perusteella. Ks. Lauriala 2001, s. 65.

²⁶¹ Kyseessä on perinteisen oikeustaloustieteen näkökulmaa Transaction Cost Economics -koulukunnan ja organisaatiotieteen avulla laajentava koulukunta. Keskitalo toteaa kyseisen koulukunnan suorittaneen sopimuksellisia riskienhallintavälineitä koskien noin 600 empiiristä tutkimusta vuoteen 2000 mennessä.

strategiaa laadittaessa. Tällöin kyseinen valinta tulisi myös huomioiduksi jo sopimuksellisen riskienhallinnan aiemmissa vaiheissa. Alkuperäistä ratkaisua joudutaan kuitenkin yleensä tarkistamaan yksittäisen transaktion eli kunkin rahoitusjärjestelyn riskienhallinnan tarpeiden mukaan. Tärkeää onkin huomata, että mikäli riskinhallintamekanismin ja -instrumenttien valinnassa käytännössä päädytään lähtökohtaisesta valinnasta poikkeavaan ratkaisuun, sopimuksellisessa riskienhallinnassa tulee palata Keskitalon esittämän toimintamallin soveltamisen osalta sen toiseen vaiheeseen eli riskien tunnistamiseen.²⁶²

Vaihtoehtoisten oikeusnormistojen osalta ei puhtaasti kotimaiseen rahoitussuhteeseen lähtökohtaisesti sisälly mitään riskienhallintaa koskevia erityiskysymyksiä. Sopimusvapauden puitteissa sopimusosapuolet voivat kuitenkin vapaasti valita oikeusnormiston, jota he haluavat käyttää sopimuksensa sääntelyyn²⁶³. Tämä saattaa olla tietyissä tilanteissa kiinnostava mahdollisuus tarkoituksenmukaisen hallintamekanismin ja sopimusinstrumenttien valinnan yhteydessä. Keskitalo huomauttaa, että vaihtoehtoisen oikeusnormiston käyttämisellä osapuolet pystyvät erityisesti kansainvälisessä sopimustoiminnassa huomattavastikin minimoimaan sopimustoiminnasta aiheutuvia transaktiokustannuksia. Lisäksi tarkoituksenmukaisen vaihtoehtoisen oikeusnormiston valinnan kautta sopimusosapuolet voivat hyödyntää institutionaalisten normistojenlaatimismekanismien toiminnassa kertynyttä tietotaitoa oikeudellisesta sääntelystä.²⁶⁴

Kun rahoitettava yritys valitsee tai hyväksyy rahoitussuhteensa hallinnointimekanismiksi kovenanttipohjaisen rahoitusjärjestelyn ja sitä toteuttavaksi sopimusinstrumentiksi kovenanttien muodostaman kokonaisuuden eli erikseen sovitettavan kovenanttipaketin, yrityksen arvioitavaksi tulee suuri valikoima yksittäisiä kovenanttimuotoisia lausekkeitä eli rahoitus sopimuksen erityisehtoja. Keskitalon esittämää sopimuksellisten riskienhallintavälineiden tunnistus- ja arviointitapaa soveltaen voidaan yritysten rahoitus sopimuksista hahmottaa kovenantteja ilmentäviä lausekkeitä lähinnä kolmessa eri muodossa. Ensinnäkin ne voivat olla yleisiä sopimusstandardeja eli yleisiä vakiosopimusehtoja ja -lausekkeitä.

²⁶² Keskitalo 2002, s. 256, 259–260.

²⁶³ Kansainvälisissä rahoitusjärjestelyissä sovelletaan lainvalintasäännöksen perusteella usein joko Englannin lakia tai New Yorkin osavaltion lakia. Keskeisin syy näiden oikeusjärjestyksien käytölle on niiden soveltamisen hyvä ennustettavuus. Ks. Tuomisto 1998, s. 1.

²⁶⁴ Keskitalo 2002, s. 260.

Toiseksi nämä erityisehdot voivat myös olla räätälöityjä mutta vakioituja sopimusstandardeja, jolloin kyse voi olla myös sopimuskumppaneiden aiemmassa yhteistoiminnassaan käyttämistä vakioiduista sopimusehdoista ja -lausekkeista. Kolmas mahdollisuus on, että kovenanttimuotoiset lausekkeet ovat täysin räätälöityjä yksilöllisiä sopimusehtoja ja -lausekkeitä. Viimeksi mainitut lausekkeetkaan eivät synny täysin ilman yleistason ulkoisia vaikutteita, vaan ne perustuvat enemmän tai vähemmän yleiseen tietoon ja yrityksille karttuneeseen sopimustoiminnan kokemuspohjaan.²⁶⁵

Kovenanteissa on siis lähes aina jossain määrin kyse vakioiduista sopimuksellisista toimintamalleista. Erilaisten sopimusstandardien tarjoamien oletusarvojen avulla sopimusosapuolet voivat sovittaa valitsemansa oletusnormiston mukaisia pelisääntöjä omiin tarpeisiinsa. Sopimustoiminnan kustannushallinnan kannalta sopimusstandardien vaikutus on hieman kaksijakoinen. Toisaalta tällaisten yleisten sopimusstandardien eli vakiintuneiden kovenanttityyppien määrää konkreettisesti on syytä pyrkiä rajoittamaan transaktiokustannusten minimoimiseksi. Toisaalta on myös selvää, että yleisten kovenanttityyppien käyttäminen sopimuksellisina riskienhallintavälineinä on varsin kustannustehokasta, koska laajan kansainvälisen tunnettuuden johdosta niiden neuvottelu- ja laatimiskustannukset jäävät tapauskohtaisesti neuvoteltavien uusien yksilöllisten ehtojen kustannuksia pienemmiksi.²⁶⁶

Keskitalo näkee sopimusstandardien käyttämisessä toisena merkittävänä yleistason etuna sen, että niiden toimivuudesta sopimuksellisen riskienhallinnan välineenä on saatavissa varsin luotettavaa tietoa.²⁶⁷ Tämä ei valitettavasti kovenanttien kohdalla pidä kovin hyvin paikkansa²⁶⁸. Voitaneen kuitenkin todeta, että

²⁶⁵ Ks. Keskitalo 2002, s. 260–261. Mikäli sopimuskumppani ehdottaa sopimusneuvottelujen aikana uusien eli aiemmin tunnistamattomien riskienhallintavälineiden käyttöä, tulee sopimuksellisessa riskienhallinnassa Keskitalon mukaan palata riskien sopimuksellisen käsittelyn toiseen vaiheeseen eli riskienhallintavälineiden tunnistamiseen ja arviointiin. Tämä voi aiheuttaa sopimusneuvottelujen viivästymistä, mutta on kuitenkin välttämätöntä sopimuksellisen riskienhallinnan toimivuuden kannalta. Ks. Keskitalo 2002, s. 270.

²⁶⁶ Keskitalo 2002, s. 260–261. Myös Annola toteaa sopimuksen dynaamisuutta käsittelevässä väitöskirjassaan vakioehtojen kustannuksia alentavan vaikutuksen, mutta hän huomauttaa lisäksi, että vakioehdot eivät kuitenkaan kokonaan ratkaise sopimusneuvottelujen tarpeesta seuraavaa kustannusongelmaa, ks. Annola 2003, s. 51.

²⁶⁷ Keskitalo 2002, s. 260–261.

²⁶⁸ Tiedon niukkuudesta kertoo osaltaan jo se, että Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskeskityksessä vuonna 2002 valtaosa mikroyrityksistä ja pienistä yrityksistä sekä myös varsin suuri osuus suurista ja keskisuurista yrityksistä ilmoitti, että ne eivät tunne kovenantteja lainkaan. Ks. lähemmin Teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskeskityksessä 2002, s. 17. Samankaltaisia selvitystu-

kovenanttien käyttömahdollisuuksista ja -kokemuksista on niiden asianmukaisen käytön turvaamiseksi saatavilla kotimaisittain nykyään jo kohtuullisesti tietoa. Riippumatonta ja luotettavaa tutkimustietoa kovenanttien käytöstä ja tosiasiallisesta toimivuudesta riskienhallintavälineenä tulisi kuitenkin rahoitusmarkkinoiden keskeisten instituutioiden tuottaa ja tarjota yritysten käyttöön säännöllisesti.

Yrityksen ja sen johdon tapa lähestyä ja arvioida kovenantteja on luonnollisesti aina jossain määrin yksilöllinen ja yrityskohtainen. Hyvän perustan yksittäisten kovenanttien tarkoituksen ja tehtävien tarkastelulle tarjoaa yleinen ja kansainvälisesti vakiintunut kovenanttiluokittelu, joka on esitetty myös edellä johdantoluvussa. Kovenantit voidaan lisäksi luokitella tässä suoritettavan tarkastelun kannalta hyödyllisellä tavalla siten, että niitä jaotellaan niiden yleisyyttä eli toisaalta yksilöllisyyttä kuvaavalla akselilla. Tällöin kovenanttiluokittelu on kolmijakoinen seuraavasti:

- 1) Rutiinikovenantit (*routine covenants*)
- 2) Yleiskovenantit (*general covenants*)
- 3) Erityiskovenantit (*specific covenants*).²⁶⁹

Kovenanttien käytön yleisyyden ohella toinen erottava ja edellä mainittua piirretä ilmeisesti selittävä tekijä kyseisissä kovenanttiluokissa on niiden sisältöä koskeva sopimistarve. Se vaihtelee siten, että käytetyimpiin kovenantteihin ei sisälly tarkempaa kasuistista sopimista lainkaan, kun taas harvinaisemmat kovenantit nimenomaan pitkälti juuri rakentuvat yksilöllisen ja eksaktin sopimisen vaaraan. Erityislaatuisen ja kiinnostavan kyseisestä kovenanttijaottelusta tekee se, että se on integroitavissa Keskitalon esittämään sopimuksellisten riskienhallintavälineiden ryhmittelyyn, jonka avulla juuri edellä kuvattiin kovenanttimuotoisia sopimuslausekkeita kolmitasoisesti.

Rutiinikovenanttien ryhmään kuuluvia kovenantteja käytetään lähtökohtaisesti lähes kaikissa muissakin yritysrahoituksen sopimuksissa kuin kovenanttipohjai-

loksia on saatu aiemminkin. Esimerkiksi Tuomisto kartoitti vuonna 1998 pk-yritysten kovenanttietämystä, ja sen kautta ilmeni, että kovenantit olivat suurimmalle osalle vastaajista tuntemattomia. Ks. lisää Tuomisto 1998, s. 3.

²⁶⁹ Niskanen – Laine 1996, s. 13.

sisä rahoitussopimuksissa²⁷⁰. Näille kovenanteille on ominaista, että niiden täsmällistä sisältöä ei pääsääntöisesti tarvitse tapauskohtaisesti sopia, koska se sisältyy jo vakioehtoisena rahoitussopimukseen. Esimerkkinä tällaisista kovenanteista voidaan mainita vakuuden asettamiskielto, käyttöomaisuuden myyntikielto, tiedonantovelvoite ja vakuutusturvan ylläpito.²⁷¹ Kyseinen kovenanttiryhmä voidaan Keskitalon sopimuksellisten riskienhallintavälineiden typologiassa sijoittaa nimenomaan yleisten sopimusstandardien luokkaan.

Toisena ryhmänä tässä kovenanttien vakiomuotoisuutta mittaavassa luokituksessa ovat yleiskovenantit. Ryhmään kuuluvia kovenanttityyppejä käytetään useimmissa luottosopimuksissa. Luonteenomaista näille kovenanteille on, että niiden täsmällinen sisältö muodostuu tapauskohtaisesti sopien. Tyypillisiä tämän ryhmän kovenanteja ovat vakavaraisuuteen, maksuvalmiuteen ja osingonjakoon liittyvät erityisehdot.²⁷² Sopimuksellisena riskienhallintavälineenä nämä kovenantit voidaan luokitella lähinnä räätälöityihin sopimusstandardeihin.

Kolmannen kovenanttiryhmän tarkasteltavassa luokittelussa muodostavat erityiskovenantit. Kyseisiä kovenanteja käytetään tilanteen ja tarpeen mukaan, ja niiden sisältö räätälöidään aina tapauskohtaisesti. Eräänä tyypillisenä erityiskovenantina voidaan mainita rahoittajan ja rahoitettavan täsmällinen sopimus luoton käyttötarkoituksesta eli rahoituksen käytöstä yksinomaan määrättyyn kohteeseen.²⁷³ Keskitalon esittämässä sopimuksellisen riskienhallintavälineistön puitteissa nämä kovenantit edustavat nimenomaan räätälöityjä yksilöllisiä sopimusehtoja ja -lausekkeita.

Viimeksi mainittujen erityiskovenanttien kiistattomana vahvuutena voidaan pitää niiden kykyä ottaa huomioon kunkin rahoitussuhteen erityispiirteet ja osapuolten tavoitteet kyseisen sopimuslausekkeen määrittämässä erityiskysymyksessä. Lähtökohtana räätälöidyn sopimuslausekkeen laadinnassa voidaan pitää myös transaktion hallintaan valittua yleistä sopimusstandardia, joka on mahdollista

²⁷⁰ Tälle kovenanttiryhmälle ehdotettu nimike on mielestäni hieman epäsovelias, sillä se saattaa johtaa arvioimaan tällaista kovenanttia niin rutiiniluonteisena ehtona, että siihen ei kiinnitetä riittävästi huomiota. Tämän ryhmän kovenanteista voitaisiin perustellusti käyttää ilmaisua *vakio-kovenantit*, sillä ne sisältyvät pääsääntöisesti luottolaitosten vakioehtoihin sopimuslomakkeisiin.

²⁷¹ Kovenanttiryhmä 1996, s. 51, 57–60; Niskanen – Laine 1996, s. 13; Sarsama 1997, s. 20.

²⁷² Kovenanttiryhmä 1996, s. 41–43, 56; Niskanen – Laine 1996, s. 13–14.

²⁷³ Kovenanttiryhmä 1996, s. 57; Niskanen – Laine 1996, s. 14.

modifioida juuri kyseisen rahoitussuhteen tarpeisiin huomattavan yksityiskohtaisella tasolla. Erityiskovenanttien suurin heikkous on niistä aiheutuvat neuvottelu- ja laatimiskustannukset, jotka voivat olla merkittäviäkin sen johdosta, että sopimuskumppanin vakuuttaminen räätälöityjen erityisehtojen tarkoituksenmukaisuudesta ja toimivuudesta voi olla vaikeaa. Lisäksi tämänkaltaisten erityisehtojen valvonta- ja täytäntöönpanokustannukset voivat olla huomattavat, koska sopimuskumppaneilla ja tuomioistuimilla ei ole välttämättä riittävää kokemusta niiden käytöstä ja tulkinnasta. Näin ollen sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallin eräänä perustavoitteena voidaankin pitää yrityksen sopimuksellisen riskienhallinnan välineiden vakioimista.²⁷⁴

4.2.2 Riskien allokointi vakioehdoilla

Yrityksillä on olemassa liiketaloudellisesti perusteltu tarve vakioda toimintaansa. Erityisesti tällainen pyrkimys kohdentuu yrityksen sopimustoimintaan ja riskienhallintaan. Perimmäisenä päämääränä mainittujen toimintojen optimaalisessa vakioimisessa on yrityksen taloudellisen tulostavoitteen saavuttamisen ja varallisuuden säilyttämisen turvaaminen. Vakioituja toimintamuotoja hyödyntävä asioiden käsittelytapa käynnistyy yritystoiminnan puitteissa jo yritystä perustettaessa. Varsinkin osakeyhtiö voidaan nähdä eräänlaisena vakiosopimuksena, joka antaa etutahoja yhdistävälle sopimusten verkolle sisällön ja muodon ja mahdollistaa sen käsittelemisen oikeushenkilönä. Tällaisessa vakiosopimusajattelussa julkinen valta tarjoaa osakeyhtiölain muodossa vakioratkaisun eli osakeyhtiöinstituution lähtökohtaisesti ilmaiseksi yhteisen intressin omaavien toimijoiden käyttöön.²⁷⁵ Tämä lakimääräinen vakioratkaisu toimii myös osakeyhtiön toiminnan riskejä sen intressitahojen kesken allokoivana tekijänä²⁷⁶. Osakeyhtiölailla ja osakeyhtiömuodolla on siten suuri merkitys erilaisten transaktiokustannusten minimoimisessa.

²⁷⁴ Keskitalo 2002, s. 261.

²⁷⁵ Villa 2003, s. 12.

²⁷⁶ Osakeyhtiölaki sisältää lukuisia riskienhallintaa koskevia elementtejä, jotka ilman lakisääteistä ratkaisua edellyttäisivät sopimusperusteisia järjestelyjä, kuten kovenanteja. Esimerkkeinä voidaan mainita sidotun oman pääoman suoja (OYL 6 luku) ja varojenjakosäännökset (OYL 12 luku). Ks. esim. Villa 2001a, s. 49, 53 alav. 132.

Yleisesti ottaen myös yritysrahoitussuhteen molemmat osapuolet pyrkivät vakioimaan toimintaansa kyseisessä kokonaisjärjestelyssä muodostaakseen sitä kautta eräänlaisen vahvistavan kehyksen tarkemmalle tapauskohtaiselle sopimiselle. Kovenantit ovat yksi keino vakioida ja vakauttaa rahoitussuhdetta. Tällöin toimijoiden riskipositiot piirretään rahoitussopimukseen tietynlaisen yleisen mallin avulla, mutta kuitenkin myös rahoitussuhteen yksilöllisiä seikkoja ja osapuolten konkreettisia tarpeita vielä erikseen huomioiden. Kovenantit nähdään lähtökohtaisesti ja ensisijaisesti rahoittajan riskienhallintavälineenä, mutta kuten edellä on pyritty havainnoimaan, tällainen vakioitu riskienhallinnan toimintatapa ei ole rahoitussuhteen toisellekaan osapuolelle lainkaan merkityksetön asia. Se luo sekä mahdollisuuksia että uhkia rahoitettavan yrityksen riskienhallinnalle. Siksi on olemassa perusteita asian tarkastelulle sekä yrityskohtaisesti että yleisemmälläkin tasolla.

Rahoitussuhteen sopimusehtojen laatimisen osalta LLL ei anna yksityiskohtaisempaa ohjausta, mutta laki kuitenkin nimenomaan kieltää kohtuuttomien sopimusehtojen käytön luottolaitoksen toiminnassa (LLL 83.1 §). Samassa yhteydessä luottolaitokselle määrätään velvollisuus toimittaa toiminnassaan käyttämiensä vakioehtoisten sopimusten ehdot RATA:lle (LLL 83.2 §). Tämä lainkohta on nähty hieman ongelmallisena. Ahtola toteaa, että lain sanamuodon ja RATA:n vakiosopimuksia koskevan ohjeen mukaan ennakkotarkastus koskee nimenomaan vakioehtoisten sopimusten ehtoja²⁷⁷. Hänen mielestään asiakkaan suojan kannalta olisi järkevämpää kuitenkin tarkastaa nimenomaan vakioehdot, koska myös yksilöllisenä sopimuksena pidettävään sopimukseen voi liittyä vakioehtoja. Käytäntö on kuitenkin se, että luottolaitokset toimittavat RATA:lle tarkastettavaksi valmiiksi painetut antolainauslomakkeet ennen niiden käyttöönottoa. Luottolaitoksen käyttämät kovenantit tulevat siten ennalta tarkastetuiksi,

²⁷⁷ RATA:n ohjeessa puhutaan nimenomaan vakioehtoisista sopimuslomakkeista. Niiden käsittelyssä RATA kiinnittää ohjeen mukaan huomiota sopimusehtojen selkeyteen sekä LLL 83 §:n sopimusehdoille asettamiin vaatimuksiin. Syytä on huomata, että kyseisellä ohjeellaan RATA haluaa ensisijaisesti ohjata luottolaitoksen ja muun kuin yritysasiakkaan välisen oikeussuhteen ehtojen vähimmäiskriteereitä. Tämän ohella ohjeessa annetaan myös menettelytapasuosituksia pienyritysten luottosuhteisiin. Lopuksi ohjeen piiriin suljetaan vielä kaikki muukin yritystoiminta toteamalla, että RATA kiinnittää valvonnassaan huomiota ohjeessa esitettyjen periaatteiden ja menettelytapojen toteutumiseen myös silloin, kun luottolaitoksen sopimuskumppanina on muu yritys kuin pienyritys. Ks. RATA 102.1, s. 1.

mikäli ne sisältyvät mainittuihin sopimuslomakkeisiin.²⁷⁸ Lisäksi RATA valvoo LLL 84 §:n mukaan kaikkea luottolaitosten sopimusehtojen käyttöä. Tämän viranomaisvalvonnan lisäksi rahoitettavalla on aina olemassa mahdollisuus saat-taa rahoitussopimuksensa ehdot yleisen laillisuuskontrollin alle. Se onkin nähtävissä muun yritysrahoituksen kuin pankkiluotonannon puitteissa lähinnä ainoana julkisena oikeussuojakeinona, mutta yritysrahoituksen toimintaympäristössä tuomioistuinprosessia pidetään aivan ymmärrettävin perustein rahoitussuhteen ongelmien ratkaisukeinona selkeästi *ultima ratio* -asemassa.

Suomalaisen elinkeinoelämän etujärjestön TT:n taholta esitettiin vuonna 1996 kovenantteja koskien sen selvittämistä, millaisia perusteita ja mahdollisuuksia olisi pyrkiä rakentamaan standardoituja kovenanttimalleja²⁷⁹. Perusteena kovenanttien sisällön ja käytön standardointitarpeelle nähtiin tällöin muun muassa, että se helpottaisi kovenanttien hyödyntämistä ja vähentäisi kovenantteihin liittyvää työtä rahoitussuhteen molemmilta osapuolilta. Ylipäänsä tällainen kovenanttien yhdenmukaistaminen voisi esityksen mukaan lisätä ymmärrystä niiden käyttöä kohtaan ja johtaa niiden käytön yleistymiseen.²⁸⁰

Yritysten toimintaedellytysten kehittämistä vastaavan kauppa- ja teollisuusministeriön asettama työryhmä totesi kuitenkin omassa selvitysraportissaan vielä samana vuonna, että kovenanttien standardointi ei ole tarkoituksenmukaista, sillä tällaisten rahoitussopimuksen erityisehtojen toimivuuden edellytyksenä on luotonottajan tilanteen tapauskohtainen huomioiminen niin ehtojen valinnassa kuin muotoilussakin. Lähtökohtaisesti vain tunnuslukukovenanttien määrittelyssä olisi työryhmän näkemysten mukaan syytä noudattaa yhtenäisiä kansallisia suosituksia. Rahoitussuhteen molempia osapuolia edustaneen työryhmän julkaiseman raportin keskeisenä tavoitteena todettiin olevan tiedon lisääminen kovenanteista ja ohjeellisten mallien antaminen kovenanttien käyttöä varten.

²⁷⁸ Ahtola 2002, s. 28–29. Korostamansa asiakkaansuojan rinnalla Ahtola toteaa kuitenkin RATAn nykyisen tarkastuskäytännön olevan käytännössä toimivin tapa toteuttaa ennakkotarkastus.

²⁷⁹ Ks. TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 16, 18. Tämä työryhmän esitys kohdennettiin erityisesti kauppa- ja teollisuusministeriölle, ja siihen oli liitettyä myös selvityspyyntö sitä koskien, voidaanko tunnuslukukovenanttien raja-arvoista antaa joitakin suosituksia.

²⁸⁰ TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 13–14.

Raportissa esitetyt kovenanttimalit haluttiin tarjota lähinnä rahoitettavien yritysten ja rahoittajien välisten rahoitusneuvottelujen tueksi.²⁸¹

Oikeudessamme vakioehdolla tai yleisellä sopimusehdolla tarkoitetaan ehtoa, joka laaditaan käytettäväksi useissa myöhemmin solmittavissa yksittäisissä sopimuksissa monien eri sopimuskumppaneiden kanssa. Typografisesti vakioehdot voivat käytännössä esiintyä useassa eri muodossa. On siten mahdollista ja nykyään myös yleistä, että etukäteen laaditut vakioehdot liitetään teknisesti hyvin dynaamisesti uudelleen jokaiseen yksittäiseen sopimusasiakirjaan. Vakioehtoja käyttäen laadittua ja solmittua sopimusta pidetään vakiosopimuksena.²⁸²

On ilmeistä, että vakiosopimuksia käytettäessä sopimusosapuolten yhteinen tahto ja tarkoitus eivät voi täysin toteutua. Tämän johdosta vakiosopimusten yhteydessä sopimuksen sitovuutta ja tulkintaa lähestytään joiltain osin hieman toisin kuin yksilöllisten sopimusten kohdalla. Tärkeä lähtökohta vakioehdoista rakentuvaa vakiosopimusta arvioitaessa on se, että ne asiat, joista tällaisen sopimuksen yhteydessä on erikseen neuvoteltu, on priorisoitava vakioehtoihin nähden. Yksilöllinen ehto eli erityisehto syrjäyttää näin ollen vakioehdon. Kyseisen periaatteen ohella osapuolitahton etusijaa toteuttaa myös oppi vakioehdon sitovuuden rajoituksista yllättävien ja ankarien ehtojen kohdalla. Kolmantena huomionarvoisena vakiosopimusoikeudellisena periaattina on syytä tässä huomioida ns. epäselvyyssääntö, jonka mukaan vakioehtoja tulkitaan laatijansa vahingoksi (*in dubio contra stipulatorem*).²⁸³

Yleisesti luottosopimuksille on tunnusomaista vakioehtojen keskeinen asema. Tätä varten luottolaitoksilla on käytössään erilaisille luottotyypeille laadittuja sopimuslomakkeita ja ehtomalleja, joita luottosuhteissa vakiintuneesti käytetään.

²⁸¹ Kovenanttityöryhmä 1996, s. 11, 18. Työryhmä esitti muun muassa, että tunnuslukukovenanteja käytettäessä rahoitussopimuksissa pyritäisiin yhteisen käytännön edistämiseksi noudattamaan Yritystutkimusneuvottelukunnan suosituksia tase- ja tuloslaskelmatunnusluvuista. Tunnuslukujen ja niiden raja-arvojen valinnassa työryhmä korosti sen sijaan tapauskohtaista harkintaa. Lisäksi työryhmä määritteli ohjeellisen perusjoukon pk-sektorille soveltuvista kovenanteista, joista voidaan tapauskohtaisesti valita ja muokata sopivimmat. Yleisiä sopimusmalleja kovenanttien käytöstä työryhmä ei siis katsonut voivansa antaa, koska rahoitussopimuksen laatimisessa yrityksen tai hankkeen tapauskohtainen arviointi on niin keskeisessä asemassa. Kovenanttien lukumäärän suhteen työryhmä kehotti kuitenkin noudattamaan pidättyväisyyttä. Ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 79–81.

²⁸² Wilhelmsson 1994c, s. 944.

²⁸³ Huhtamäki 1993, s. 111; Wilhelmsson 1985, s. 47–48, 60–66.

Yksilöllinen sopiminen on yleisempää yritysrahoituksessa, jonka puitteissa luottoratkaisuja ja sopimusehtoja räätälöidään asiakaskohtaisesti. Erityisesti kovenanttien käyttö edellyttää rahoitettavan yrityksen yksilöllistä arviointia ja ainakin osittain ehtojen tapauskohtaista muotoilua.²⁸⁴ Rahoittajalla on siis lähtökohtaisesti olemassa yleiset mallit myös erilaisia kovenantteja varten, mutta useimpien kovenanttien perusluonteeseen kuuluu, että ne määritetään ja muokataan aina vielä erikseen kuhunkin rahoitussuhteeseen sopiviksi rahoitettavan yrityksen liiketoiminnan menestys- ja riskitekijät huomioiden. Koska kovenanttien toiminnallisena tavoitteena on nimenomaan yrityksen liiketoimintasuunnitelman toteutumisen edistäminen ja rahoitussuhteen riskien ehkäiseminen, niiden onnistunut asettaminen edellyttää tapauskohtaista harkintaa ja yksilöllistä lähestymistapaa. Kovenanttien tietynasteisen muokkauksen yrityksen ja sen luottotarpeiden mukaan voidaan siis olettaa kuuluneen olennaisena osana suomalaisen yritysrahoituksen sopimuskäytäntöön²⁸⁵.

Kuinka vakioehtoinen tai yksilöllinen kovenantti suomalaisena yritysrahoituksen sopimusinstrumenttina sitten yleistasolla arvioiden on? Vastausta ei voida esittää kovin kategorisessa muodossa, sillä kovenanttien vakioehtoisuus on jokseenkin relatiivista²⁸⁶. Tämä tarkoittaa sitä, että kovenanttien vakioehtoisuudellinen olemus voi vaihdella tapauskohtaisesti voimakkaastikin. Kyse on kovenanttityyppien luonteenomaisista eroista. Tiedyt kovenantit sijoittuvat jo lähtökohtaisesti edellisessä alajaksossa esitetyn jaottelun mukaisesti ns. rutii-nikovenantteihin eli ne esiintyvät rahoitussopimuksissa usein vakioehdon muodossa²⁸⁷. Myös sama kovenanttityyppi voi esiintyä eri rahoitussopimuksissa yksilöllisenä tai yleisenä sopimusehtona. Kovenanttia ei lähtökohtaisesti voida pitää yksilöllisenä ehtona, jos se on sisällöltään selkeästi vakiintunut ja yleisesti käytetty. Ehto ei kuitenkaan ole vakioehto pelkästään sen vuoksi, että se perustuu jonkinlaiseen yleiseen malliin. Toisaalta vakioehtoisuutta ei poista vielä se,

²⁸⁴ Hemmo 2001a, s. 37.

²⁸⁵ Ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 34.

²⁸⁶ Myös KTM:n kovenanttityöryhmä totesi rajanvedon rahoitussopimusten vakioehtojen ja kovenanttien välille olevan vaikeaa. Tässä yhteydessä työryhmän raportissa todetaan, että osa työryhmän määrittelemistä kovenanteista on ollut usein mukana tavanomaisen luotonannon vakioehdoissa, esimerkiksi tiedonantovelvollisuutena. Esityksestä kuvastuu pyrkimys nähdä kovenantit puhtaasti yksilöllisinä sopimusehtoina. Ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s.33.

²⁸⁷ Tyypillisesti vakioehtoisena esiintyvänä kovenanttina voidaan mainita erityisesti *negative pledge* -lauseke. Sen asema rahoituskäytännössä on siinä määrin vakiintunut, että se sisältyy lähes kaikkiin luottosopimuslomakkeisiin. Ks. Ahtola 2002, s. 27; Tuomisto 1998, s. 69.

että kovenantit valitaan mallikokoelmasta tapauskohtaisesti, jos valittuja kovenantteja asetettaessa ei muuten huomioida yksittäisessä rahoitussuhteessa ilmeneviä konkreettisia tarpeita.²⁸⁸ Oikeudellinen arvio kunkin lausekkeen luonteesta on siten yleensä tehtävä lopultaan *in casu* soveltaen jonkinlaista liukuvaa asteikkoa²⁸⁹. Koska kovenanttien vakioehtoisuus on tässä määrin epävarmaa ja useimmiten tapauskohtaista tarkastelua vaativaa, ennakoivan sopimustoiminnan näkökulmasta erityisesti rahoittajan taholla on tärkeää varautua siihen, että kovenantteja voidaan yksittäistapauksissa tulkita vakioehto-oppien valossa²⁹⁰.

Varautuminen varallisuus oikeudellisena periaatteena tarkoittaa sitä, että toimintaan ryhdyttäessä ja toiminnan aikana huolehditaan siitä, ettei oma toiminta epäasianmukaisella tavalla haittaa muiden toimijoiden mahdollisuuksia toimia ja toteuttaa tavoitteitaan²⁹¹. Tämän näkökulman soveltaminen kovenanttien käyttöön vakioehto-oikeudelliset periaatteet huomioiden tarkoittaa muun muassa sitä, että kovenanttien asettamisessa noudatetaan suhteellisuusperiaatetta, jonka mukaan rahoittajan on rajoitettava käytettävien ehtojen sisältö niiden tarkoituksen kannalta riittäviin rahoitettavan yrityksen toiminnan rajoituksiin. Asianmukainen rahoitussuhde edellyttää siten tarkoituksenmukaisia, realistisia ja kohtuullisia kovenantteja. Ne eivät saa rajoittaa tarpeettomasti yrityksen toimintaa. Yllättävien ja ankarien ehtojen riskiä pienentää lähtökohtaisesti jo se kovenanttien käytön perusvaatimus, että niiden valinnan tulee tapahtua yhteisymmärryksessä rahoittajan ja rahoitettavan välillä.

Tämän lisäksi ehtojen muotoilussa ja määrittämisessä tarvitaan riittävästi avointa tiedonvaihtoa ja huolenpitoa toisen osapuolen tietotasosta erikseen kunkin ehdon yleisen merkityksen ja erityisen sisällön osalta, jotta kaikki yksityiskohdat tulevat oikein ymmärretyiksi ja hyväksytyiksi. Avoimuus liittyy myös lojaliteettiin,

²⁸⁸ Ahtola 2002, s. 27; Tuomisto 1998, s. 68–69.

²⁸⁹ Wilhelmssonin mukaan tiukka kahtiajako vakiosopimusten ja yksilöllisten sopimusten välillä ei anna oikeaa kuvaa sopimustodellisuudesta. Mieluummin pitäisi puhua liukuvasta asteikosta, jonka puitteissa sopimuksia arvioidaan niiden sisältämien yksilöllisten piirteiden suhteen hieman tarkemmin. Ks. Wilhelmsson 1985, s. 30. Tällainen lähestymistapa soveltuu mielestäni myös yksittäisten ehtojen, kuten kovenanttien, vakioehtoisuutta koskevaan tarkasteluun.

²⁹⁰ KTM:n kovenanttityöryhmän mukaan vakiosopimusperinne pankkien luottosopimuksissa on johtanut siihen, että mahdollisissa riita-asioissa on usein olemassa ennakoitavuutta parantava vakiintunut tulkinta, mutta itse kovenanttien käyttöön liittyy kuitenkin epävarmuutta oikeuskäytännön puuttumisen vuoksi, ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 73.

²⁹¹ Pöyhönen 2000, s. 110.

joka osaltaan edellyttää erityisesti vakioehdoilta selkeyttä ja sopimuksenteon järjestämistä siten, että toisella osapuolella on mahdollisuus ymmärtää millaiseen oikeustoimeen on sitoutumassa²⁹². Kovenanttien sisällöllistä selkeyttä voi parantaa se lähtökohta, että ne yleensä perustuvat yleisiin ja vakioituihin sopimuslausekkeisiin. Kovenantteja räätälöitäessä tulee muistaa, että rahoitussojimuksessa on syytä selkeästi osoittaa ne velvollisuudet, joita rahoitettu yritys sitoutuu kunkin erityisehdon osalta noudattamaan. Kovenanttien toteutumisen on myös oltava selkeästi mitattavissa tai muuten yksiselitteisesti arvioitavissa.²⁹³

Kovenanteista käytetään melko vakiintuneesti rahoitussojimuksien yhteydessä ilmaisuja *erityisehto*²⁹⁴. Tämän tavallaan hyvin osuvan suomenkielisen ilmaisun voidaan nähdä viittaavan myös siihen, että kyseessä olisi nimenomaan yleisen sojimuksen eli vakioehdon selvä vastakohta. Kuvatunkaltaisessa sojimuksellisuudessa kovenanttien osalta toimittaessa voidaan kuitenkin kysyä, onko vakioehto-oikeudellisesti arvioiden aivan oikein puhua kovenanteista nimenomaan erityisehtoina. Hieman kriittistä suhtautumista mainittuun ilmaisuun voidaan perustella sillä, että se voi olla omiaan häivyttämään ainakin jossain määrin tietoisuutta vakioehto-oikeudellisten periaatteiden soveltumismahdollisuudesta kovenantteihin. Rahoitussojimuksen erityisehdosta puhumista voidaan kuitenkin pitää aivan perusteltuna silloin, kun kovenanttimuotoinen sojimuksen ehto on aidosti yksilöllinen.

Sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallissa yrityksen sojimuksellisen vakiointi palvelee nimenomaan riskien käsittelyä. Riskien sojimuksellinen allokointi eli kohdentaminen sojimuksenkumppaneiden välillä rakentuu edellä käsitellyjen sojimuksellisen riskien käsittelyn aikaisempien vaiheiden varaan. Keskitälon mukaan tässä riskien käsittelyvaiheessa on kyse erityisesti sojimuksellisten riskienhallintavälineiden hienosäädöstä käytännön sojimuksellista varten. Yrityksen sojimuksellisessa riskienhallinnassa tarvitaan siis toimivia vakiosopi-

²⁹² Häyhä 1996a, s. 316.

²⁹³ Kovenanttityöryhmä 1996, s. 23–25, 72–74.

²⁹⁴ Ks. esim. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 19; TT:n kovenanttityöryhmä 1996, s. 8; Villa 2003, s. 144. Kovenantin perusmäärittelyssä käytetään myös ilmaisuja *erityinen ehto*, ks. Tuomisto 1998, s. 51.

muslausekkeitä, mutta myös niiden tapauskohtaista toimintakykyä mahdollistavia ja turvaavia toimia, kuten vakioitujen sopimuslausekkeiden räätälöintiä.

Strategisen sopimuksellisen riskienhallinnan kannalta riskien allokoinnin toteuttaminen kohdentuu yrityksen sopimustoimintaa palvelevien menettelytapojen, vakiosopimusehtojen ja -dokumenttien laatimiseen. Eräänä esimerkkinä mainittunlaisista menettelytavoista Keskitalo esittää seuraavat sopimuksellisen riskien allokoinnin kantavat periaatteet, joita voidaan nähdäkseni hyvin soveltaa myös kovenanttien käyttöä suunniteltaessa:

- Älä ota sellaista riskiä, joka kuuluu sopimus- tai alisopimus-kumppanisi vaikutusalueeseen.
- Älä ota suurta riskiä pelkästään pitääksesi sopimus-kumppanisi tyytyväisenä.
- Älä myöskään luule muiden ottavan edellä mainittuja riskejä.²⁹⁵

4.3 Selonteot ja vakuutukset kovenanttisuhdetta edeltävinä tukitoimin

Yrityksen rahoitusprosessin neuvotteluvaiheessa rahoittaja pyrkii hankkimaan päätöksentekonsa tueksi rahoitettavasta yrityksestä ja sen toimintaympäristöstä mahdollista rahoitussuhdetta koskien kaiken relevantin tiedon mahdollisimman luotettavassa muodossa. Yrityksen ja sen liiketoiminnan analysoinnissa tarvittavat tiedot rahoittaja saa pääosin suoraan rahoitettavalta itseltään, mutta tietyin tarvittavin osin myös yritys- ja markkinatietoa sekä tutkimuspalveluita tarjoavilta kolmansilta tahoilta. Saadun tiedon perusteella rahoittaja pyrkii muodostamaan mahdollisimman realistisen ja totuudenmukaisen kokonaiskuvan rahoitettavasta yrityksestä, sen aikaisemmasta ja nykyisestä liiketoiminnasta, taloudellisesta suorituskyvystä ja oikeudellisesta asemasta. Kansainvälisessä rahoitustoiminnassa vakiintuneen mallin mukaisesti rahoittaja saattaa kuitenkin edellyttää tekemiensä havaintojen, arvioiden ja johtopäätösten tueksi vielä rahoitettavalta erityistä kirjallista selvitystä tietyistä asioista tai vahvistusta esitettyjen tietojen

²⁹⁵ Keskitalo 2002, s. 262–263.

paikkansapitävyydestä. Kyse on tällöin *representation-* ja *warranty*-klausuuleista eli rahoitettavan selonteista ja vakuutuksista rahoittajalle.

Huolellisen rahoittajan tavoitteena on tunnistaa ja arvioida kattavasti kaikki rahoitussuhteeseen sisältyvät riskit. Rahoitettavan selontekoja ja vakuutuksia hyödynnetään merkittävämpien rahoitusjärjestelyiden yhteydessä keskeisenä apuvälineenä riskien kartoittamisessa ja analysoimisessa sekä myös sopimusinstrumenttina rahoitussuhteen riskien käsittelyssä²⁹⁶. Yhdessä kovenanttien kanssa nämä rahoitettavan yrityksen erityissitoumukset muodostavat kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen sopimuksellisen riskienhallinnan perustan. Ne eivät kuitenkaan pyri kovenanttien tavoin suoranaisesti vaikuttamaan rahoitettavan yrityksen toimintaan.²⁹⁷ Selontekojen ja vakuutusten ajallinen asema sopimusprosessissa on myös kovenantteihin nähden hieman varhaisempi. Selonteot ja vakuutukset auttavat sopimusosapuolia jo rahoitusprosessin neuvotteluvaiheessa luomaan rahoitussuhdetta koskevan tarkistuslistan ja pohjan, jonka perusteella rahoitussopimus tehdään²⁹⁸. Ne luovat edellytyksiä rahoitusneuvotteluille ja liittyvät olennaisena osana rahoitussuhteen valmisteluvaiheen sopimusdokumentaatioon. Selonteot ja vakuutukset voidaan kaikkineen nähdä eräänlaisena kovenanttisuhdetta edeltävinä tukitoimina.

Levon mukaan *representation-* ja *warranty*-klausuuleiden tarkoituksena on antaa luotonottajalle varmistus siitä, että

- 1) luottosopimuksen velvoitteet sitovat luotonottajaa,
- 2) luotonottajan taloudellisesta asemasta ja liiketoiminnasta annetut tiedot ovat totuudenmukaisia, ja

²⁹⁶ KTM:n kovenanttityöryhmän havaintojen mukaan selontekoja ja vakuutuksia ei ole käytetty pk-sektorin luotonannossa Suomessa, ks. Kovenanttityöryhmä 1996, s. 68. Sen sijaan niitä on käytetty jossain määrin suurissa kotimaisissakin rahoitusjärjestelyissä. Kansainvälisissä rahoitusjärjestelyissä näillä rahoitettavan erityissitoumuksilla on tärkeä ja vakiintunut asema. Tällöin niiden käyttöön sovelletaan lainvalintasäännöksen perusteella usein joko Englannin lakia tai New Yorkin osavaltion lakia. Ks. Tuomisto 1998, s. 82.

²⁹⁷ Selontekojen ja vakuutusten suhteesta kovenantteihin on hieman erilaisia näkemyksiä. Tietystä samankaltaisuudesta huolimatta niitä ei lähtökohtaisesti pidetä kovenantteina, ks. esim. Tuomisto 1998, s. 82. Niitä saatetaan kuitenkin pitää kovenanttien alalajina tai ainakin lähi-ilmiönä, ks. Hemmo 2001a, s. 327. Muodollista luokittelua tärkeämpää oikeudellisesti on kuitenkin kunkin lausekkeen tosiasiallinen sisältö.

²⁹⁸ Lauriala 2001, s. 102.

- 3) ei ole olemassa muita sellaisia seikkoja, jotka vaarantavat luotonottajan velanhoitokyvyn.²⁹⁹

Yhteneväisten tavoitteidensakin takia selonteot ja vakuutukset esiintyvät rahoitussopimuksissa yleensä käytännössä saman otsikon alla, joten niitä ei aina myöskään muussa tarkastelussa eroteta toisistaan³⁰⁰. Selontekojen ja vakuutusten yhteisten piirteiden lisäksi voidaan kuitenkin huomioida tiettyjä niitä toisistaan selkeästi erottavia ominaispiirteitä. Yritysten rahoitusympäristössä käytetty *representation*-klausuuli on rahoitettavan yrityksen taholta yleensä kirjallisessa muodossa annettu selonteko menneestä tapahtumasta tai olemassa olevasta tosiseikasta, joka toimii perustana sopimuksen allekirjoitukselle. Se on sopimusosapuolen lausuma jostakin tosiasiasta, jonka perusteella toinen osapuoli tekee sopimuksen. Niitä annetaan yleensä muun muassa rahoitettavan yrityksen päätöksenteon asianmukaisuudesta, rahoituksellisesta ja liiketoiminnallisesta tilasta, muista olemassa olevista sopimussuhteista ja annetuista vakuuksista. Selonteko annetaan rahoitusneuvotteluissa ennen varsinaisen sopimuksen tekemistä, eikä siitä tule tehtävän sopimuksen ehtoa.³⁰¹

Rahoitusjärjestelyn riskienhallinnan kannalta katsoen selonteot palvelevat kaksipuolisena instrumenttina eli molempia rahoitussuhteen osapuolia. Toisaalta rahoittaja voi niiden kautta muodostaa käsityksen rahoitettavan yrityksen velanhoitokyvyn perustana olevista olosuhteista ja yleisistä taloudellisista toimintaedellytyksistä. Näiden rahoitussuhteen onnistumista määrittävien seikkojen säilymisen suotuisalla tasolla rahoittaja pyrkii turvaamaan kovenanteilla, joiden suunnittelua ja asettamista selonteot osaltaan ohjaavat. Toisaalta selonteot palvelevat myös rahoitettavan yrityksen oman riskienhallinnan tavoitteita, kun ne ohjaavat yrityksen johtoa kiinnittämään ajoissa huomiota mahdollisiin ongelma-kohtiin ja riskitekijöihin, jotka muuten saattaisivat jäädä huomiotta ja näin aiheuttaa myöhemmin vakavampia haasteita yritystoiminnalle ja rahoitussuhteen sopimuksenmukaiselle hoidolle.³⁰²

²⁹⁹ Levo 1985, s. 76.

³⁰⁰ Ks. esim. Levo 1985, s. 77; Tuomisto 1998, s. 85. Ks. myös Kovenanttityöryhmä 1996, s. 20, 62–66, missä esitetään nimenomaan saman otsikon (Velallisen vakuutuksia) alla viiden lausekkeen osalta niiden tarkoitus ja mallisisältö. Tarkasteltavat lausekkeet ovat: lain ja asetusten noudattaminen, vireillä olevat oikeudenkäynnit, ristiriitaiset sopimusehdot ja sopimusrikkomukset, ympäristölainsäädännön noudattaminen sekä annettujen tietojen riittävyys ja oikeellisuus.

³⁰¹ Levo 1985, s. 77; Logan – Rowntree 1983, s. 3; Tuomisto 1998, s. 83.

³⁰² Logan – Rowntree 1983, s. 3; Tuomisto 1998, s. 83–84.

Warranty-klausuuli on puolestaan sopimuksen tarkoitusta tai päämäärää koskeva rahoitettavan yrityksen antama vakuutus tai muu lausuma. Rahoituskäytännössä erotetaan yleensä sopimuksen pätevyyteen liittyvät vakuutukset (*legal warranties*) ja rahoitettavan taloudelliseen tilaan ja luottokelpoisuuteen liittyvät vakuutukset (*commercial warranties*). Rahoitussopimukseen voi kuulua myös ehto, jonka mukaan rahoitettavan on toistettava vakuutus säännöllisin väliajoin koko rahoitussuhteen ajan (*evergreen warranties*). Tällainen toistolauseke edellyttää siis, että klausuulissa todetut seikat ovat paikkansapitäviä sopimussuhteen päättymiseen saakka.³⁰³

Rahoitettavan yrityksen riskienhallinnan näkökulmasta on syytä huomioida, että rahoituksenhallinnan toimintaohjelmaan kovenanttien ohella kuuluviin selontekoihin ja vakuutuksiin myös itsessään liittyy riskitekijöitä. Liian laajoina ne voivat vaarantaa muuten hyvin laaditun sopimuksen. Eräänä syynä epärealistisiin klausuuleihin voidaan pitää sitä, että sopimusosapuolilla ei ole aikaa, halua tai kykyä huolelliseen sopimussuunnitteluun, jolloin riskejä pyritään hallitsemaan vääränlaisilla tai liiallisilla klausuuleilla. Koska klausuulit ovat rahoittajalle neuvotteluvaiheessa eräänlainen lista selvitetävistä kysymyksistä, ne saatetaan esittää luonnosmuodossa sisällöltään hyvin laaja-alaisena kokonaisuutena. Rahoitettavan yrityksen on syytä neuvotella tällaiseen klausuuliluonnokseen sellaiset tarvittavat muutokset, että se kattaa lopultaan vain kyseisen rahoitussuhteen kannalta olennaiset seikat.³⁰⁴

³⁰³ Levo 1985, s. 76–77; Tuomisto 1998, s. 84–85; Wood 1995, s. 28–30.

³⁰⁴ Lauriala 2001, s. 102; Levo 1985, s. 76.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Kovenantit ovat keskeinen osa rahoittajan riskienhallintaa erityisesti kassavirta-pohjaisessa vakuudettomassa rahoitussuhteessa. Tässä tutkielmassa on pyritty avaamaan näkökulmaa siihen, miten kovenanttien käytön valmistelu on nimenomaan rahoitettavan yrityksen taholla aiheellista järjestää, jotta se pystyy rahoitussuhteen toisena osapuolena käyttämään kovenanteja rationaalisesti ja systemaattisesti omassa toiminnassaan ja riskienhallinnassaan.

Kovenanttien käyttöä yrityksessä suunniteltaessa asian käsittelylle muodostaa lähtökohdan yrityksen olemassa oleva suunnittelujärjestelmä. Keskeinen kysymys yrityssuunnittelun ja kovenanttien välillä on se, kuinka strategisena kysymyksenä kovenanttien käyttö yrityksessä nähdään. Yleistasolla tarkasteltuna kovenanttien käyttöön voidaan havaita liittyvän lukuisia sellaisia piirteitä ja elementtejä, jotka puoltavat sen sijoittamista osaksi yrityksen strategista suunnittelua. Kovenanttien käytön vaikutusta yrityksen koko toimintaan pitäisi siis pystyä katsomaan ja ennakoimaan mahdollisimman kokonaisvaltaisesti.

Yrityksen rahoitusta koskevassa suunnittelussa ja päätöksenteossa tulee kyetä toisaalta arvioimaan rahoitusratkaisun osakysymyksenä kovenanttien käytön vaikutukset esimerkiksi rahoituksen saatavuuden, hinnan ja maturiteetin suhteen, mutta toisaalta yrityksen taholla pitää pystyä ennakoimaan koko suunniteltavan kovenanttipaketin kokonaisvaikutukset mahdollisine sivuvaikutuksineen yrityksen toimintaan. Kyse on siten lähes luonnostaan strategisen tason tarkastelusta, joten yrityksen puolella tällaiset rahoitussopimuksen erityisehdot tulisi jo lähtökohtaisesti ottaa huomioon sellaisina mahdollisuuksina ja uhkina, jotka edellyttävät riittävän huolellista suunnittelua ja punnittua päätöksentekoa kaikilla tarvittavilla suunnittelu- ja päätöksentekotasolla.

Keskeisenä työvälineenä ja suunnittelupohjana kovenanttien käyttöönotossa yrityksellä on liiketoimintasuunnitelma, jolla se viestii toiminnallisista ja taloudellisista tavoitteistaan myös potentiaalisille rahoittajilleen. Kun kovenanttien käyttöä koskeva suunnittelu on jo yrityksen sisällä tapahtunut yrityksen liiketoimintasuunnitelman puitteissa, asian käsittely rahoitusneuvotteluissa ja myös kovenanteja koskeva sopimuksenteko hieman myöhemmässä vaiheessa on kyt-

ketty suoraan yrityksen todelliseen toiminnalliseen suunnittelukehykseen ja strategiaan perusratkaisuihin.

Kovenantteihin ja niiden käyttöön liittyy mainitun strategisen ulottuvuuden lisäksi myös lukuisia muita piirteitä ja tekijöitä, joiden johdosta aihealuetta on yrityksen taholla tarpeellista ja myös hyödyllistä lähestyä suunnitelmallisesti ja tavoitteellisesti. Tämän tutkielman teoreettisen tarkastelun puitteissa kovenanttien käyttöä on pyritty arvioimaan ennakoivan juridiikan ja erityisesti ennakoivan sopimisen näkökulmasta. Tälle lähestymistavalle tarjoaa luontaisen lähtökohdan se, että kovenantteja voidaan jo itsessään pitää proaktiivisina instrumentteina ja ennakoivina sopimuslausekkeina. Niiden yleisluonteisena tehtävänä on mahdollisimman varhainen vaikuttaminen rahoitussuhteen hyvän hallinnan toteutumisen puolesta.

Kovenanttien hyvä toimivuus edellyttää rahoituksen sopimusprosessin onnistumista nimenomaan rahoitussuhteen valmisteluvaiheessa, sillä kovenanttien valinta, asettaminen ja tarvittava tapauskohtainen muotoilu tapahtuvat nimenomaan rahoitusjärjestelyn suunnittelun ja neuvottelujen puitteissa. Rahoitusso-
pimuksen solmimisen jälkeinen pyrkimys vaikuttaa kovenanttisuhteen peruselementteihin on väistämättä luonteeltaan reaktiivista ja monin osin liian myöhäistä, ja siksi se on yleensä myös konfliktiherkkää ja kustannuksia kasvattavaa. Tästä johtuen liiketaloudelliset tehokkuusvaatimukset puoltavat vahvasti kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen kohdalla riittävän huolellista valmistelua ja ennakoivaa toimintatapaa.

Kovenanttien kestäväää käyttöä palvelevana proaktiivisena toimintatapana tässä tutkielmassa on esitetty kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen suunnittelu ja rakentaminen sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallin tuella. Tämä yritysrahoituksen sopimustoimintaa ja riskienhallintaa palveleva ehdotus perustuu Keskitalon kehittämään sopimuksellisen riskienhallinnan teoriaan, jonka pohjalta hän on esittänyt sekä strategisen että operatiivisen teoreettisen toimintamallin ennakoivan sopimustoiminnan integroimiseksi yrityksen liiketoiminnan systemaattiseen hallintaan. Koska tutkielman tarkastelukohteena on ollut yksittäinen transaktio eli yrityksen rahoitustransaktio, tarkastelu on painottunut operatiivisen sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallin käsittelyyn. Näin maini-

tun teorian soveltamisessa kovenanttipohjaisen rahoitussuhteen valmisteluun on keskitytty kyseiseen transaktioon liittyvien riskien tunnistamiseen, arviointiin ja sopimukselliseen käsittelyyn. Käytännössä sopimuksellisen riskienhallinnan toimintamallin soveltaminen yrityksen kovenanttipohjaiseen rahoitussuhteeseen rakentuu keskeisesti strategisen sopimuksellisen riskienhallinnan tuottaman tiedon ja menettelytapojen varaan. Kokoavana näkökohtana voidaan todeta, että ennakoivan oikeusajattelun integrointi kovenanttien käyttöön tarkoittaa ennen kaikkea huolellisesti harkittua, kannustavaa ja tasapuolista riskinjakoa toteuttavaa kovenanttiasetantaa.

Yrityksen rahoitussuhteen kovenanttipohjaisen riskienhallinnan suunnittelun ja toteutuksen yhteydessä on tärkeää muistaa, että niin luotto kuin kaikki muutkin yrityksen rahoitusmuodot edellyttävät ennen kaikkea molemminpuolista luottamusta osapuolten välillä. Luottamus toimii rahoitussuhteen oikeudenmukaisuuden perustana. Sen myötä on olemassa hyvät edellytykset myös sille, että asiat tapahtuvat rahoitussopimuksen ja siihen sisältyvien kovenanttien mukaisesti.