



Tiedekunta/Osasto <input type="checkbox"/> Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos <input type="checkbox"/> Institution – Department	
Oikeustieteellinen tiedekunta			
Tekijä <input type="checkbox"/> Författare – Author			
Jukka Pello			
Työn nimi <input type="checkbox"/> Arbetets titel – Title			
Velallisyhtiön vapaaehtoinen uudelleenjärjestely ja velkakonversio			
Oppiaine <input type="checkbox"/> Läroämne – Subject			
Kauppaoikeus			
Työn laji <input type="checkbox"/> Arbetets art – Level		Aika <input type="checkbox"/> Datum – Month and year	
Pro Gradu -tutkielma		Lokakuu 2010	
		Sivumäärä <input type="checkbox"/> Sidoantal – Number of pages	
		IX + 75	
Tiivistelmä <input type="checkbox"/> Referat – Abstract			
<p>Tässä tutkielmassa selvitetään, millaisia oikeudellisia riskejä vapaaehtoisin velkojen uudelleenjärjestelyihin liittyy rahoitusvelkojan näkökulmasta. Erytystä huomiota kiinnitetään sellaisiin järjestelyihin, joissa velkaa muunnetaan oman pääoman ehtoiseksi taikka siihen rinnastettavaksi sijoitukseksi (<i>velkakonversio</i>). Jatkuvasti esillä olevana laajempana teemana on se, miten maksunsaantijärjestys, velallisyhtiön arvo sekä insolvenssi- ja yhtiöoikeus vaikuttavat kriisirytyksen varallisuuden ja vallan jakautumiseen etutahojen välillä. Tutkimusmetodi on lainopillinen, mutta paikoin hyödynnetään myös taloustieteellistä argumentaatiota.</p> <p>Tutkielmassa omaksutaan se lähtökohta, että kollektiivisia insolvenssimenettelyjä koskevat säännökset ohjaavat voimakkaasti myös vapaaehtoisia uudelleenjärjestelyjä. Legaalimenettelyjen uhan takia sopimusperusteisessa saneerausessa ei voida irtaantua legaalimenettelyjen mukaisesta etusijajärjestyksestä ja arvonmäärityspenusteista. Tutkielman alussa käsitellään myös velkakonversion toteuttamisen edellytyksiä ja todetaan sen olevan usein viimeinen ja ainoa mahdollisuus korjata yhtiön kestämatön taseasema legaalimenettelyjen ulkopuolella.</p> <p>Sopimusperusteisen rauhoitusajan aikaansaamisella on ratkaiseva merkitys vapaaehtoisen saneerauksen onnistumiselle. Tästä syystä tutkielmassa pohditaan, miten voidaan estää velallisyhtiön etutahojen opportunistinen käyttäytyminen neuvottelurauhan turvaamiseksi. Näin päädytään arvioimaan yleistäytöntöönpanosta pidättäytymistä koskevan sitoumuksen tehokkuutta. Johtopäätöksenä todetaan, ettei velkojen täytöntöönpanointressin tai legaalimenettelyihin liittyvän julkisen intressin tulisi estää lyhyeksi määräajaksi sovitun rauhoitusaikalausekkeen tehokkuutta edes maksukyvyttömyysperusteella.</p> <p>Velallisyhtiön etutahojen kontrollivaltaa tarkastellaan saneerausohjelman vahvistamisen edellytysten ja esteiden kautta. Velkojen vaikutusvallan kannalta nähdään ratkaisevaksi sellaisten velkojaryhmien määräysvalta, joissa velkojen saatavilla on arvoa myös likvidaatiomenettelyssä. Lain mukaista riskinjakoa velkojan ja osakkeenomistajan välillä hahmotetaan muun muassa oikeuskäytännön avulla. Lopputuloksena voidaan todeta, ettei yrityksen tervehdyttämisen, legaalisen tai vapaaehtoisen, tarvitse tapahtua yksin velkojen kustannuksella, vaan myös osakkeenomistajilta voidaan edellyttää uhrauksia riskinjoon tasapainottamiseksi. Tällaisena uhrauksena voi tulla kyseeseen esimerkiksi velan konvertoiminen velallisyhtiön omaksi pääomaksi.</p> <p>Sopimusperusteiseen saneeraukseen osallistuvan velkojan on syytä varautua myös siihen, että tervehdyttäminen epäonnistuu ja velallinen päätyy konkurssiin. Tätä silmälläpitäen tutkitaan velkakonversion yhteydessä toteutettujen velkajärjestelyjen raukeamisedhon sitovuutta. Saneerainsäädännön ohjaustavoitteen voidaan katsoa edellyttävän, että velka-akordin raukeamisedho sitoo kollektiivisesti kaikkia velkoja. Edelleen analysoidaan pääomallainan perimmäistä luonnetta sekä mahdollisuutta sen ehdollisesta palautumisesta etusijaltaan tavalliseksi lainaksi. Analyysin tuloksena katsotaan, ettei pääomallainan raukeamista koskevaa saneeraus sopimuksen tai -ohjelman määräästä voida pitää konkurssihallintoa sitovana pääomallainaa koskevien säännösten ja sen tarkoituksen valossa. Lisäksi työssä käsitellään sitä, miten saneeraus sopimuksen vahvistaminen legaalimenettelyssä saneerausohjelmaksi voi helpottaa tai tehostaa kuvattua uudelleenjärjestelyä toteuttamista.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
Akordi, maksukyvyttömyys, rahoitus, velka, velkajärjestely, velkasaneeraus, yritysjärjestelyt, yrityssaneeraus			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Oikeustieteellisen tiedekunnan kirjasto			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			



HELSINGIN YLIOPISTO  
HELSINGFORS UNIVERSITET  
UNIVERSITY OF HELSINKI

## **VELALLISYHTIÖN VAPAAEHTOINEN UDELLEENJÄRJESTELY JA VELKAKONVERSIO**

Jukka Pello

Pro Gradu -tutkielma  
Helsingin yliopisto  
Oikeustieteellinen tiedekunta  
Ohjaaja: Prof. Seppo Villa

## SISÄLLYS

LÄHTEET .....	III
Kirjallisuus .....	III
Oikeuskäytäntö .....	VII
Virallisaineisto.....	VII
Muut lähteet.....	VIII
LYHENTEET .....	IX
1 JOHDANTO .....	1
1.1 Taustaksi .....	1
1.2 Tutkimuksen aiheesta.....	2
1.3 Tutkimuskysymys ja aiheen rajaus .....	4
1.4 Tutkimusmetodi, lähdeaineisto ja tutkielman rakenne .....	5
2 VAPAAEHTOISEN SANEERAUKSEN LÄHTÖKOHDAT .....	7
2.1 Vapaaehtoinen saneeraus legaalimenettelyn vaihtoehtona .....	7
2.2 Intressitahojen tavoitteista .....	8
2.3 Yrityksen arvo ja maksunsaantijärjestys .....	10
3 VELKAKONVERSIO SANEERAUSKEINONA .....	13
3.1 Velkakonversion edut ja haitat .....	13
3.2 Kuka velkojista konvertoi?.....	14
3.3 Vieraan ja oman pääoman rajanvedosta .....	15
3.4 Velkakonversion toteuttaminen velallisyhtiössä.....	16
3.5 Velkakonversioon liittyviä verokysymyksiä .....	18
4 RAUHOITUSAJASTA SOPIMINEN.....	21
4.1 Holdout-ongelma ja rauhoitusajan tarkoitus.....	21
4.2 Rauhoitusajan alkaminen ja päättyminen .....	22
4.3 Neuvottelun kannalta kriittiset velkoja.....	22
4.4 Rauhoitusajalausekkeen pätevyys .....	24
4.4.1 Erityistäytäntöönpanosta luopuminen.....	24
4.4.2 Yleistäytäntöönpanosta luopuminen .....	24
4.4.3 Rauhoitusajan varmistaminen siirtämällä eräpäivää .....	27
5 OSAKKEENOMISTAJAN JA VÄHEMMISTÖVELKOJAN NEUVOTTELUVALTA .....	29
5.1 Maksunsaantijärjestys ja neuvotteluasemat .....	29
5.2 Osakkeenomistajien neuvotteluvalta.....	29
5.2.1 Tosiasiallinen kontrolli .....	29
5.2.2 Oikeudelliset painostuskeinot.....	30
5.3 Vähemmistövelkojan neuvotteluvalta .....	32
5.3.1 Saneerausohjelman vahvistamisen lähtökohdat .....	32
5.3.2 Konkursisivertailu .....	33

5.3.3	<i>Velkojen yhdenvertaisuus ja lievimmän riittävän keinon periaate</i> .....	35
5.3.4	<i>KKO 2003:120</i> .....	37
6	SANEERAUSSOPIMUKSEN SITOVUUS KOLLEKTIIVISESSA LEGAALIMENETTELYSSÄ...	43
6.1	Velkajärjestelyjen pysyvyys .....	43
6.2	Velkakonversion pysyvyys.....	45
6.3	Raukeamisehdon sitovuus konkurssissa.....	46
6.3.1	<i>Raukeamisehdoista yleisesti</i> .....	46
6.3.2	<i>Velkajärjestelyn raukeamisehto</i> .....	47
6.3.3	<i>Raukeamisehdon sitovuus osakesijoituksen osalta</i> .....	48
6.3.4	<i>Raukeamisehdon sitovuus pääomallainan osalta</i> .....	49
6.3.5	<i>Pääomallainaan liitetyn vaihto-oikeuden pysyvyys</i> .....	59
7	SANEERAUSSOPIMUKSEN VAHVISTAMINEN LEGAALIMENETTELYSSÄ .....	63
7.1	Saneerausmenettelyn kestosta .....	63
7.2	Vahvistamisen vaikutus raukeamisehdon sitovuuteen .....	63
7.3	Vahvistamisen vaikutus ulkopuolisen vakuudenantajan asemaan .....	64
7.4	Vahvistamisen preklusiovaikutus .....	64
7.5	Vahvistamisen vaikutus eräisiin sopimuksiin.....	67
8	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	72
8.1	Yhteenveto .....	72
8.2	Sopimussaneerausten tulevaisuus .....	73

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

- Aarnio 1989 *Aarnio, Aulis*: Laintulkinnan teoria (Juva 1989).
- Airaksinen – Jauhiainen 1997 *Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki*: Osakeyhtiölaki (Helsinki 1997).
- Airaksinen ym. 2010 *Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I (Helsinki 2007).
- Aurejärvi – Hemmo 1998 *Aurejärvi, Erkki – Hemmo, Mika*: Velvoiteoikeuden oppikirja. 2. painos (Helsinki 1998).
- Brown 1989 *Brown, David T.*: Claimholder Incentive Conflicts in Reorganization: The Role of Bankruptcy Law. The Review of Financial Studies 1989 s. 109–123.
- Clowry 2008 *Clowry, Karl*: Debt-for-equity swaps, teoksessa Restructuring & Workouts: Strategies for Maximising Value, Consulting Editor Ben Larkin (London 2008).
- Finkelstein Yale L. J. 1993 *Finkelstein, Claire*: Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts. 102 Yale Law Journal 2205 1992–1993.
- Gudgeon – Joshi 2008 *Gudgeon, Martin R. – Joshi, Shirish A.*: The restructuring and workout environment in Europe, teoksessa Restructuring & Workouts: Strategies for Maximising Value, Consulting Editor Ben Larkin (London 2008).
- Hupli 2003 *Hupli, Tuomas*: KKO:n ratkaisut kommentein II/2003, toim. Pekka Timonen, s. 500–506 (Helsinki 2004).
- Hupli 2004 *Hupli, Tuomas*: Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa (2004 Helsinki).
- Kaisto LM 2003 *Kaisto, Janne*: Keskustelua – Velkojien maksunsaantijärjestyksestä sopimisesta. Lakimies 3/2003 s. 458–468.
- Kangas BLF 2010 *Kangas, Tanja*: Sopimusperusteinen luoton alistaminen. Business Law Forum 2010 s. 225–297 (Helsinki 2010).
- Karkia 2003 *Karkia, Johanna*: Yritystoiminnan uusi alku – kansainväliset mallit ja suomalaiset sovellukset. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 12/2003 (Helsinki 2003).

- Koulu 1994 *Koulu, Risto: Yrityssaneerausmenettelyn aloittaminen: Tuomioistuimen tutkimisvelvollisuuden määräytyminen saneerauksen aloittamisharkinnassa (Helsinki 1994).*
- Koulu 1995 *Koulu, Risto: Saneerausohjelman vahvistaminen (Helsinki 1995).*
- Koulu 1998 *Koulu, Risto: Saneerausohjelman toteuttaminen: Ohjelman muuttaminen, saneerauksen raukeaminen ja konkurssi yrityssaneerauksen jälkiasioina (Helsinki 1998).*
- Koulu ym. 2009 *Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Korkea-aho, Emilia – Lindfors, Heidi – Niemi, Johanna: Insolvenssioikeus. WSOYpro Juridiikkaonline, jatkuvasti päivitettävä. Saatavilla osoitteesta <<http://www.wsoypro.fi/juridiikkaonline>>.*
- Koskelo 1994 *Koskelo, Pauliine: Yrityssaneeraus (Helsinki 1994).*
- Kyläkallio ym. 2008 *Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. 4., uudistettu painos (Helsinki 2008).*
- Lehtimäki BLF 2009 *Lehtimäki, Mika J.: Velkasubordinaatio yrityksen konkurssissa. Business Law Forum 2009 s. 37–97 (Helsinki 2009).*
- Lehtimäki LM 2010 *Lehtimäki, Mika J.: Vapaaehtoinen saneeraus, velan konversion omaksi pääomaksi ja velallisyrittäjien haltuunotto. Lakimies 5/2010.*
- Mutanen – Lehtimäki DL 2010 *Mutanen, Juha-Pekka – Lehtimäki, Mika J.: Velallisyrittäjien sopimusperusteiset uudelleenjärjestelyt. Defensor Legis 4/2010.*
- Myrsky – Linnakangas 2006 *Myrsky, Matti – Linnakangas, Esko: Elinkeinotulon verotus. 2., uudistettu painos (Helsinki 2006).*
- Mähönen – Villa 2006a *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I, Yleiset opit (Helsinki 2006).*
- Mähönen – Villa 2006b *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus (Helsinki 2006).*
- Mähönen - Villa 2009 *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö IV, Osakeyhtiö ja verotus (Helsinki 2009)*
- Nicolas 2009 *Nicolas, Anne-Marie: How to deal with distressed borrower and a difficult market. Allen & Overy Bulletin December 2009. Saatavilla osoitteesta <<http://www.allenoverly.com/AOWEB/Knowledge/KnowledgeHome.aspx?prefLangID=410>>. 10.9.2010.*

- Pinomaa 2009 *Pinomaa, Pekka*: Saneerauskäytäntö (Helsinki 2009).
- Pirinen 2009 *Pirinen, Jari*: Yrityksen uudelleensuuntauksen haasteet, miksi yritys joutuu kriisiin? teoksessa Härmäläinen, Ilkka – Malinen, Jari – Pirinen, Jari – Raitala, Saara – Sorri, Sakari – Strang, Lars: Yrityssaneerauksen käsikirja (Helsinki 2009).
- Pöyhönen 2000 *Pöyhönen, Juha*: Uusi varallisuus oikeus (Helsinki 2000).
- Savolainen 2004 *Savolainen, Markku*: Yrityssaneeraus – oikeustaloustieteellinen näkökulma mentettelyvalintaan (Joensuu 2004).
- Sippel – Tiitta LM 2002 *Sippel, Jan – Tiitta, Erkki*: Velkojien riskinjakosopimukset yritysrahoitusjärjestelyissä. Lakimies 6/2002 s. 962–983.
- Skurnik 2004 *Skurnik, Hanna*: Sopimussuhteista konkurssissa. Helsingin seudun kauppakamari. Saatavilla osoitteessa <[http://www.helsinki.chamber.fi/index.phtml?1262\\_m=1273&1262\\_o=20&s=156](http://www.helsinki.chamber.fi/index.phtml?1262_m=1273&1262_o=20&s=156)>. 10.9.2010.
- Sorri 2009 *Sorri, Sakari*: Saneerausohjelman toteuttaminen ja muuttaminen, teoksessa Härmäläinen, Ilkka – Malinen, Jari – Pirinen, Jari – Raitala, Saara – Sorri, Sakari – Strang, Lars: Yrityssaneerauksen käsikirja (Helsinki 2009).
- Sundgren 1998 *Sundgren, Stefan*: Maksukyvyttömyyslainsäädäntö teoriassa ja käytännössä, teoksessa Näkökulmia oikeustaloustieteeseen (toim. Kanninen, Vesa ja Määttä, Kalle) s.199–219 (Helsinki 1998).
- Tammi-Salminen 2001 *Tammi-Salminen, Eeva*: Sopimus, kompetenssi ja kolmas: Varallisuus oikeudellinen tutkimus negative pledge -lausekkeiden sivullisittomuudesta (Helsinki 2001).
- Tolonen 2003 *Tolonen, Hannu*: Oikeuslähdeoppi (Helsinki 2003).
- Vento 2010 *Vento, Harri*: Yrityssaneerausmenettelyn oikeudellisia ongelmakysymyksiä, teoksessa Laakso, Tapio – Laitinen, Erkki K. – Vento, Harri: Uhkaava maksukyvyttömyys ja onnistunut yrityssaneeraus (Helsinki 2010).
- Villa DL 1995 *Villa, Seppo*: Vakautettu laina ja YrSanL 66 §. Defensor Legis 1995 s. 80–90.
- Villa 1997 *Villa, Seppo*: Pääomalaina: Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman ja vieraan pääoman ehtoista lainoista Suomessa (1997).

Villa 2003

*Villa, Seppo: Velkojan asema osakeyhtiössä (Helsinki 2003).*

Whitman – Diz 2009

*Whitman, Martin J. – Diz, Fernando: Distress Investing: Principles and Techniques (New Jersey 2009).*



**Oikeuskäytäntö**

KKO 1996:91

KKO 1997:54

KKO 2003:31

KKO 2003:120

**Virallisaineisto**

- HE 10/1983 Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi 1) osakeyhtiölain, 2) osuuskuntalain 79 c §:n sekä 3) kirjanpitolain 22 ja 33 §:n muuttamisesta. (Uusi nimike: 3) Laki kirjanpitolain 33 §:n muuttamisesta).
- HE 11/1992 Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.
- HE 182/1992 Hallituksen esitys Eduskunnalle yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 89/1996 Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 26/2003 Hallituksen esitys Eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamiseksi.
- HE 92/2004 Hallituksen esitys Eduskunnalle yritys- ja pääomaverouudistukseksi.
- HE 109/2005 Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 152/2006 Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi yrityksen saneerauksesta annetun lain ja takaisinsaannista konkurssipesään annetun lain 23 §:n muuttamisesta.
- KM 1992:32 Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö.

**Muut lähteet**

- IMF 1999 Legal Department, International Monetary Fund: Orderly and Effective Insolvency Procedures (Washington D.C. 1999). Saatavilla osoitteesta <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly>>. 10.9.2010.
- INSOL Principles 2000 INSOL International (International Federation of Insolvency Professionals): Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts (London 2000). Saatavilla osoitteesta <<http://www.insol.org/pdf/Lenders.pdf>>. 10.9.2010.
- Laryea IMF 2010 *Laryea, Thomas*: Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crisis. International Monetary Fund Staff Position Note 2010/02. Saatavilla osoitteesta <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1002.pdf>>. 10.9.2010.
- LMA Intercreditor Agreement Loan Market Association (LMA): Intercreditor Agreement for Leveraged Acquisition Finance Transactions (Senior Facilities and Mezzanine Facility). Saatavilla osoitteesta <<http://www.loan-market-assoc.com/documents.aspx>>. 10.9.2010.
- Talouselämä 21.1.2009 Talouselämä 21.1.2009: Sanitec uhkaa tukehtua velkoihinsa. Saatavilla osoitteesta <<http://www.talouselama.fi/uutiset/article206404.ece>>. 10.9.2010.
- Talouselämä 11.12.2009 Talouselämä 11.12.2009: Paroc kaatuu pankkien syliin. Saatavilla osoitteesta <<http://www.talouselama.fi/uutiset/article356551.ece>>. 10.9.2010.
- Talouselämä 18.5.2010 Talouselämä 18.5.2010: Kiertopalkintojen unelmat tuhkaksi. Saatavilla osoitteesta <<http://www.talouselama.fi/analyysit/article405843.ece>>. 10.9.2010.

**LYHENTEET**

BLF	Business law forum
DL	Defensor Legis
HE	Hallituksen esitys
ICA	Intercreditor agreement
IMF	International Monetary Fund
KKO	Korkein oikeus
KL	Konkurssilaki (20.2.2004/120)
KM	Komiteamietintö
LBO	Leveraged buyout
LMA	Loan Market Association
LM	Lakimies
MJL	Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (30.12.1992/1578)
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
TakSL	Laki takaisinsaannista konkurssipesään (26.4.1991/758)
TSL	Työsopimuslaki (26.1.2001/55)
VOYL	Osakeyhtiölaki (29.9.1978/734, kumottu)
Yale L. J.	Yale Law Journal
YSA	Asetus yrityksen saneerauksesta (25.1.1993/55)
YSL	Laki yrityksen saneerauksesta (25.1.1993/47)



# 1 JOHDANTO

## 1.1 Taustaksi

Paroc<sup>1</sup> ja Sanitec<sup>2</sup> ovat hyviä esimerkkejä viimevuosina yleistyneistä vapaaehtoisista velkojen uudelleenjärjestelyistä, joissa saneerauskeinot ulottuvat velallisyhtiön omistusrakenteeseen asti. Yhtiöiden vaikeuksien taustalla on varsin samanlaiset tarinat. Kummassakin tapauksessa velallisyhtiöt olivat vuosia pääomasijoittajien "kiertopalkintoja", minkä johdosta niiden taseet eivät enää muuttuneessa markkinatilanteessa kyenneet kantamaan vieraan pääoman kustannuksia<sup>3</sup>. Paroc on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut kolmen ja Sanitec kahden eri pääomasijoittajan omistuksessa, joista kukin on aikanaan hankkinut kohdeyhtiön suurella velkavivulla<sup>4</sup>. Vuonna 2008 alkaneen laskusuhdanteen myötä yhtiöiden tulokset laskivat sille tasolle, etteivät ne enää selvinneet velkataakastaan, ja niiden oli pakko muokata pääomarakennettaan<sup>5</sup>. Tapausten erona oli se, että Parocin omistanut pääomasijoitusyhtiö joutui järjestelyssä luopumaan omistuksestaan kokonaan rahoittajapankkien hyväksi, kun taas Sanitecin kohdalla pääomasijoittaja säilytti enemmistöomistuksensa sijoittamalla yhtiöön lisää pääomaa, pankkien saadessa vain viidesosan omistuksesta.

Bahrainilainen pääomasijoitusyhtiö Arcapita osti Parocin Bank of Americalta 620 miljoonalla eurolla vuonna 2006. Arcapita rahoitti kauppahinnasta itse alle 100 miljoonaa euroa ja loppuosa tuli pankeilta. Kolme vuotta myöhemmin Parocin markkina-arvo oli 300 miljoonaa euroa, ja yhtiöllä oli velkaa noin 700 miljoonaa euroa. Tässä välissä yhtiö oli kuitenkin ehtinyt jakaa omistajilleen yli sadan miljoonan euron osingot, joten omistajat pääsivät omilleen, vaikka joutuivatkin luopumaan omistuksesta kokonaan. Etuoikeutetut rahoittajapankit saivat saataviaan vastaan 87,5 prosentin osuuden 300 miljoonan euron yhtiöstä, ja muut rahoittajapankit joutuivat alaskirjaamaan saatavansa kokonaisuudessaan. Yhtiön työntekijät hankkivat samalla 12,5 prosenttia yhtiön omistuksesta.<sup>6</sup>

Vuonna 2005 Ruotsalainen pääomasijoitusyhtiö EQT osti Sanitecin toiselta pääomasijoittajalta, BC Partnersilta 1,35 miljardin kauppahintaan, josta EQT rahoitti itse noin 500 miljoonaa<sup>7</sup>. Sanitecin pääoma- ja omistusrakennetta järjesteltiin uudestaan vuonna 2009. EQT säilytti enemmistöomistuksensa alaskirjaamalla koko aiemman sijoituksensa ja sijoittamalla yhtiöön 115 miljoonaa euroa lisää pääomaa. Rahoittajapankit leikkasivat saataviaan satoja miljoonia ja saivat sitä vastaan viidenneksen omistusuosuuden yhtiöstä.<sup>8</sup>

---

<sup>1</sup> Paroc Oy Ab on vuorivillaeristeitä valmistava yhtiö, jonka omistaa nykyään Paroc Group Oy.

<sup>2</sup> Sanitec Oy on kylpyhuonekalusteita valmistava yhtiö.

<sup>3</sup> Talouselämä 18.5.2010.

<sup>4</sup> Termi viittaa *leveraged buyout* -menettelyyn (LBO). Tällaisessa yritysjärjestelyssä ostaja perustaa holding-yhtiön, joka hankkii kohdeyhtiön pienellä rahoitusosuudella pankkien rahoittaessa suurimman osan kauppahinnasta. Kaupan jälkeen ostettu ja ostava yhtiö sulautuvat, ja rahoitusvelat siirtyvät ostokohteen taseeseen. Velat on tarkoitettu maksaa pois liiketoiminnan voitoilla tai myymällä yhtiö eteenpäin. (Talouselämä 11.12.2009).

<sup>5</sup> Talouselämä 11.12.2009.

<sup>6</sup> Talouselämä 18.5.2010.

<sup>7</sup> Talouselämä 21.1.2009.

<sup>8</sup> Talouselämä 18.5.2010.

Tapaukset kuvaavat hyvin modernille osakeyhtiöoikeudelle tunnusomaista *stakeholder*-ajattelua<sup>9</sup>. Enää ei ole kyse omistajista ja velkojista, kuten ennen on tavattu ajatella, vaan ennemminkin sijoittajista ja heidän *riskipositioistaan*<sup>10</sup>. Osakeyhtiön rahoituksessa on pohjimmiltaan kyse riskin jakamisesta yhtiön etutahojen kesken. Tämä riskinjako perustuu etutahojen välisiin sopimuksiin ja lainsäädäntöön sekä taloustieteelliseen analyysiin sijoituksen riskin ja sen tuoton suhteesta. Analyysissa otetaan luonnollisesti huomioon mahdollisuus yhtiön liiketoiminnan kannattamattomuudesta ja toiminnan päättymisestä maksukyvyttömyyteen: oman pääoman tuottovaatimus on viimesijaisen maksunsaantiasemansa johdosta vierasta pääomaa korkeampi – tuotto korreloi riskiä.<sup>11</sup> Aina ei kuitenkaan osata varautua siihen, että riskinjako ei välttämättä ole pysyvää. Saneeraustilanteessa joudutaan nimittäin usein suorittamaan riskin uusjako, jonka tuloksena etutahojen asemat voivat muuttua olennaisesti, kun velkoja leikataan taikka muutetaan väli- tai omaksi pääomaksi<sup>12</sup>. Tällaiseen tilanteeseen varautuminen, tai jopa hakeutuminen<sup>13</sup>, voi merkitä yksittäiselle sijoittajalle muussa tapauksessa arvottomaksi käyvän sijoituksen muuttumista jälleen tuottavaksi investoinniksi.

## 1.2 Tutkimuksen aiheesta

Kun yritystä uhkaa maksukyvyttömyys, kaikki siihen pääomapanoksen sijoittaneet etutahot joutuvat pohtimaan, miten maksimoida oman sijoituksen tuotto, tai pikemminkin, miten minimoida tappio. Jos operatiiviset järjestelyt, kuten toiminnan tehostaminen ja uudelleen suuntaaminen, eivät tuota tulosta, yrityksellä ja sen sidosryhmillä on käytännössä kolme vaihtoehtoa: konkurssi, yrityssaneeraus tai vapaaehtoinen sopimusperusteinen uudelleenjärjestely. Konkurssissa yrityksen toiminta päättyy ja sen varallisuus muutetaan rahaksi. Yrityssaneeraus tähtää sen sijaan jatkamiskelpoisen yritystoiminnan tervehtyttämiseen ja sen edellytysten turvaamiseen (YSL 1.1 §). Mainittujen legaalimenettelyjen lisäksi taloudellisessa ahdingossa olevan yrityksen sidosryhmät voivat pakottavan lainsäädännön puitteissa sopimuksin toteuttaa sellaisia järjestelyjä, joilla yritys ja sen potentiaalinen tuottoar-

<sup>9</sup> Mähönen – Villa 2006a s.79, 198.

<sup>10</sup> Ibid. s.178–185, Ks. myös Pöyhönen 2000 s. 177–184.

<sup>11</sup> Ibid. s. 198–199, 210–217, Mähönen – Villa 2006b s. 18–19.

<sup>12</sup> Yrityssaneerauslaki poikkeaa oman ja vieraan pääoman välisestä maksunsaantijärjestyksestä, kun saneeraustoimenpiteet kohdistuvat lähtökohtaisesti vieraaseen pääomaan. Omistuksen uudelleenjärjestely on sopimuksin mahdollista, mutta siihen ei sovelleta YSL:n raukeamisvaikutuksia. (Mähönen – Villa 2006a s. 213).

<sup>13</sup> Tässä viitataan ns. kriisisijoittajiin, jotka hankkivat kriisiyritysten lainoja huomattavasti niiden nimellisarvoa edullisempaan hintaan tarkoituksenaan otta yhtiö haltuun ja päästä hyötymään saneerauksen jälkeisestä arvonnoususta. Ks. Lehtimäki LM 2010 luku 6.

vo voidaan pelastaa. Tällaiset sopimusperusteiset järjestelyt ovat usein nopeudeltaan ja kustannuksiltaan huomattavasti edullisempia kuin legaalimenettelyt<sup>14</sup>.

Rahoitusmarkkinoilla vallitsee yksimielisyys siitä, että kannustamalla taloudellisessa ahdingossa olevia yrityksiä järjestelmälliseen ja nopeaan tervehtyttämismenettelyyn päästään parempiin tuloksiin kuin turvautumalla likvidaatioon<sup>15</sup>. Konkurssissa yrityksen koko liikearvo jää usein hyödyntämättä, kun yritysvarallisuus muutetaan rahaksi. Jos yrityksen toiminta on terveellä pohjalla ja sillä olisi edellytykset tuottaa lisäarvoa paremmassa rahoitustilanteessa, konkurssissa kaikki tämä potentiaali heitetään hukkaan<sup>16</sup>.

Myös lainsäätäjät eri maissa ovat tunnistanee saneerausmenettelyjen yhteiskunnalliset, taloudelliset ja sosiaaliset, edut ja pyrkineet kehittämään vaihtoehtoja likvidaatiomenettelyille. Tästä huolimatta on kuitenkin selvää, että sopimusperusteiset järjestelyt mahdollistavat sekä velkojien että velallisen kannalta edullisemmän lopputuloksen kuin legaalimenettelyt.<sup>17</sup> Sopimusperusteisella järjestelyllä voidaan yleensä välttyä legaalisaneeraukseen liittyviltä suurilta kustannuksilta sekä negatiiviselta julkisuudelta<sup>18</sup>.

Monista eduista huolimatta sopimusperusteiseen saneeraukseen liittyy myös lukuisia ongelmia. Yhtiöön pääomaa sijoittaneet henkilöt ovat sijoitusta tehdessään hyväksyneet tietyn riskiposition suhteessa yhtiöön ja sen muihin sidosryhmiin. Tähän riskipositioon liittyy yleensä oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiötä kohtaan. Kun käy selväksi, että yhtiön varallisuus ei riitä kaikkien sidosryhmien oikeuksien täyttämiseen, toiminnan jatkamiseksi tarvitaan rakenteellisia muutoksia. Tämä tarkoittaa, että sidosryhmien on neuvoteltava, millaisen riskiprofiilin kukin etutaho saa jatkossa. Järjestelyn seurauksena joku joutuu luopumaan oikeudestaan kokonaan, ja jonkun muun oikeus saattaa muuttua perusteiltaan aivan toisenlaiseksi. Harva suostuu omaa asemaansa heikentäviin myönnytyksiin ilman vastalauseita. Tästä syystä sopimusperusteisen saneerauksen neuvotteluun liittyy suuria haasteita.

Laajasta sopimusvapaudesta huolimatta insolvenssi- ja yhtiöoikeudelliset säännökset asetavat raamit, joiden sisällä yhtiön taloudellista asemaa on mahdollista kohentaa. Osakeyhtiölain varojenjakosäännökset estävät järjestelemästä yhtiön pääomarakennetta velkojia

---

<sup>14</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 1 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>15</sup> INSOL Principles 2000 s. 4.

<sup>16</sup> Konkurssissakin on mahdollisuus myydä liiketoiminta kokonaisuutena, jolloin voidaan mahdollisesti saada korvaus myös yrityksen tuottopotentiaalista.

<sup>17</sup> INSOL Principles 2000 s. 4–5.

<sup>18</sup> Ibid. s. 12.

loukkaavalla tavalla. Taustalla uhkaavat legaaliset insolvenssimenettelyt pakottavat seuraamaan lakimääräistä maksunsaantijärjestystä taloudellisen alijäämän jakamisessa. Velallisyhtiön etutahojen riskinjako saneeraussopimuksessa perustuu oletukselle liiketoiminnan elpymisestä ja yritysvarallisuuden kasvusta. Paraskaan saneeraus ei kuitenkaan takaa menestystä tulevaisuudessa. Jos velallisyhtiö ajautuu konkurssiin järjestelyn toteutusaikana, uuteen riskinjakoon perustuvat tuotto-odotukset eivät aktualisoidu ja velkojilla voi olla intressi palauttaa oikeussuhteet vastaamaan alkuperäisiä. Tällöin herää kysymys, voidaanko vapaaehtoinen järjestely toteuttaa ehdollisena siltä varalta, että tervehdyttäminen epäonnistuu.

### 1.3 Tutkimuskysymys ja aiheen rajaus

Tässä tutkielmassa selvitetään, millaiset puitteet lainsäädäntö tarjoaa vapaaehtoisten uudelleenjärjestelyjen toteuttamiselle Suomessa. Erityistä huomiota kiinnitetään sellaisiin järjestelyihin, joissa velkaa muunnetaan oman pääoman ehtoiseksi taikka siihen rinnastettavaksi sijoitukseksi (*velkakonversio*). Tutkimuskysymys kuuluu, millaisia oikeudellisia riskejä taloudellisessa ahdingossa olevan osakeyhtiön vapaaehtoiseen velkojen uudelleenjärjestelyyn ja sen osana tehtävään velkakonversioon liittyy erityisesti rahoitusvelkojen kannalta. Konkreettisemmat osakysymykset ovat:

- a) millaisessa tilanteessa velkakonversio on tarkoituksenmukainen saneerauskeino;
- b) miten tilanne rauhoitetaan saneeraustoimenpiteistä neuvoteltaessa;
- c) miten osakkeenomistajat ja muut velkojat sidotaan järjestelyyn sen eri vaiheissa; ja
- d) miten konvertoiva velkoja voi turvata asemansa saneerauksen epäonnistuessa?

Tutkielman läpi kantava laajempi teema on, miten velallisyhtiön arvostus, maksunsaantijärjestys sekä insolvenssi- ja osakeyhtiöoikeus vaikuttavat tällaisen yritysjärjestelyn läpiviemiseen. Tarkastelukulmaksi on valittu velkojan näkökulma siksi, että juuri velkojalla on tarkasteltavissa tilanteissa eniten hävittävää. Näin ollen velkojalla voidaan olettaa olevan myös suurin intressi järjestelyn ohjaamiseen. Kyseessä on yhtiöoikeudellinen tutkielma, jonka aihe liikkuu yhtiöoikeuden ja insolvenssioikeuden rajapinnassa.

Tarkastelun kohteena ovat erityisesti suuret yksityisesti omistetut osakeyhtiöt, joiden rahoitustilanne on vieraan pääoman suurten kustannusten myötä häiriintynyt, mutta joiden liike-



toiminta on kuitenkin perusteiltaan terveellä pohjalla. Tutkielmassa siis oletetaan, että kohdeyhtiön tervehdyttäminen on insolvenssipoliittisesti tarkoituksenmukaista. Kyseessä voi olla yhtiö, joka joutuu maksuvaikeuksiin esimerkiksi edellä kuvatun kaltaisen LBO-kaupan tai liiketoiminnan aggressiivisen laajentamisen tuloksena taikka toimialalla tapahtuvan äkillisen epäsuotuisan markkinakehityksen johdosta.

Tarkastelun ulkopuolelle jäävät sen sijaan takaisinsaantiin liittyvät sekä rikosoikeudelliset kysymykset, jotka kylläkin saattavat aktualisoitua maksukyvyttömän tai sellaiseksi päätävän yhtiön omaisuutta järjesteltäessä. Tässä tutkielmassa ei myöskään käsitellä velallisyhtiön haltuunottoa realisoimalla osakepantti, mikä voi niin ikään tulla ajankohtaiseksi tarkastelun kohteena olevissa uudelleenjärjestelyissä<sup>19</sup>.

#### **1.4 Tutkimusmetodi, lähdeaineisto ja tutkielman rakenne**

Tutkielmassa hyödynnetään ensisijaisesti lainopillista metodia. Tutkimuskohteena on liiketoiminnan ilmiö, jota tarkastellaan oikeudellisesta näkökulmasta käsin. Viitekehiksestä johtuen analyysissä esitetään paikoin myös taloustieteellistä argumentaatiota, mutta tutkimusmetodin ei kuitenkaan voida sanoa olevan oikeustaloustieteellinen. Vaikka tutkielman teema liikkuu osakeyhtiöoikeuden ja insolvenssioikeuden yleisten oppien teoreettisilla ydinalueilla, käsittelytapa pyritään pitämään mahdollisimman käytännönläheisenä. Kirjoituksessa sivutaan lisäksi sopimusoikeuden perusoppeja ja paikoin viitataan myös vero-oikeudellisiin kysymyksiin.

Valitusta aiheesta ja lähestymistavasta johtuen tutkielma poikkeaa tyypillisestä lainopillisesta tutkimusperinteestä. Aiheena olevaa ilmiötä (sopimusperusteinen/vapaaehtoinen saneeraus) ei ole liioin tutkittu insolvenssioikeuden eikä yhtiöoikeudenkaan alueella. Viime aikoina kiinnostus aihepiiriä kohtaan on kuitenkin kasvanut, mikä lienee seurausta viime vuosien epävakasta talouskehityksestä. Onkin nähtävissä, että erityisesti liikejuridiikan harjoittajien keskuudessa vapaaehtoiset uudelleenjärjestelyt ovat kasvavan kiinnostuksen kohteena<sup>20</sup>.

Koska tutkimuskysymys on monialainen ja se rajautuu lainsäädännön sijaan reaali maailman ilmiön kautta, asettaa lähdemateriaalin kartoittaminen ja tehokas hyödyntäminen omat

---

<sup>19</sup> Ks. osakevakuuden realisoimisesta Lehtimäki 2010 LM luku 7.3.

<sup>20</sup> Tästä kertoo lakimiehille suunnattujen aiheeseen liittyvien koulutusten määrän kasvaminen sekä se, että suuri osa aiheesta käsittelevistä kirjoituksista ovat liikejuridiikan parissa toimivien juristien laatimia.

haasteensa teeman käsittelylle. Lähdemateriaalin hajautuneisuudesta huolimatta tarkastelun kannalta keskeistä yhtiö- ja insolvenssioikeudellista kirjallisuutta on saatavilla riittävästi. Keskeisimpinä lähteinä voidaan mainita ajanmukaiset insolvenssioikeuden ja osakeyhtiöoikeuden perusteokset<sup>21</sup> sekä erityisesti yrityssaneerausta koskeva kotimainen tutkimus<sup>22</sup>. Lisäksi ovat suureksi avuksi olleet eräät aihetta ja sen rinnakkaisilmiöitä käsittelevät tuoreet, kotimaiset ja ulkomaiset, artikkelit<sup>23</sup>. Myös keskeisten lakien esityöt ovat tarjonneet hyvän pohjan oikeustilan arvioimiselle. Tutkielmassa on niin ikään paneuduttu eräisiin keskeisiin korkeimman oikeuden ratkaisuihin.

Johdantoa seuraavassa toisessa pääluvussa tarkastellaan yrityksen tervehtyttämisen taustalla vaikuttavia tekijöitä ja luodaan kokonaiskuva siitä institutionaalisesta järjestelystä, joka ohjaa yrityksen sidosryhmien valintoja yrityksen maksukyvyttömyystilanteessa. Luvussa 3 käydään läpi yhtiöoikeudelliset edellytykset velkakonversion toteuttamiselle ja sivutaan järjestelyyn liittyviä verokysymyksiä. Neljännessä luvussa tarkastellaan mahdollisuuksia sopimusperusteisen rauhoitusajan aikaansaamiseen neuvottelujen häiriöttömän kulun turvaamiseksi. Tämän jälkeen pohditaan osakkeenomistajien ja velkojien sitouttamiseen liittyvää problematiikkaa vapaaehtoisessa saneerauksessa. Luvussa 6 tutkitaan, millä keinoin velkakonversioon osallistuva velkoja voi turvata asemaansa saneerauksen epäonnistuessa. Ennen johtopäätösten tekemistä käsitellään vielä legaalisen saneerausmenettelyn hyödyntämisen mahdollisuuksia saneeraus sopimuksen täytäntöönpanossa. Lopuksi tehdään lyhyt yhteenveto tutkielman tuloksista sekä esitetään joitakin johtopäätöksiä ja huomioita lainsäädännön tulevaisuudesta.

---

<sup>21</sup> Mm. Mähönen – Villa 2006a ja 2006b sekä Koulu ym. 2009.

<sup>22</sup> Erityisesti Hupli 2004.

<sup>23</sup> Kotimaisista lähteistä mainittakoon Lehtimäki LM 2010 ja ulkoimaisista Nicolas 2009.

## 2 VAPAAEHTOISEN SANEERAUKSEN LÄHTÖKOHDAT

### 2.1 Vapaaehtoinen saneeraus legaalimenettelyn vaihtoehtona

Lainsäädäntö tarjoaa kullekin kriisiyritykselle tarkoituksenmukaisen insolvenssimenettelyn: konkurssi parantumattomasti maksukyvyttömälle ja yrityssaneeraus jatkamiskelpoiselle yritykselle. Kollektiivisen insolvenssioikeuden tavoitteena on ohjata parantumattomasti maksukyvyttömät yritykset likvidaatioon ja toisaalta säilyttää sellaiset elinkelpoiset yritykset, joiden ongelmat ovat tilapäisiä ja oikein toimenpitein korjattavissa<sup>24</sup>. Tästä huolimatta suurin osa maksuvaikeuksiin ajautuneista yrityksistä saneerataan tuomioistuimien ulkopuolisessa menettelyssä. Tällöin puhutaan vapaaehtoisesta tai sopimusperusteisesta saneerauksesta. Koska tällaiset vapaamuotoiset uudelleenjärjestelyt toteutetaan poissa julkisuudesta, niiden tarkasta määrästä on mahdotonta lausua. On kuitenkin arveltu, että enintään 10–20 prosenttia saneerauksen tarpeessa olevista yrityksistä joutuu turvautumaan legaalimenettelyyn.<sup>25</sup>

Vapaaehtoisten saneerausten suosio liittyy erityisesti vapauden tuomaan joustavuuteen. Ne ovat yleensä nopeampia ja halvempia kuin legaalisaneraukset<sup>26</sup>. Lisäksi niihin ei liity legaalimenettelylle tyypillisiä hallinnollisia kustannuksia (ns. *välittömät konkurssikustannukset*<sup>27</sup>), jotka voivat toisinaan nousta korkeiksi. Myös legaalimenettelyyn liittyvällä negatiivisella julkisuudella on vaikutuksensa<sup>28</sup>. Tästä näkökulmasta voisi olla perusteltua kysyä, mihin yrityssaneerausta koskevaa lainsäädäntöä edes tarvitaan. Tähän on yleensä vastattu viittaamalla yrityksen saneerauksesta annetun lain (47/1993, jäljempänä "yrityssaneerauslaki") *ohjausvaikutukseen* ja vapaaehtoisen menettelyn edellyttämään yksimielisyyteen, jota on vaikea saavuttaa velkojien kilpailevien intressien johdosta.<sup>29</sup>

Ohjausvaikutuksella (tai *ohjausfunktiolla*<sup>30</sup>) tarkoitetaan sitä lain esitöissä julkilausuttua näkemystä, jonka mukaan yrityssaneerausta koskeva lainsäädäntö edistää myös sopimusperusteisten saneerausten toteuttamista<sup>31</sup>. Vaikka näkemyksestä ei oikeustieteessä vallitse täyttä yksimielisyyttä, niin muiden muassa *David T. Brown* on tukenut tätä kantaa. Hänen

<sup>24</sup> HE 182/1992 s. 1; Laryea IMF 2010 s. 6–7.

<sup>25</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 1 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> Sundgren 1998 s. 202.

<sup>28</sup> Pirinen 2009 s. 42.

<sup>29</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 1 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>30</sup> Ks. Hupli 2004 s. 399 yleisestä ja erityisestä ohjausfunktiosta.

<sup>31</sup> HE 182/1992 s. 16.

mukaansa neuvotteluedellytykset paranevat, kun osapuolilla on tiedossaan lainsäädännön asettamat edellytykset saneerausohjelman aikaansaamiseksi. Saneerauslainsäädäntö tarjoaa ikään kuin malliratkaisun neuvottelujen pohjaksi.<sup>32</sup> Toisaalta voitaisiin katsoa, että saneeraus sopimuksen aikaansaaminen on helpompaa silloin, kun vaihtoehtona on ainoastaan konkurssi, koska silloin sopimussaneerauksen velkojille tuoma taloudellinen etu on ilmeisempi. Tästä näkökulmasta voidaan ajatella, että legaalisaneraus korvaisi nimenomaan sopimussaneerauksia.<sup>33</sup>

Ottamatta kantaa kuvatun keskustelun sisältöön on todettava, että yrityssaneerauslain ohjausvaikutus on esitöiden valossa tunnustettava lain tulkintaa ohjaavaksi tavoitteeksi (*sopimussaneerausten edistämistavoite*). Varmaa on myös se, että siinä tilanteessa kun vapaaehtoisesta saneerauksesta neuvotellaan, saneerauslainsäädännöllä on vaikutusta neuvottelujen kulkuun ja tulokseen. Onhan legaalisanerauksen mahdollisuus avoinna niin velkojalle kuin velallisyhtiölle itselleenkin.

## 2.2 Intressitahojen tavoitteista

Kuten edellä on käynyt ilmi, yksi sopimussaneerauksen toteuttamisen haasteista on etutahojen ristiriitaisten intressien yhteensovittaminen. Velallisen tavoitteena on luonnollisesti sopia velkojen mahdollisimman suurista leikkauksista. Vakuusvelkoja sen sijaan pyrkii varmistamaan vakuutensa mahdollisimman korkean arvostustason, koska hänen saatavansa on suojassa leikkauksilta vain vakuuden kattaman arvon osalta. Vakuudeton velkoja, joka ei heikon asemansa johdosta pääse välttämättä edes mukaan neuvotteluihin, tekee mahdollisesti parhaansa saneerauksen estämiseksi.<sup>34</sup> Seuraavassa kuvataan lyhyesti keskeisten osallistahojen tyypillisiä tavoitteita ja asenteita sopimussaneerauksessa.

Velallisyhtiön (osakkeenomistajien) intressissä on lykätä omistusrakenteeseen kajoavia järjestelyjä niin kauan kuin on olemassa todellinen mahdollisuus voittaa taloudelliset vaikeudet muilla keinoin<sup>35</sup>. Osakkeenomistajat joutuvat usein harkitsemaan myös uusien pääomapanosten sijoittamista yhtiöön säilyttääkseen omistuksensa<sup>36</sup>. Riippuen yhtiön vaikeuksien vakavuudesta ja osakkeenomistajien taloudellisista resursseista omistajilla ei aina ole halua tai mahdollisuutta tehdä uusia sijoituksia.

---

<sup>32</sup> Brown 1989 s. 122.

<sup>33</sup> Sundgren 1998 s. 211.

<sup>34</sup> Sorri 2009 s. 183.

<sup>35</sup> Clowry 2008 s. 32.

<sup>36</sup> Tästä on esimerkkinä Sanitecin uudelleenjärjestely, jota on käsitelty edellä luvussa 1.1.

Osakeyhtiön johdon tehtävänä on valvoa omistajakollektiivin etuja (OYL 1:5 ja 1:8). Uudelleenjärjestelytilanteissa vaara siitä, että johdon intressit eriytyvät osakkeenomistajista ja lähentyvät sen sijaan velkojien intressejä, usein korostuu. Velallisyhtiön johto saattaa opportunistisesti käyttää hyväksi tosiasiallista kontrolliaan sekä asiantuntemustaan ja vaatia itselleen omistusosuutta saneeratusta yhtiöstä. Johto saattaa myös katsoa oman asemansa kannalta järkevämmäksi ajaa ennemmin velkojien kuin osakkeenomistajien etua. Tällaisessa tilanteessa on perusteltua kysyä, täyttääkö johto *fidusiaariset velvollisuutensa*<sup>37</sup> yhtiön alkuperäisiä osakkeenomistajia kohtaan<sup>38</sup>. *Tuomas Hupli* on esittänyt, että maksukyvyttömyystilanteessa velallisyhtiön johdon lojaliteettivelvollisuuden tulisi kohdentua niin osakkeenomistajiin kuin velkojiinkin<sup>39</sup>.

Rahoitusvelkojan suhtautuminen velallisyhtiön velkojen uudelleenjärjestelyyn riippuu suuresti sen liiketoimintastrategiasta. Jos kyseessä on rahoitusluoton myöntänyt liikepankki, sen lähtökohtainen tavoite on luottotappion välttäminen. Perinteisten liikepankkien liiketoimintamalliin ei kuulu velallisyhtysten omistaminen.<sup>40</sup> Toisaalta, jos kyseessä on pääomasijoitusyhtiö, joka on ostanut velan nimellisarvoa alempaan hintaan, sen tavoitteena voi olla nimenomaan omistuksen hankkiminen velallisyhtiöstä. Tällaisten kriisisijoittajien (*distress investor* tai *loan-to-own investor*)<sup>41</sup> strategiana on ostaa kriisiyrityksen velka pilkkahintaan, saneerata yhtiö ja muuntaa samalla velka osakeomistukseksi ja tavoitella näin huomattavasti suurempia tuottoja kuin perinteisessä luotonannossa.<sup>42</sup>

Vaikka perinteiset liikepankit eivät lähtökohtaisesti ole kiinnostuneita omistamaan asiakasyrityksiä, niiden asenteet velkakonversiota kohtaan ovat viime vuosikymmeninä muuttuneet suotuisammiksi. Tähän on vaikuttanut pankkien kasvava ymmärrys järjestelyjen ylivoimaisuudesta likvidaatioon nähden sekä erilaisten velkainstrumenttien likvidimmät jälkimarkkinat Euroopassa.<sup>43</sup> Suomessakin velan muuntaminen oman pääoman ehtoiseksi sijoitukseksi kuuluu nykyään jokaisen suuren liikepankin työkalupakkiin, kun ollaan tekemisissä maksuvaikeuksien kanssa kamppailevan velallisyhtiön kanssa<sup>44</sup>. Luottolaitostoi-

<sup>37</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 107.

<sup>38</sup> Tällaisessa yhteydessä saattaa nousta esiin kysymyksiä myös johdon korvausvastuusta tai jopa rikosoikeudellisesta vastuusta.

<sup>39</sup> Hupli 2004 s. 156–157.

<sup>40</sup> Sorri 2009 s. 184.

<sup>41</sup> Ks. kriisisijoittamisesta yleisesti Whitman – Diz 2009.

<sup>42</sup> Clowry 2008 s. 33.

<sup>43</sup> Ibid. s. 27–28.

<sup>44</sup> Juha Liljan (Nordea Pankki Suomi Oyj) esitys aiheesta "Insolvenssimenettelyjen avainkohtia pankkivelkojan näkökulmasta" Pykälä ry:n 75 v. juhlaseminaarissa Roschier Asianajotoimisto Oy:ssä 14.6.2010.

minnasta annettu lain säännökset (70 ja 71 §) rajoittavat kuitenkin käytännössä pankkien mahdollisuuksia hankkia huomattavia omistusosuuksia asiakasyhtiöistään.

Sopimusvelkojen intressit liittyvät yleensä vain asiakassuhteen häiriöttömään jatkumiseen. Näin ollen saneerauksen onnistuminen on myös sopimusvelkojen intressissä. Vaikka sopimusvelkojen saatavat eivät tyypillisesti ole etuoikeutettuja, heidän käytössään voi olla muita keinoja turvata saatavansa.<sup>45</sup> Näitä voivat olla esimerkiksi omistuksenpidätysoikeus ja oikeus kaupan purkuun. Tärkein kannustin sopimusvelkojen saatavien asianmukaiseen suorittamiseen liittyy kuitenkin kriittisten sopimuskumppaneiden merkitykseen velallisyhtiön liiketoiminnan jatkumisen kannalta<sup>46</sup>. Yhteistyön päättyminen tärkeän alihankkijan kanssa voi vaarantaa yhtiön koko liiketoiminnan tulevaisuudessa.

### 2.3 Yrityksen arvo ja maksunsaantijärjestys

Keskeisimmät kysymykset vapaaehtoisissa velkojen uudelleenjärjestelytilanteissa ovat: miten paljon yrityksen varallisuusarvoja on jaettavana, ja missä järjestyksessä nämä arvot jaetaan yhtiön eri etutahoille? Taloudellisessa ahdingossa olevan yhtiön kohdalla kyse on lähinnä siitä, missä suhteessa taloudellinen alijäämä jaetaan näiden tahojen kesken.<sup>47</sup>

Lainsäädäntö tarjoaa selkeät säännökset siitä, miten velallisyhtiön varallisuuden jako konkurssissa tulee suorittaa. Osakeyhtiölaissa (624/2006) säädetään oman pääoman pysyvyydestä sekä velkojansuojasta, ja laki velkojen maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992) määrää velkojen keskinäisen etusijajärjestyksen. Sanottujen normien nojalla osakkeenomistajat jäävät ilman suoritusta ja etuoikeutetut velkojat saavat suorituksen ennen etuoikeudettomia. Samalla etusijalla olevat velkojat saavat saman suhteellisen (positiivisen tai negatiivisen) osuuden yhtiön varallisuudesta. Etusijajärjestykseen on toki mahdollista vaikuttaa myös luottosopimuksen tai velkojen välisen sopimuksen ehdoilla.

Yrityssaneerauslain mukaan jokaisen velkojan on päästävä saneerausohjelman perusteella parempaan asemaan kuin kuvitteellisessa konkurssissa, tai muuten velkoja voi estää ohjelmaehdotuksen vahvistamisen. (*konkurssivertailu ja lievimmän riittävän keinon periaate*<sup>48</sup>). Tästä syystä myös yrityssaneerausmenettelyssä seurataan velkojen osalta lähtökohtaisesti

---

<sup>45</sup> Whitman – Diz s. 118.

<sup>46</sup> Nicolas 2009 s. 12.

<sup>47</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 1.

<sup>48</sup> Ks. luku 5.3 jäljempänä.

samaa etusijajärjestystä kuin konkurssissa<sup>49</sup>. Vapaaehtoisessa saneerauksessa on käytännössä noudatettava legaalisanerauksen etusijajärjestystä, koska muuten heikompaan asemaan joutuvalla velkojalla on intressi käyttää oikeuttaan hakea legaalimenettelyä<sup>50</sup>.

Samasta syystä vapaaehtoisessa saneerauksessa tehtävässä arvonmäärityksessä ei voida irtaantua legaalisten insolvenssimenettelyjen mukaisista arvonmäärityksperusteista<sup>51</sup>. Se, miten arvonmääritys tulisi legaalimenettelyissä suorittaa, on kuitenkin kaikkea muuta kuin selvää. Säännösten puuttuessa tällaisia perusteita on etsittävä muualta. Kun tässä kirjoituksessa ei tutkita julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä, ei voida tukeutua myöskään osakkeen markkinahintaan. Konkurssissa velallisyriityksen arvonmääritys tapahtuu periaatteessa likvidaatioarvoon, kun yritysvarallisuus realisoidaan viime kädessä huutokaupalla. Koska legaalij- ja sopimussaneerauksen tavoitteena on edellytysten luominen liiketoiminnan jatkumiselle, olisi luonnollista, että kriisiyrityksen arvonmääritys perustuisi molemmissa tapauksissa arvioon liiketoiminnan tuottamista tulevaisuuden kassavirroista, eli niin sanottuun tuotto- tai jatkamisarvoon (*going concern valuation*)<sup>52</sup>.

Kategoristen arvostusperusteiden määrittäminen on kuitenkin keinotekoisia, ja siksi sitä on haluttu lainsäädännössä välttää<sup>53</sup>. Yrityssaneerauslain esitöiden mukaan vakuudellisen velan vakuuden arvostamisessa lähtökohtana on tällaisen vakuuden normaali tai todennäköisin realisointitapa, mikä voi siis johtaa likvidaatio- tai tuottoarvon mukaiseen arvostustapaan. Huomioon on otettava markkinatilanne, yrityksen toimiala ja muut olosuhteet. Yrityssaneerauksessa noudatettavat arvostusperusteet ovat siis joustavia ja ratkeavat viime kädessä tuomioistuimen vahvistaessa saneerausohjelman.<sup>54</sup>

Vapaaehtoisessa saneerauksessa, samoin kuin saneerausohjelmassakin, on velkojille osoitettava, että he saavat saneerauksen tuloksena konkurssivertailun edellyttämät jako-osuudet. Tällöin on verrattava velkojan kuvitteellisessa konkurssissa saamaa jako-osuutta toteuttamiskelpoisen ohjelmaehdotuksen lupaamaan suoritukseen. Lain esitöiden mukaan vertailua tehtäessä tulee huomioida rahan aika-arvon merkitys. Kun tervehdyttämisen tuoma tuottoarvo realisoituu sijoittajalle mahdollisesti vasta vuosien kuluttua, ei sen nimellisarvo ole

---

<sup>49</sup> Saneerausohjelmassa on tosin mahdollista poiketa velkojien absoluuttisesta etusijajärjestyksestä silloin, kun kyse ei ole YSL 54 §:n mukaisesta pakkovahvistamisesta. Ks. luvut 5.2.2 ja 6.3.5 jäljempänä.

<sup>50</sup> Ks. legaalisanerauksen ohjausvaikutuksesta Hupli 2004 s. 398–399.

<sup>51</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 5.3.

<sup>52</sup> Whitman – Diz 2009 s. 134–136.

<sup>53</sup> Koulu 1994 s. 43; HE 152/2006 s. 29.

<sup>54</sup> HE 152/2006 s. 29.

vertailukelpoinen likvidaatiassa esimerkiksi jo alle vuoden päästä saadun suorituksen nimellisarvoon<sup>55</sup>. Tällainen maksuajan pidennys onkin tarvittaessa hyvitetävä velkojalle korolla.<sup>56</sup> Konkurssivertailun tulisi siis olla reaaliarvojen vertailua.

---

<sup>55</sup> Ei tosin ole tavatonta, että laajassa konkurssipesässä konkurssivelkoja saa suorituksen saatavalleen vasta vuosien päästä konkurssin alkamisesta.

<sup>56</sup> HE 152/2006 s. 24. Ks. kysymyksestä laajemmin Hupli 2004 s. 313–316.



## 3 VELKAKONVERSIO SANEERAUSKEINONA

### 3.1 Velkakonversion edut ja haitat

Silloin kun kriisiyhtiön liiketoiminnan operatiiviset järjestelyt ja velkojen maksuehtojen uudelleen neuvottelu eivät tuota tulosta ja yhtiön tasetilanne on edelleen kestämaton, pääomarakennetta on korjattava. Maksukyvyttömyysmenettelyjen ainoana vaihtoehtona on tällöin usein oman pääoman ehtoisen rahoituksen lisääminen ja vieraan pääoman määrän leikkaaminen. Velkojia on vaikea taivuttaa saataviensa mittaviin leikkauksiin ilman vastinetta, eikä lisärahoitustakaan yleensä saada ilman osakkeenomistajien uhrauksia. Velkakonversio saattaa tällöin olla kaikkien osapuolten kannalta paras vaihtoehto.<sup>57</sup>

Velkakonversiolla tarkoitetaan tässä velan muuntamista omaksi tai siihen rinnastettavaksi pääomaksi. Määritelmä kattaa siis osakesijoituksen lisäksi niin sanotut *välipääomainstrumentit*<sup>58</sup>, jotka sijoittuvat luonteeltaan oman ja vieraan pääoman väliin. Tällaisia instrumentteja ovat muun muassa pääomalaina ja jako-osattomat osakkeet. Sillä, onko konversion tuloksena syntyvä tase-erä merkittävä kirjanpitosäännösten mukaan omaan vai vieraaseen pääomaan, ei ole tämän määrittelyn kannalta merkitystä.

Velkakonversion avulla vähennetään velallisyhtiön vieraan pääoman kustannuksia sekä insolvenssiriskiä. Taseen tervehtyessä yrityksen uskottavuus ja mahdollisuudet lisärahoituksen saamiseen paranevat olennaisesti.<sup>59</sup> Näin ollen yhtiön johdolla on taas mahdollisuus keskittyä operatiivisen liiketoiminnan johtamiseen. Yleisemmällä tasolla velkakonversion edut perustuvat pohjimmiltaan velallisyhtiön tuottoarvon jakamiseen likvidaatioarvon sijaan. Jos saneerauskokonaisuus onnistuu odotetulla tavalla, kaikki etutahot pääsevät parempaan asemaan kuin ennen saneerausta. Tyypillisesti velkakonversio tulee kyseeseen sellaisen velallisyhtiön kohdalla, jonka liikeomaisuudella on merkittävää arvoa ja jonka voidaan olettaa selviytyvän sitä vaivaavista taloudellisista vaikeuksista<sup>60</sup>.

Velkojan kannustin osallistua konversiojärjestelyyn perustuu leikkausten välttämiseen sekä mahdollisuuteen hyötyä velallisyhtiön tulevasta arvonnoususta. Rahoittajapankilla on samalla mahdollisuus ylläpitää ja parantaa asiakassuhdetta velallisyhtiöön. Konvertoivan

---

<sup>57</sup> Sorri 2009 s. 184.

<sup>58</sup> Ks. välipääomasta laajemmin luku 3.3 jäljempänä.

<sup>59</sup> Nicolas 2009 s. 14.

<sup>60</sup> Ibid.

velkojan kannalta merkittävänä haittana on taas saatavan etusijan heikkeneminen.<sup>61</sup> Jos saneeraus epäonnistuu ja velallisyhtiö ajautuu konkurssiin, osakkeenomistajat ja viimesijaisten lainojen velkojat menettävät normaalisti sijoituksensa. Kuten jäljempänä luvussa 6 esitetään, tähän ongelmaan on mahdollista varautua ennakkollisesti.

Velkakonversion tuloksena velallisyhtiön aiempien osakkeenomistajien omistus laimentuu tai he menettävät omistuksensa kokonaan. Kun vaihtoehtona on usein likvidaatio, ei omistajilla välttämättä ole muuta mahdollisuutta kuin hyväksyä järjestelyn toteuttaminen. Jos osakkeenomistajilla on kuitenkin resursseja sijoittaa yhtiöön uutta pääomaa, he voivat onnistua säilyttämään merkittävänkin osan omistuksestaan.<sup>62</sup>

### 3.2 Kuka velkojista konvertoi?

Se, kenelle velan konvertointi on mahdollinen tai mielekäs vaihtoehto, ratkeaa lähtökohtaisesti velallisyhtiön arvon ja velkojien maksunsaantijärjestyksen perusteella. Sopimussaneerauksen alussa tehtävän arvonmäärityksen yhteydessä tutkitaan ketkä velkojista ovat niin sanottuja *in-the-money* ja ketkä *out-of-the-money* -velkojia. Tällä tarkoitetaan sitä, ketkä velkojista saisivat jako-osuuden velallisyhtiön kuvitteellisessa konkurssissa ja ketkä jäisivät ilman jako-osuutta. *Out-of-the-money* -velkojien saatavat ovat käytännössä arvottomia, joten heillä ei ole mahdollisuutta osallistua velkakonversioon. Vakuudelliset velkojat sekä muut etusijaiset velkojat, jotka ovat tyypillisesti rahoituslaitoksia, eivät yleensä ole kiinnostuneita konvertoimaan saataviaan, koska heillä voi olla mahdollisuus saada (lähes) täysimääräinen suoritus legaalimenettelyssä.<sup>63</sup>

Näin ollen konvertoiva velkoja kuuluu tyypillisesti siihen velkojaryhmään, jossa jakoosuudet mahdollisessa konkurssissa tulisivat olemaan olennaisesti saatavien nimellisarvoja pienemmät, mutta kuitenkin riittävän suuret ryhmän vaikutusvallan takaamiseksi järjestyksessä. Lisäksi konversion läpiviemiseksi tarvittava neuvotteluvoima edellyttää riittävää äänivaltaa velkojaryhmän sisällä sekä sitä, että saatavalla on arvoa niin tuottoarvoon kuin likvidaatioon perustuvassa arvonmäärityksessä.<sup>64</sup> Viimeksi mainittu edellytys johtuu siitä, että vapaaehtoisessa menettelyssä toimitaan aina legaalimenettelyjen uhan alla, jolloin ar-

---

<sup>61</sup> Nicolas 2009 s. 14–15.

<sup>62</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 3. Ks. esimerkkitapaukset luvussa 1.1.

<sup>63</sup> Clowry 2008 s. 30.

<sup>64</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 6.

vostusperusteissa on seurattava legaalimenettelyjen mallia<sup>65</sup>. Velkojien ja osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksiin uudelleenjärjestelyssä paneudutaan tarkemmin jäljempänä luvussa 5.

Myös intressitahojen tavoitteilla ja liiketoimintastrategialla on suuri merkitys siihen, onko velkoja kiinnostunut tulemaan velallisyhtiön osakkeenomistajaksi. Tältä osin viitataan edellä luvuissa 2.2 ja 3.1 sanottuun. Jos konvertoiva velkoja on jo ennen konversion toteuttamista velallisyhtiön osakkeenomistaja, saattavat myös osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen liittyvät kysymykset nousta herkästi esiin uudelleenjärjestelyn yhteydessä.

### 3.3 Vieraan ja oman pääoman rajanvedosta

Velkakonversiossa on kyse järjestelystä, jossa vieraan pääoman ehtoinen sijoitus lähenee ominaisuuksiltaan oman pääoman ehtoista sijoitusta. Siksi on tärkeää ymmärtää, mikä merkitys käsitteellisellä erottelulla omaan ja vieraaseen pääomaan on yhtiön pääomaraken-teen ja rahoituksen kannalta. Erottelun ensisijainen tarkoitus on kuvata yhtiön eri rahoitus-erien ominaisuuksia erityisesti maksunsaantijärjestyksen osalta. Koska kyse on nimen-omaan sijoituksen ominaisuuksia koskevan informaation välittämisestä, erottelun perusteella ei voida ratkaista kyseiseen sijoitukseen liittyvien oikeuksien sisältöä.<sup>66</sup>

Niin sanottu *välipääoma* muodostuu joskus ongelmalliseksi tämän kahtiajaon kannalta. Välipääomana pidetään sellaista osakeyhtiöön tehtyä sijoitusta, joka sijoittuu ominaisuuksiensa ja taloudellisen luonteensa perusteella oman ja vieraan pääoman välimaastoon. Kyse voi olla perinteiseen osakesijoitukseen liitetystä ehdoista, joilla vaikutetaan osakkeen tuotamaan jako-osuuteen, tuottoon tai kontrolliin taikka sijoituksen pysyvyyteen siten, että sijoitus lähenee luonteeltaan vierasta pääomaa. Vastaavasti puhtaaseen velkarahoitukseen voidaan liittää voitto-osuusehto tai kontrollikovenantteja taikka sopia velan takaisinmaksun viimesijaisuudesta tai eräpäivättömyydestä, jolloin rahoitusmuoto saa omaan pääomaan tyypillisesti liitettyjä ominaisuuksia.<sup>67</sup> Välipääomaa ovat tämän määritelmän mukaan esimerkiksi voitto-osuusehtoinen velka, vaihtovelkakirjalaina, osakeyhtiölaissa säännelty pääomalaina sekä jako-osaton etuosake.

<sup>65</sup> Ks. luku 2.3 edellä.

<sup>66</sup> Mähönen – Villa 2006b s. 19–20.

<sup>67</sup> Ibid. s. 74–75. Välipääoma ymmärretään tässä Mähösen ja Villan määritelmän mukaisesti. Airaksisen ja Jauhianen määritelmä on hieman suppeampi. He ovat katsoneet välipääoman tarkoittavan oman pääoman ehtoista rahoitusta, joka ei tuota samanlaista kontrollioikeutta yhtiöön kuin äänivaltaiset osakkeet. Ks Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 314.

Osakeyhtiölaki ei tunne välipääoma-nimistä pääomalajia, joten osakeyhtiöön sijoitetun pääomapanoksen on oltava aina muodollisesti joko omaa tai vierasta pääomaa. Kuten todettu, rajanveto ei kuitenkaan määritä rahoitusinstrumentin oikeudellista sisältöä, vaan se määräytyy sopimusehtojen sekä yhtiö- ja sopimusoikeudellisten normien perusteella. Olennaista ei siis ole se, katsotaanko välipääoma omaksi vai vieraaksi pääomaksi vaan se, mitä oikeuksia ja velvollisuuksia se synnyttää yhtiön sidosryhmien edustajien välille.<sup>68</sup> Tässä yhteydessä on tosin todettava, että yhtiön taloudellisen informaation esittämistä koskeva sääntely on erittäin keskeisessä asemassa potentiaalisten sijoittajien arvioidessa sijoitukseen liittyviä riskipositioita.

### 3.4 Velkakonversion toteuttaminen velallisyhtiössä

Velan muuntaminen osakepääomaksi voidaan toteuttaa suuntaamalla osakeanti konvertoivalle velkojalle. Luovutettavat osakkeet voivat olla uusia tai yhtiön hallussa olevia osakkeita. Merkintähinta on mahdollista suorittaa useammalla vaihtoehdoisella tavalla. Velkoja voi maksaa merkintähinnan rahassa, ja velallisyhtiö voi sen jälkeen käyttää merkintähinnan velan maksuun. Toinen vaihtoehto on kuitata merkintähinta velallisyhtiöltä olevalla saatavalla. Velkakonversio voidaan toteuttaa myös siten, että osakkeenomistajat myyvät omistuksensa velkojille nimelliseen arvoon, ja velkojat antavat anteeksi velallisyhtiöltä olevat saatavansa (*velka-akordi*).<sup>69</sup>

Viimeksi mainittuun järjestelyyn, samoin kuin maksuttomaan osakeantiin, voi kuitenkin liittyä osapuolien kannalta epäedullisia veroseuraamuksia, kuten jäljempänä esitetään. Suunnattu maksullinen anti on usein paras vaihtoehto konvertoida velkaa osakkeiksi myös siitä syystä, että se vahvistaa tehokkaasti velallisyhtiön tasetta ja se on yhtiöoikeudellisesti helpompi toteuttaa kuin maksuton anti.<sup>70</sup> Jatkossa tarkastellaankin erityisesti tilanteita, jossa velkoja merkitsee velallisyhtiön osakkeita suunnatussa maksullisessa annissa ja maksaa merkintähinnan kuittaamalla.

Osakeyhtiölain 9 luvun 4 §:ssä on säädetty suunnatun osakeannin toteuttamisesta. Osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeaminen edellyttää *painavaa taloudellista syytä*. Jos suunnattu anti on maksuton, se edellyttää yhtiön kannalta ja kaikkien osakkeenomistajien etu huomioiden *erityisen painavaa taloudellista syytä*. Mitä alhaisempi merkin-

<sup>68</sup> Mähönen – Villa 2006b s. 76.

<sup>69</sup> Nicolas 2009 s. 16.

<sup>70</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 8.1.

tähinta on suhteessa osakkeiden käypään hintaan, sitä tiukemmat vaatimukset on järjestelyn hyväksyttävyydelle asetettava<sup>71</sup>.

Painavana taloudellisena syynä on lain esitöissä mainittu yhtiön rahoituksen turvaaminen, yrityskaupan rahoitus ja henkilöstön kannustinjärjestelmät<sup>72</sup>. Myös saneeraus on tällaisena syynä hyväksyttävä<sup>73</sup>. Erityisen painavalla taloudellisella syyllä tarkoitetaan sellaisia poikkeuksellisia tilanteita, joissa maksuton anti on kaikkien osakkeenomistajien edun mukainen näennäisestä vastikkeettomuudesta huolimatta. Esimerkkinä on mainittu osakelajien yhdistämiseen liittyvä kalliimman osakelajin haltijoiden hyvittäminen sekä kannustinjärjestelmät. Maksuttomassa suunnatussa annissa olennaista on siis se, ettei osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta ja etua loukata.

Suunnatusta annista päättää yhtiökokous määräenemmistöllä tai hallitus yhtiökokouksen antaman valtuutuksen nojalla (OYL 5:27 ja 9:2). Osakeantivaltuutuksessa on mainittava osakkeiden enimmäismäärä sekä osakelaji (OYL 9:2). Jollei osakeantipäätöksessä ole määrätty toisin, merkintähinta voidaan kuitata yhtiöltä olevalla saamisella ainoastaan yhtiön hallituksen suostumuksella (OYL 9:10.2). Siten konvertoiva velkoja ei voi vaatia kuittausta vastoin hallituksen tahtoa. Merkintähinnan kuittaamista ei ole oikeuskirjallisuudessa pidetty apportina<sup>74</sup>. Jos konvertoivalle velkojalle halutaan luoda oma osakelajinsa, sitä koskeva yhtiöjärjestyksen muutos edellyttää yhtiökokouksen määräenemmistöpäätöstä (OYL 5:27).

Velallisyhtiön taloudellinen ahdinko voi hankaloittaa osakeannin edellytysten täyttymisen arviointia. Pohdittaessa merkintähinnan ja osakkeiden arvon suhdetta taikka merkintämaksuun käytettävän saatavan arvoa, arvonmääritystä vaikeuttavat yhtiön heikot tulevaisuudennäkymät. Maksukyvyttömän yhtiön osakkeet ovat käytännössä arvottomia, eivätkä tällaiselta yhtiöltä ovat saatavakaan enää vastaa nimellisarvoaan. Koska sopimusperusteisen saneerauksen aloittaminen edellyttää käytännössä aina alustavan arvonmäärityksen tekemistä, voidaan olettaa, että vapaaehtoiseen saneeraukseen valikoituvan yhtiön arvo antaa kuitenkin riittävät edellytykset järjestelyn toteuttamiseen.

Velkakonversio voidaan toteuttaa myös sopimalla velan muuttamisesta pääomalainaksi. Pääomalainan ottamisesta päättää lähtökohtaisesti hallitus<sup>75</sup>. Pääomalainaan liitetään tällai-

---

<sup>71</sup> HE 109/2005 s. 103.

<sup>72</sup> Ibid. s. 102.

<sup>73</sup> HE 11/1992 s. 12–15.

<sup>74</sup> Kyläkallio ym. 2008 s. 876; Mähönen – Villa 2006b s. 196.

<sup>75</sup> Airaksinen ym. 2010 s. 797.

sessä yhteydessä usein myös oikeus myöhemmin vaihtaa saatava tai sen osa velallisyhtiön osakkeiksi, jolloin kyseessä on pääomalainaehtoinen vaihtovelkakirjalaina<sup>76</sup>. Tällaisen lainainstrumentin kohdalla päätös on tehtävä yhtiökokouksessa tai hallituksessa yhtiökokouksen valtuutuksen nojalla (OYL 10:1.2 ja 10:2). Valtuutuksesta on käytävä ilmi osakkeiden enimmäismäärä sekä osakelaji (OYL 10:2). Pääomalainaehdoisen vaihtovelkakirjalainan ottaminen edellyttää yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä. Arvioinnissa on sovellettava samoja perusteita kuin suunnatun maksullisen osakeannin kohdalla. Jos pääomallainan korko ylittää käyvän korkotason ilman liiketaloudellista perustetta, saatetaan järjestely katsoa laittomaksi varojenjaoksi<sup>77</sup>.

### 3.5 Velkakonversioon liittyviä verokysymyksiä

Verosuunnittelulla on tärkeä rooli yrityksen pääoma- ja omistusrakenteen järjestelyissä. Verot ovat osa yrityksen kuluja, joten yrityksen on luonnollista pyrkiä optimoimaan verorasituksensa. Vaikka tässä tutkielmassa ei keskitytä vero-oikeudellisiin kysymyksiin, on hyvä tuoda esiin, miten ne voivat vaikuttaa velkakonversion toteuttamiseen sopimusperusteisissa uudelleenjärjestelyissä.

Velkojen vapaaehtoisissa uudelleenjärjestelyissä velkojat joutuvat usein velkakonversion ohella antamaan anteeksi velallisyhtiön velkoja. Tällaiseen velka-akordiin liittyy mielenkiintoisia vero-oikeudellisia ongelmia: syntyykö velallisyhtiölle akordin johdosta sellaista taloudellista etua, joka voidaan katsoa veronalaiseksi tuloksi, ja toisaalta, onko velan anteeksiantaminen velkojalle vähennyskelpoinen menetys?

Velan anteeksiantamiseen velkakonversion yhteydessä liittyy riski verotettavan tulon syntymisestä velallisyhtiölle. Elinkeinotulon verottamisesta annetun lain (360/1968, jäljempänä "elinkeinoverolaki") 4 §:n mukaan verotettavaa tuloa ovat elinkeinotoiminnassa rahana tai rahanarvoisena etuutena saadut tulot. Anteeksiannettu velka on siten lähtökohtaisesti velallisyhtiön veronalaista tuloa. Oikeuskäytännössä on kuitenkin katsottu, ettei rahavelan anteeksiantaminen ole verotettavaa tuloa siltä osin kuin se on velkojalle arvoton. Velan arvottomuuden arviointi tulee tehdä velkojan näkökulmasta, ja siinä on huomioitava velallisyhtiön tosiasialliset mahdollisuudet selviytyä velasta. Verovapaus edellyttää, että velal-

---

<sup>76</sup> Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 362, 409.

<sup>77</sup> Airaksinen ym. 2010 s. 798.

lisyytiön taloudellinen tilanne on niin heikko, ettei sillä ole edellytyksiä jatkaa toimintaansa ilman velan anteeksiantoa.<sup>78</sup>

Elinkeinoverolain 7 §:n mukaan vähennyskelpoisia ovat elinkeinotoiminnassa tulon hankkimisesta tai säilyttämisestä johtuneet menot ja menetykset. Menetykset kohdistuvat yleensä rahoitusomaisuuteen. Menetyksen ala on suppea, ja sille on ominaista verovelvollisen tahdonvastaisuus. Vähennyskelpoiselta menetykseltä edellytetään lisäksi, että se on lopullisesti todettu. Tämä tarkoittaa, että velallisen maksukyvyttömyydestä on esitettävä näyttönä esimerkiksi konkurssituomio. Päätös konkurssiin asettamisesta ei vielä osoita riittäväällä tavalla menetyksen lopullisuutta.<sup>79</sup>

Lainojen alaskirjausten vähennysoikeutta on muiden kuin pääomasijoitustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden ja osuuskuntien sekä säästöpankkien ja keskinäisten vakuutusyhtiöiden osalta rajoitettu. Tällaiset yhteisöt eivät saa vähentää verotuksessa konserniyhtiöidensä yli 10 prosentin omistusosuudella omistamalta osakeyhtiöltä olevien muiden saamisten kuin myyntisaamisten menetyksiä ja arvonalentumisia (EVL 16 § 7 k). Siten vähennyskeltottomia ovat yli 10 prosentin osuudella omistetulle osakeyhtiölle myönnettyt akordit.<sup>80</sup>

Vero-oikeudellisia tulkintaongelmia liittyy myös osakeyhtiölain mahdollistamiin uusiin rahoitusmuotoihin, kuten esimerkiksi vastikkeettomiin vapaaehtoisiiin pääomansijoituksiin<sup>81</sup>. Tässä tarkasteltavissa velkakonversioissa on tyypillisesti kyse velan muuntamisesta osakkeiksi, joten vastikkeettomien pääoman sijoitusten verokohteluun ei paneuduta sen enempää. Osakesijoituksissakin merkintähinnan maksaminen kuittaamalla tai akordin myöntäminen velkakonversion yhteydessä voivat mutkistaa verotukseen liittyviä kysymyksiä. On kuitenkin selvää, että osakkeiden merkintämaksun kuittaminen velallisyhtiöltä olevalla saatavalla, joka ei ole arvoton, on verovapaa pääomansijoitus merkitsijästä tai kirjaamistavasta riippumatta. Sillä, annetaanko osakeannissa uusia osakkeita vai yhtiön hallussa olevia osakkeita, ei ole merkitystä verokohtelun kannalta.<sup>82</sup>

Vielä on syytä veronäkökulmasta tuoda esiin, että konvertoitavien osakkeiden merkintähinta voi vaikuttaa siihen, miten konvertoivan velkojan saama arvonnousua verotetaan, kun

---

<sup>78</sup> Myrsky – Linnakangas 2006 s. 108.

<sup>79</sup> Ibid. s 146 ja 148.

<sup>80</sup> HE 92/2004 s. 38–39.

<sup>81</sup> Ks. yleisesti Mähönen – Villa 2009 s. 389–408.

<sup>82</sup> Ibid.

tämä myöhemmin luopuu osakkeista. Tästä syystä maksuttoman osakeannin käyttäminen konversiossa ei välttämättä ole verotuksellisesti edullista konvertoivan velkojan kannalta.<sup>83</sup>

---

<sup>83</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 8.1.



## 4 RAUHOITUSAJASTA SOPIMINEN

### 4.1 Holdout-ongelma ja rauhoitusajan tarkoitus

Kuten edellä on käynyt ilmi, velkojen uudelleenjärjestelytilanteissa keskeisessä asemassa on tappion jakaminen yhtiön etutahojen kesken. Jos joku velkojista jää järjestelyn ulkopuolelle, hänen oikeutensa pysyy entisellään eikä hän siten joudu osallistumaan tappion jakamiseen muiden velkojien tapaan. Tällaisella, niin sanotulla *holdout-velkojalla*<sup>84</sup> on lisäksi käytössään kaikki lain tarjoamat täytäntöönpanokeinot oikeutensa toteuttamiseksi. Velkojakollektiivi ei yleensä hyväksy yksittäiselle velkojalle tällaista muita huomattavasti edullisempaa asemaa. Näin ollen yhdenkin merkittävän velkojan jättäytyminen järjestelyn ulkopuolelle voi estää tehokkaasti neuvottelujen aloittamisen ja koko järjestelyn toteutumisen.

Edellä kuvattu ongelma tunnetaan nimellä *holdout-ongelma (holdout problem)*, ja sitä pidetään eräänä merkittävimmistä esteistä vapaaehtoisten saneerausten toteuttamiselle<sup>85</sup>. Ongelman aktualisoitumisen estämiseksi velallisyhtiön velkojat sopivat yleensä *rauhoidusajasta*<sup>86</sup> (*standstill period*<sup>87</sup>), jonka aikana velkojat sitoutuvat pidättäytymään kaikista perintä- ja täytäntöönpanotoimista velallisyhtiötä kohtaan. Velallisyhtiö pidättäytyy niin ikään hakeutumasta legaalimenettelyihin. Rauhoitusajasta sopimisella pyritään kolmeen tavoitteeseen: antamaan velallisyhtiölle "tilaa hengittää", estämään velkojansuosinta ja luomaan neuvottelufoorumi tai ainakin parhaat mahdolliset edellytykset sen syntymiselle.<sup>88</sup> Rauhoitusaikana velkojilla on mahdollisuus organisoitua, hankkia tietoja velallisen taloudellisesta tilanteesta ja arvioida tarvittavia toimenpiteitä. Käytännössä tämä tarkoittaa velkojatoimikunnan perustamista, neuvonantajien rekrytointia ja due diligence -tarkastuksen toimittamista velallisyhtiössä.<sup>89</sup> Aivan kuten legaalisanerauksessakin, rauhoitusajan aikaansaamista pidetään välttämättömänä edellytyksenä järjestelyn onnistumiselle<sup>90</sup>.

<sup>84</sup> Finkelstein Yale L. J. 1993 s. 2221.

<sup>85</sup> Ibid.; Hupli 2004 s.53, 408.

<sup>86</sup> *Rauhoitusaika-* ja *rauhoidustila*-käsitettä on käytetty yrityssaneerauslain esitöissä (HE 182/1992) sekä yleisesti suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa puhuttaessa legaalimenettelyihin liittyvistä maksu- perintä- ja täytäntöönpanokiellosta. Yleisesti yrityssaneerauslain mukaisesta rauhoitusajasta, ks. Hupli 2004 s. 99–101.

<sup>87</sup> INSOL Principles 2000 s. 8.

<sup>88</sup> Nicolas 2009 s. 11.

<sup>89</sup> Ibid.

<sup>90</sup> Koulu 2007 s. 167; Hupli 2004 s. 402.

## 4.2 Rauhoitusajan alkaminen ja päätyminen

Velkojat voivat sopia rauhoitusajasta jo ennakollisesti, kuten kansainvälisten LBO-kauppojen yhteydessä on nykyään tapana<sup>91</sup>. Jos rahoitussopimuksissa ei ole rauhoitusaikalauseketta, rauhoitusajasta sopimisen tarve nousee usein esiin rahoituskovenanttien rikkoutumisen tai rikkoutumisen vaaran myötä<sup>92</sup>. Jos rauhoitusajasta sovitaan vasta ongelmien ilmettyä, sen alkamispäiväksi määritetään usein ajankohta, jolloin rahoitusvelkojat kutsutaan kuulemaan velallisyhtiön tiedonantoa sen heikentyneestä taloudellisesta tilanteesta<sup>93</sup>. Rauhoitusajan kestosta sovitaan tapauskohtaisesti, mutta tavoitteena on aina pitää se mahdollisimman lyhyenä<sup>94</sup>. Rauhoitusajan lyhyt kesto toimii osaltaan kannustimena neuvottelujen nopealle etenemiselle. Yleensä rauhoitusaika kestää muutamista viikoista muutamaa kuukautsiin. Velkojatoimikunta voi myös sopia sen pidentämisestä tai päättymisestä etujassa.<sup>95</sup>

Jos joku velkojista saa tiedon velallisyhtiötä uhkaavasta maksukyvyttömyydestä ennen muita velkojia, tiedon saaneelle velkojalle saattaa syntyä houkutus ryhtyä itsenäisesti toimiin suojautuakseen velallisen tilanteen mahdollisesti aiheuttamilta luottotappioilta ennen kuin tämä informoi velkojakollektiivia tulossa olevista ongelmista. Tällainen velkoja saattaa hyvinkin hyötyä toimenpiteistään lyhyellä aikavälillä, mutta hänen voi tämän jälkeen olla vaikea taivutella muita velkojia yhteistyöhön tervehdyttämisjärjestelyn aikaansaamiseksi.<sup>96</sup> Samalla velkoja ottaa riskin järjestelyjen peräytymisestä takaisinsaantilainsäädännön nojalla mahdollisesti seuraavassa konkurssissa. Kyseessä on ikään kuin holdout-ongelman käänteinen muoto. Vaarana on, että velkojan opportunistinen oman edun tavoittelu koituu hänen itsensä ja koko velkojakollektiivin haitaksi.

## 4.3 Neuvottelun kannalta kriittiset velkoja

Jos velkojakollektiivi on hajautunut, on kaikkien etu saada mahdollisimman moni velkoja sitoutumaan rauhoitusaikaan ja neuvottelemaan saneeraussopimuksesta. Toisaalta neuvottelujen jouhevan kulun kannalta olisi tavoiteltavaa rajoittaa osallistuvien velkojien määrää niin pieneksi kuin järjestelyn toteuttamiseksi on välttämätöntä. Näiden ristiriitaisten tavoit-

---

<sup>91</sup> LMA Intercreditor Agreement.

<sup>92</sup> Nicolas 2009 s. 11.

<sup>93</sup> INSOL Principles 2000 s. 9.

<sup>94</sup> Ibid. s. 10.

<sup>95</sup> Ibid.; Nicolas 2009 s. 13.

<sup>96</sup> INSOL Principles 2000 s. 9.

teiden yhteensovittamiseksi on ensin tunnistettava ne velkojaryhmät, joita ei voida sulkea päätöksenteon ulkopuolelle, ja tämän jälkeen on päätettävä, keiden velkojien myötävaikutus näissä ryhmissä on välttämätön järjestelyn läpiviemiseksi.<sup>97</sup> Tätä päätöksentekoa ohjaavat saneerausohjelman vahvistamista koskevat yrityssaneerauslain säännökset.<sup>98</sup>

Ellei kaikkien tunnettujen velkojien suostumusta saada, saneerausohjelman *enemmistövahvistaminen* edellyttää tavallisesti kunkin velkojaryhmän enemmistön suostumusta (YSL 50 ja 51 §). Lain tarkoitama enemmistö on olemassa, jos ohjelman hyväksymistä on kussakin velkojaryhmässä puoltanut enemmän kuin puolet äänestykseen osallistuneista velkojista ja heidän yhteenlasketut saatavansa edustavat enempää kuin puolta ryhmään kuuluvien, äänestykseen osallistuneiden velkojien saatavien kokonaismäärästä (YSL 52 §).

Saneerausohjelma voidaan vahvistaa myös ilman kaikkien velkojaryhmien enemmistön suostumusta (*pakkovahvistaminen*), kun ainakin yksi velkojaryhmä on äänestänyt ohjelman hyväksymisen puolesta 52 §:n mukaisella enemmistöllä ja kaikkien puolesta äänestäneiden velkojien saatavat edustavat vähintään viidennestä kaikkien 52 §:n 2 momentin mukaan huomioon otettavien tunnettujen velkojien saatavista (YSL 54 §).

Saneerausohjelma voidaan lisäksi hyväksyä *nopeutetussa menettelyssä*, jos sen hyväksyvät kaikki tunnetut velkojat, joiden saatavat ovat velkojien saatavien kokonaismäärästä yhteensä vähintään 80 prosenttia, ja jokainen velkoja, jonka saatavan määrä on vähintään 5 prosenttia velkojien saatavien kokonaismäärästä. (YSL 92 §)

Koska oman velkojaryhmänsä enemmistövelkojilla on tavallisesti mahdollisuus estää saneerausohjelman vahvistaminen, heillä on hyvän neuvotteluasemansa myötä syytä olla paikka myös neuvottelupöydässä. Kaikki rahoitusvelkojat ovat tavallisesti mukana neuvotteluissa asemastaan riippumatta, koska velallisyhtiön maksukykyisyyden valvominen on pitkällä tähtäimellä kaikkien rahoitusvelkojien edun mukaista. Näin ollen kaikkien rahoitusvelkojien voidaan myös olettaa olevan valmiita sitoutumaan rauhoitusaikaan ainakin neuvottelujen ajaksi.<sup>99</sup>

Sopimus- ja korvausvelkojien suhteen tilanne on erilainen. Sopimusvelkojien erääntyneet saatavat pyritään tavallisesti suorittamaan taloudellisista vaikeuksista huolimatta, jotta velallisyhtiön liiketoiminta voisi jatkua mahdollisimman normaalisti<sup>100</sup>. Sama koskee yleensä myös verovelkoja sekä työnantajamaksuja. Liikesuhteiden häiriötön jatkuminen on nimitäin keskeinen edellytys tervehdyttämisjärjestelyn onnistumiselle. Jos sopimusvelkoja on kuitenkin esimerkiksi velallisyhtiön alihankkija, jonka liikevaihdosta suurin osa muodostuu velallisyhtiön tilauksista, voi myös sopimusvelkojalla olla intressi osallistua aktiivisesti järjestelyyn. Korvausvelkojien kohdalla tällaista intressiä on vaikea kuvitella olevan edes poikkeuksellisissa olosuhteissa. Lisäksi yksittäisten sopimus- ja korvausvelkojien saatavat

<sup>97</sup> INSOL Principles 2000 s. 6.

<sup>98</sup> Ks. lisää velkojien neuvotteluvallasta luvussa 5.3.

<sup>99</sup> INSOL Principles 2000 s. 6–7.

<sup>100</sup> Nicolas 2009 s. 12.

ovat tyypillisesti huomattavasti rahoitusvelkojien vaateita pienempiä. Tästäkin voi toki olla poikkeuksia.

## 4.4 Rauhoitusaikalausekkeen pätevyys

### 4.4.1 Erityistäytäntöönpanosta luopuminen

Sopimalla rauhoitusajasta velkojat luopuvat määräajaksi oikeudestaan pakkotäytäntöönpanoon. *Hupli* on väitöskirjassaan käsitellyt tällaisten sitoumusten tehokkuuteen liittyvää problematiikkaa. Hän tarkastelee ongelmaa erikseen luottosopimusten ennakkollisten rauhoitusaikalausekkeiden (*ex ante*) ja toisaalta vasta maksukyvyttömyystilanteessa tehdyn saneeraus sopimuksen (*ex post*) osalta. Hän katsoo, että ennakkollinen, määräajaksi tehty erityistäytäntöönpanosta luopuminen (jonka hän katsoo sisältävän ulosoton lisäksi myös turvaamistoimet) on sitova. Salliihan oikeusjärjestyksemme luopumisen prosessuaalisista oikeuksista oikeusturvan kannalta kyseenalaisemmissakin tilanteissa. Tästä on esimerkkinä muun muassa oikeudenkäymiskaaren 25 luvun 2 §, joka sallii dispositiivisissa asioissa sitoumukset luopua hakemasta muutosta käräjäoikeuden tuomioon.<sup>101</sup> Jos rauhoitusajasta katsotaan voitavan sopia ennakkollisesti, niin myös jälkikäteen tehty erityistäytäntöönpanosta luopumista koskeva sopimus on katsottava päteväksi.

### 4.4.2 Yleistäytäntöönpanosta luopuminen

Yleistäytäntöönpanon osalta tilanne on ongelmallisempi. *Risto Koulu* on todennut velkojan voivan vapaasti luopua oikeudestaan yleistäytäntöönpanoon. Kontekstin puute estää kuitenkin tekemästä tästä yleisellä tasolla esitetystä näkemyksestä yksityiskohtaisia johtopäätöksiä. Koulun näkemyksiin palataan seuraavassa luvussa 4.4.3.<sup>102</sup> *Hupli* sen sijaan pitää ennakkollista yleistäytäntöönpanosta luopumista mahdollisena kaikilla muilla perusteilla paitsi maksukyvyttömyysperusteella. Tällainen tulkinta täyttäisi hänen mukaansa riittävällä tavalla sopimussaneerauksen päämääriä, kun se mahdollistaisi pidättäytymisen ensinnäkin yleistäytäntöönpanosta muodollisella perusteella (YSL 6.1 § 1 k) ja toisaalta uhkaavan maksukyvyttömyyden perusteella (YSL 6.1 § 2 k). Toisin sanoen ennakkollinen sopimus rauhoitusajasta ei hänen mukaansa voisi estää yrityssaneerauksen tai konkurssin hakemista maksukyvyttömyysperusteella.<sup>103</sup>

<sup>101</sup> Hupli 2004 s. 404–406.

<sup>102</sup> Koulu ym. 2009 osa II luku 3 (päivitetty 4.8.2009).

<sup>103</sup> Ibid. s. 406–407.

*Hupli* toteaa, että "velkojen oikeutettu täytäntöönpanointressi edellyttää, että maksukyvyttö-  
 yön yritys on haettavissa legaaliseen insolvenssimenettelyyn tilannetta edeltävistä sopimuk-  
 sista riippumatta". Hän näyttää olevan sitä mieltä, että sopimussaneerauksen edistämistä-  
 voitteet jäävät punninnassa velkojen täytäntöönpanointressin varjoon silloin, kun velalli-  
 nen on maksukyvyttö.<sup>104</sup> Kun otetaan huomioon myös *Huplin* tunnustama lähtökohta, jon-  
 ka mukaan "saneerausintressillä voidaan edistää täytäntöönpanointressin toteutumista"<sup>105</sup>,  
 niin hänen argumenttinsa vaikuttaa ristiriitaiselta. Koska sitova rauhoitusaikalauseke edis-  
 tää osaltaan saneerausintressiä, ja saneerausintressillä voidaan puolestaan edistää täytän-  
 töönpanointressiä, niin rauhoitusaikalausekkeen sitomattomuuden perusteleva täytän-  
 töönpanointressillä voidaan asettaa kyseenalaiseksi.

*Huplin* väite, jonka mukaan "osapuolet eivät luottosuhteen perustamisvaiheessa ole välttä-  
 mättä voineet ennakoida maksukyvyttömyyden vaikutuksia niin, että sidonnaisuutta voitai-  
 siin pitää kohtuullisena", ei tässä tarkasteltavien tilanteiden osalta ole osuva. Osoittaahan  
 rauhoitusaikalausekkeen hyväksyminen luottosopimuksessa nimenomaan huolellista va-  
 rautumista maksukyvyttömyystilanteiden mukanaan tuomiin ongelmiin. Lisäksi rauhoitus-  
 aikalausekkeitä sisältävien luottosopimusten osapuolet ovat tyypillisesti institutionaalisia  
 sijoittajia tai rahoituslaitoksia, joiden voidaan katsoa olevan erityisen hyvin perillä velal-  
 lisyhtiöiden maksukyvyttömyyden riskeistä.

*Hupli* nostaa tässä yhteydessä esiin myös holdout-ongelman, jonka hän epäilee heikentä-  
 vän rauhoitusaikalausekkeiden käyttömahdollisuuksia. Kun korvausvelkojen ryhmä jää  
 joka tapauksessa luottosopimusten ennakkolisten rauhoitusaikalausekkeiden sitovuuspiirin  
 ulkopuolelle, niin miksi rahoitusvelkojat tietoisena jonkin velkojaryhmän edullisemmasta  
 asemasta suostuisivat itse sitoutumaan rauhoitusaikalausekkeeseen.<sup>106</sup> Ongelmalta voidaan  
 välttyä ottamalla maksukyvyttömyystilanteessa tehtävään rauhoitusaikasopimukseen yksi-  
 mielisyysehto, jonka mukaan rauhoitusaika sitoo vain, jos kaikki velkojat osallistuvat sii-  
 hen<sup>107</sup>. Näin estetään korvausvelkojen hyötyminen muiden, rauhoitusaikaan sitoutuneiden,  
 velkojen kustannuksella sekä vältetään riski konkurssista rauhoitusaikana. Tässä tutkiel-  
 massa tarkasteltavissa tilanteissa on kuitenkin tyypillisesti niin, että sopimus- ja korvaus-  
 velkojen saatavat ovat euromäärältään huomattavasti vähäisempiä kuin rahoitusvelkojen  
 saatavat, eikä niillä siten ei ole käytännössä merkitystä sopimussaneerauksen toteuttamisel-

<sup>104</sup> *Hupli* 2004 s. 406–407.

<sup>105</sup> *Ibid.* s. 3.

<sup>106</sup> *Ibid.* s. 408.

<sup>107</sup> Finkelstein Yale L. J. 1993 s. 2221–2222.

le, ellei tällainen velkoja käytä oikeuttaan hakea yleistäytäntöönpanoa. Siinäkin tilanteessa rahoitusvelkojat voivat estää konkurssin maksamalla velan tai sopimalla korvausvelkojan kanssa tämän saatavan turvaavasta vakuudesta (KL 2:4 2 k). Yrityssaneeraus voidaan yleensä estää jo yrityssaneerailain äänestysäännösten antaman kontrollin turvin (YSL 52 §).

*Hupli* perustelee kantaansa lisäksi maksukyvyttömyystilanteisiin liittyvillä julkisilla intresseillä, kuten työllisyyden turvaaminen ja edistäminen sekä veronsaajien edut.<sup>108</sup> Julkisen intressin läsnäoloa maksukyvyttömyystilanteessa ei voida kiistää, mutta rauhoitusaikalausekkeen sitovuuden voidaan katsoa myös palvelevan julkisia intressejä. Esimerkkinä voidaan mainita onnistuneen saneerauksen työllisyyttä edistävät vaikutukset. Oma erillinen kysymyksensä on sen sijaan julkisten intressitahojen kompetenssi osallistua sopimusperusteisiin järjestelyihin. Tosin tarkastelun kohteena olevissa järjestelyissä julkisoikeudelliset velkojat eivät yleensä ole merkittävässä roolissa.

*Mika Lehtimäki* on artikkelissaan kritisoinut *Huplin* esittämää tulkintaa. Hänen mukaansa "ajallisesti rajattua yksittäisen velkojan luopumista vedota kollektiivisen insolvenssin aloittamisperusteeseen ei tulisi kuitenkaan rajoittaa tällä tavalla"<sup>109</sup>. Onhan jo roomalaisessa oikeudessa tunnustettu periaate, jonka mukaan "jokainen voi luopua lain yksin hänen hyväkseen suomasta oikeudesta"<sup>110</sup>. *Lehtimäki* muistuttaa, että rauhoitusaika sitoo tavallisesti vain tiettyjä, siihen sitoutuneita velkojia, eikä välttämättä edes velallista<sup>111</sup>. Edelleen hän viittaa rahoitusmarkkinoiden markkinakäytäntöihin ja katsoo, että kysymystä on arvioitava tämä viitekehys huomioiden. Tästä näkökulmasta velkojan täytäntöönpanointressi saa hie- man eri painotuksen kuin *Huplilla*.

*Lehtimäen* keskeinen argumentti näyttää olevan se, että velkojien täytäntöönpanointressi tulee parhaiten huomioiduksi juuri silloin, kun velkojilla on sopimusvapauden turvin joustavat ja aidot mahdollisuudet sopia vapaaehtoisesta saneerauksesta myös siinä tapauksessa, että velallisyritys on legaalisesti maksukyvytön. Kun sopimussaneerausta ohjaavien rahoitusvelkojien voidaan olettaa pystyvän rationaaliseen päätöksentekoon, eli valitsemaan velallisyhtiön elinkelpoisuuden mukaan tarkoituksenmukainen menettely tervehdyttämisen ja likvidaation välillä, samalla suojataan myös *Huplin* korostamaa julkista intressiä.

---

<sup>108</sup> *Hupli* 2004 s. 407.

<sup>109</sup> *Lehtimäki* LM 2010 luku 5.1.

<sup>110</sup> *Ibid.*

<sup>111</sup> *Ibid.*

Oikeuspoliittisesti voitaisiin argumentoida, että yleistäytäntöönpanon estävä ennakkollinen sopiminen on omiaan viivästyttämään insolvenssimenettelyn alkamista, eikä se siten palvele insolvenssipolitiikan keskeistä tavoitetta turvata riittävän aikainen hakeutuminen menettelyyn. Toisaalta legaalimenettelyt estävä rauhoitusaika ohjaa velkojien resurssit tehokkaasti vapaaehtoisen saneeraussopimuksen aikaansaamiseen ja palvelee siten muita insolvenssipolitiikan keskeisiä tavoitteita.<sup>112</sup> Tästä syystä rauhoitusaikalausekkeen sitovuuden varmistamiseksi rauhoitusaika tulisi pitää mahdollisimman lyhyenä.

Edellä esitetyn perusteella päädytään siihen, että *Lehtimäen* kanta on tässä tarkasteltavien järjestelyjen osalta perustellumpi. Tässä katsotaan, ettei velkojien täytäntöönpanointressin tai legaalimenettelyihin liittyvän julkisen intressin tulisi estää lyhyeksi määräajaksi *ex ante* sovitun rauhoitusaikalausekkeen sitovuutta edes maksukyvyttömyysperusteella. Näin ollen ei ole myöskään perusteltua rajoittaa *ex post* tehtävän rauhoitusaikasopimuksen sitovuutta.

#### **4.4.3 Rauhoitusajan varmistaminen siirtämällä eräpäivää**

Yleistäytäntöönpanosta luopumisen sitovuuteen liittyvältä epävarmuudelta voidaan joissain eurooppalaisissa oikeusjärjestyksissä välttyä pelkästään siirtämällä luoton erääntymistä. Esimerkiksi Luxembourgin lainsäädännön mukaan legaalimenettelyä voi hakea ainoastaan velkoja, jonka saatava on selvä ja *erääntynyt*<sup>113</sup>. Suomen oikeudessa konkurssin hakeminen ei edellytä velkojan saatavalta erääntyneisyyttä<sup>114</sup>. Näin ollen maksuehtojen uudelleen sopiminen ei itsessään korvaa rauhoitusaikalausekkeella tavoiteltua tilaa.

*Koulu* on kuitenkin katsonut, että jos velalliselle annettu maksuaika on osa laajempaa luottojärjestelyä, niin tulkinta luultavasti muuttuu. Hän toteaa, että "jos velallisyritys esimerkiksi sopii maksuajan lisäksi päävelkojansa kanssa liiketoimintansa uudelleen suuntaamisesta tai sen osittaisesta myymisestä, on keinotekoista väittää, että velkojalla on kaikesta huolimatta oikeus milloin tahansa hakea velallista konkurssiin".<sup>115</sup> Tällaisesta tilanteesta on nimenomaan kysymys vapaaehtoisessa saneerauksessa, joten näissä tapauksissa maksuajasta sopimisella saatetaan päästä tavoiteltuun lopputulokseen. Edelleen on kuitenkin epäselvää, mikä merkitys velallisen taloudellisissa olosuhteissa tapahtuneella muutoksella on luopumisilmaisun sitovuuteen. *Koulu* katsoo, että hakijavelkoja voisi tällöin kuitenkin ve-

<sup>112</sup> Hupli 2004 s. 405.

<sup>113</sup> Nicolas 2009 s. 14.

<sup>114</sup> HE 26/2003 s. 37.

<sup>115</sup> Koulu ym. 2009 osa II luku 3 (päivitetty 4.8.2009).

dota esimerkiksi velallisen äkillisesti heikentyneeseen taloudelliseen tilanteeseen<sup>116</sup>. Erään-  
tyneisyyden merkitykseen liittyvän epävarmuuden vuoksi maksuajan pidentämistä ei voida  
pitää yksin riittävänä keinona rauhoitustilan turvaamiseksi neuvottelujen ajaksi.

---

<sup>116</sup> Koulu ym. 2009 osa II luku 3 (päivitetty 4.8.2009).



## 5 OSAKKEENOMISTAJAN JA VÄHEMMISTÖVELKOJAN NEUVOTTELUVALTA

### 5.1 Maksunsaantijärjestys ja neuvotteluasemat

Vapaaehtoiseen saneeraukseen osallistuvan etutahon vaikutusmahdollisuudet ovat lähtökohtaisesti sitä heikkommat, mitä alempana tämä on maksunsaantijärjestyksessä. Tämä johtuu siitä, että kriisitilanteissa kyse on lähes aina taloudellisen alijäämän jakamisesta.<sup>117</sup> Eihän sellaisilla tahoilla, joiden sijoitus on arvoton, tulisi olla lainkaan intressiä yhtiön saneerauksessa. Tämä lähtökohta pitää varsin hyvin paikkansa velkojien kohdalla, mutta osakkeenomistajiin se ei sellaisenaan sovellu. Vaikka osakkeenomistajien asema etusijajärjestyksessä on viimeinen, heillä on käytännössä hyvät mahdollisuudet vaikuttaa saneerauksen kulkuun ja sisältöön.

### 5.2 Osakkeenomistajien neuvotteluvalta

#### 5.2.1 *Tosiasiallinen kontrolli*

Velallisyhtiön keinot estää velkoja-aloitteisen saneerauksen toteuttaminen tai vaikeuttaa siihen tähtäävää prosessia, voidaan jakaa tosiasiallisiin ja oikeudellisiin painostuskeinoihin. Tosiasiallisista painostuskeinoista voidaan puhua silloin, kun käytettävät keinot perustuvat velallisyhtiön osakkeenomistajien tai johdon ammattitaidon ja yritystä koskevien tietojen hyödyntämiseen tai hyödyntämättä jättämiseen. Tässä omaksutun näkökulman kannalta merkityksellisempi on kuitenkin osakkeenomistajien käytössä oleva oikeudellinen keinovalikoima.

Velallisyhtiön johto on yleensä se taho, jolla on paras tieto yhtiön tilasta ja siihen vaikuttavista tekijöistä. Siksi johdon panos oikeiden tervehdyttämiskeinojen valinnassa on tärkeä. Kun johdon tehtävänä ainakin teoriassa on ajaa osakkeenomistajan etua, niin osakkeenomistajien hyväksyntä on usein edellytys johdon sitoutumiselle neuvotteluprosessiin. Jos velallisyhtiön toimiva johto jatkaa tehtävissään neuvottelujen ajan ja/tai saneeraussopimuksen tekemisen jälkeen, sen sitoutuminen sovittuihin menettelyihin on edellytys saneerauksen onnistumiselle. Siten onnistunut sopimussaneeraus vaatii käytännössä osakkeenomistajien enemmistön tuen.

---

<sup>117</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 1.

Velallisen ja velkojan välistä yhteistyötä voi vaikeuttaa myös velallisyhtiön omistajien ja johdon vääristynyt suhtautuminen taloudellisiin riskeihin. Oikeuskirjallisuudessa on tässä yhteydessä puhuttu *ekspansiivisen riskinoton teoriasta*. Tällä tarkoitetaan velallisyhtiön omistajien (ja johdon) uhkapeliä muistuttavaa suhtautumista saneerausmenettelyyn, kun he huomaavat taloudellisen ahdingon syvenevän, eikä heillä sijoituksensa viimesijaisuuden johdosta ole siten enää mitään hävittävää. Tämä asetelma kannustaa heitä ylisuurten riskien ottamiseen tai välinpitämättömyyteen, mikä saattaa samalla vaarantaa muiden, parempisijaisten intressitahojen edut.<sup>118</sup> Ottamatta kantaa teorian paikkansapitävyyteen voidaan todeta, että velallisyhtiön tämänsuuntainen asennoituminen voi olennaisesti vaikeuttaa vapaaehtoisen saneerauksen onnistumista.

### 5.2.2 Oikeudelliset painostuskeinot

Osakkeenomistajien oikeudelliset mahdollisuudet vaikuttaa vapaaehtoisen saneerauksen kulkuun liittyvät insolvenssioikeudellisten ja yhtiöoikeudellisten toimenpiteiden toteuttamiseen. Velkojien etuoikeutettu maksunsaantiasema suhteessa osakkeenomistajiin luo velkojille niin sanotun *formaalisen kontrollioikeuden*. Velallisen laiminlyödessä luottosopimuksen mukaisen velvollisuutensa velkojat voivat turvautua valtiiovallan tarjoamaan täytäntöönpanojärjestelmään, minkä seurauksena velallinen joutuu luopumaan määräysvallastaan velkojan tai velkojakollektiivin hyväksi. Esimerkiksi konkurssimenettelyssä velallinen menettää määräysvallansa kokonaan pesähoitajalle ja velkojakollektiiville.<sup>119</sup>

Rahoitusvelkojat pyrkivät lisäksi usein turvaamaan asemansa rahoitussopimukseen otetuilla kontrolli- ja toimintakovenanteilla<sup>120</sup>. Kontrollikovenantti voi esimerkiksi edellyttää velkojan ennakkollista suostumusta tiettyihin oikeustoimiin tai se voi antaa velkojalle oikeuden nimittää hallituksen jäseniä<sup>121</sup>. Toimintakovenantilla tarkoitetaan esimerkiksi sellaisia ehtoja, jotka velvoittavat osakkeenomistajaa käyttämään hallinnoimisoikeuksiaan ennalta sovitulla tavalla<sup>122</sup>. Jälkimmäisessä tapauksessa sopimus on luonnollisesti tehtävä velkojan ja osakkeenomistajan välillä.

Rahoitusvelkojien kontrolli ja neuvotteluvoima suhteessa yrityksen omistajiin perustuu siis rahoitussopimusten kovenanteille ja maksukyvyttömyysmenettelyn uhkaan. Myös velal-

<sup>118</sup> Hupli 2004 s. 115–116.

<sup>119</sup> Villa 2003 s. 59.

<sup>120</sup> Kovenantin määritelmistä ks. Villa 2003 s. 144–145.

<sup>121</sup> Villa 2003 s. 150.

<sup>122</sup> Ibid. s. 101.

lisyrittäminen voi tehdä konkurssihakemuksen tai hakea legaalisanerausta. Konkurssi ei osakkeenomistajien residuaaliaseman johdosta ole houkutteleva vaihtoehto, mutta legaalisanerauksessa heillä on mahdollisuus säilyttää ainakin periaatteessa määräysvaltansa, saada hyväkseen mittavia velkapääoman leikkauksia ja ohjelman toteuttamisen jälkeen päästä jälleen nauttimaan yhtiön tuotoista – parhaimmillaan menettäen vain joidenkin vuosien osinkotulot. Velallinen voi käyttää legaalisanerausta myös suojautuakseen velkojien vaatimuksilta. Jos velallisella ei ole tarkoitusta jatkaa liiketoimintaansa, vaan ainoastaan hyötyä perintärajoituksesta, niin kyse on insolvenssimenettelyn väärinkäyttämisestä. Näissä tapauksissa velkojia suojaa YSL 7.1 § 4-kohdan esteperuste, jonka mukaan saneerausmenettelyä ei voida aloittaa, jos on perusteltua syytä olettaa, että hakemuksen pääasiallisena tarkoituksena on velkojan perintätoimien estäminen tai muu velkojan taikka velallisen oikeuden loukkaaminen. Esteperusteen soveltaminen edellyttää selvitystä velallisen vilpillistä tarkoitusta ilmentävästä toiminnasta hakemusta edeltäneeltä ajalta.<sup>123</sup>

Velallisyhtiö voi lisäksi turvautua neuvotteluissa saneerausohjelman vahvistamisen esteperusteeseen, jonka mukaan ohjelmaehdotus on jätettävä vahvistamatta, jos ohjelman sisältö loukkaa velallisen, velallisyrittäjän yhtiömiehen tai osakkeenomistajan taikka sivullisen oikeutta tai oikeutettua etua taikka on tämän kannalta kohtuuton (YSL 50.2 § 1 k ja 53.1 § 1 k). Esteperusteen yleisen luonteen takia sen antaman suojan merkitys on velalliselle suurempi kuin velkojille – velkojilla on nimittäin käytössään lisäksi konkurssivertailu ja lievimmän keinon periaate<sup>124</sup>.

Osakkeenomistajan "oikeuden" tai "oikeutetun edun" loukkaamisella tarkoitetaan esitöiden mukaan ainakin sitä, ettei velallisyhtiön omaisuutta olisi sallittua käyttää alihintaisiin suorituksiin<sup>125</sup>. Kun velallisyhtiön velkojen konvertointi omaksi pääomaksi voidaan katsoa myös velan sijaissuorituksiksi, voisiko osakkeenomistaja vedota tällaiseen omistusasemansa heikkenemiseen esteperusteena? *Koulu* on katsonut, että tällainen kanta on torjuttava, sillä se rajaisi saneerauksessa käytettävät keinot entistä selvemmin vain lain tarkoittamiin velkajärjestelyihin. Tämä ei olisi saneerauksen tavoitteiden kannalta järkevää.<sup>126</sup>

---

<sup>123</sup> HE 152/2006 s. 16.

<sup>124</sup> Ks. vähemmistövelkojien painostuskeinoista seuraavassa luvussa 5.3.

<sup>125</sup> HE 182/1992 s. 51, 92; *Koulu* 1995 s. 270–271.

<sup>126</sup> *Koulu* 1995 s. 271.

Esteperusteen tarkoittamaa "kohtuuttomuutta" on esitöiden mukaan arvioitava kiinnittäen huomiota siihen, millaiseksi lopputulos olisi kuvitteellisessa konkurssissa muodostunut<sup>127</sup>. Tämä tekee velkojan ja osakkeenomistajan välisestä kohtuuttomuusarvioinnista yksinkertaista. Osakkeenomistaja menettää konkurssissa sijoituksensa kokonaisuudessaan, joten hän ei voi vedota järjestelyn kohtuuttomuuteen, jos hän sen tuloksena säilyttää edes osan omistuksestaan.<sup>128</sup>

Jos velkojat esittävät toteutettavaksi velkakonversiota, jonka tuloksena velallisyhtiön osakkeenomistajat menettävät omistuksensa osittain tai kokonaan velkojille, joudutaan punnitsemaan puheena olevaa esteperustetta (YSL 50.2 § 1 k ja 53.1 § 1 k) ja lievimmän riittävän keinon periaatetta keskenään ja arvioimaan, minkälainen riskinjako täyttää kummankin normin vaatimukset<sup>129</sup>. Kuten edellä on käynyt ilmi, osakkeenomistajan mahdollisuudet vedota esteperusteeseen legaalisaneerauksessa velkakonversion torjumiseksi ovat heikot. Tämän painostuskeinon rajalliset käyttömahdollisuudet legaalisaneerauksessa heijastuvat suoraan osapuolten neuvotteluasemiin vapaaehtoisessa saneerauksessa.

Ellei rahoitussopimuksessa ole sovittu velkakonversion mahdollisuudesta, velkojilla ei luonnollisestikaan ole oikeutta vaatia osakkeenomistajia luudentamaan omistustaan taikka luopumaan siitä kokonaan. Tavallisesti velan konvertointi oman pääoman ehtoiseksi sijoitukseksi vaatii siis sopimusta ja yhtiöoikeudellisia toimenpiteitä. Kuten edellä luvussa 3.4 on todettu, suunnattu osakeanti edellyttää yhtiökokouksessa määränemistöpäätöstä. Siten järjestelyn tueksi on saatava kaksi kolmasosaa osakkeenomistajista, jotta velkaa voidaan muuntaa osakkeiksi.

## 5.3 Vähemmistövelkojan neuvotteluvalta

### 5.3.1 Saneerausohjelman vahvistamisen lähtökohdat

Kuten edellä on todettu, velkojien neuvotteluvalta vapaaehtoisessa saneerauksessa perustuu pohjimmiltaan maksunsaantijärjestykseen. Velkojien keskinäinen etusijajärjestys määritetään lainsäädännön, rahoitussopimusten ja luotonantajien välisten, niin sanottujen *inter creditor -sopimusten*<sup>130</sup> perusteella.<sup>131</sup> Käytännössä saneerausopimuksen aikaansaaminen

<sup>127</sup> HE 182/1992 s. 93.

<sup>128</sup> Koulu 1995 s. 272–273.

<sup>129</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 5.3.

<sup>130</sup> Mähönen – Villa 2006b s. 23.

<sup>131</sup> Lehtimäki LM 2010 luku 5.3.

edellyttää yrityssaneerauslain mukaisten vahvistamisedellytysten täyttymistä, koska muussa tapauksessa sopimusta kannattavilla velkojilla ei ole riittävää neuvotteluvoimaa sopimuksen aikaansaamiseksi. Vähemmistöön jäävien velkojien on lisäksi päästävä vähintään samaan asemaan kuin legaalimenettelyssä, sillä muuten rationaalisesti toimiva velkoja pyrkii toteuttamaan oikeutensa legaalimenettelyssä. Tästä syystä neuvotteluasemien hahmottamiseksi on tarpeen tarkastella lain asettamia vaatimuksia saneerausohjelman vahvistamiselle sekä velallisyhtiön ja vähemmistövelkojien suojautumiskeinoja näissä vahvistamistilanteissa. Vaihtoehtoisia vahvistamismenettelyjä on yrityssaneerauslaissa neljä: *yksimielinen vahvistaminen* (YSL 50 §), *enemmistövahvistaminen* (YSL 51 ja 52 §), *pakkovahvistaminen* (YSL 54 §) ja *nopeutettu vahvistaminen* (YSL 92 §)<sup>132</sup>.

Velallisen ja vähemmistövelkojan tärkein suojautumiskeino on vahvistamisen esteeseen vetoaminen. Esteperusteista keskeisimpiä ovat seuraavassa käsiteltävät konkurssivertailu sekä lievimmän riittävän keinon periaate. Myös velkojien keskinäistä yhdenvertaisuutta koskevilla säännöksillä on merkitystä esteiden tulkinnan kannalta.<sup>133</sup>

### 5.3.2 Konkursсивertailu

Yrityssaneerauslain 53 §:ssä on säädetty saneerausohjelman vahvistamisen esteistä. Pykälän 1 momentin 5 kohdan mukaan ohjelmaehdotusta ei voida vahvistaa, jos sitä vastaan äänestänyt muu velkoja kuin vakuusvelkoja saattaa todennäköiseksi, että hänelle ohjelman mukaan tuleva suoritus olisi arvoltaan pienempi kuin mitä hän saisi velallisen konkurssissa. Näin ollen jokainen vakuudeton saneerausvelkoja, joka joutuu saneerausohjelman mukaan heikompaan asemaan kuin hypoteettisessa konkurssissa, voi estää ohjelmaehdotuksen vahvistamisen. Todistustaakka on väitteen esittävällä velkojalla. Konkursсивertailu ei kuitenkaan tarkoita, että saneerausohjelman mukaisen suorituksen tulisi olla paras, mihin velallinen absoluuttisesti kykenisi<sup>134</sup>.

Konkursсивertailu on pidettävä erillään *ehdottoman etuoikeuden periaatteesta*. Tämän periaatteen mukaan paremmassa etuoikeusasemassa olevien velkojien on saatava täysi suoritus ennen kuin huonommassa asemassa oleville velkojille voidaan tehdä mitään suorituksia. Ehdottoman etuoikeuden periaate vaikuttaa velkojaryhmien keskinäisessä suhteessa pakkovahvistamistilanteessa, kun taas konkurssivertailun tarkoitus on suojata yksittäistä velkojaa kaikissa vahvistamistilanteissa.<sup>135</sup> Näin ollen velkoja ei voi muussa kuin pakkovahvistamistilanteessa vedota siihen, että häntä huonompisijaiselle velkojalle luvataan suorituksia, vaikka hän ei saa ohjelmassa täyttä suoritusta. Tämä on loogista, koska saneerausohjelma tuottaa oletettavasti lisäarvoa konkurssiin nähden. Tätä lisäarvoa voidaan velkojaryhmien

<sup>132</sup> Ks. saneerausohjelman vahvistamismenettelyistä luku 4.3 edellä.

<sup>133</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>134</sup> Hupli 2004 s. 299.

<sup>135</sup> Ibid. 299–300.

enemmistöjen tuella jakaa myös huonompisijaisille velkojille, vaikka parempisijaiset velkojat eivät ohjelman mukaan saisikaan täyttä suoritusta.<sup>136</sup>

*Huplin* mukaan konkurssivertailun tarkoituksena on nimenomaan suojata vähemmistövelkojaa. Tämä esteperuste suojaa yksittäistä velkojaa saatavan määrästä ja velkojaryhmän enemmistön kannasta riippumatta. Este on käsillä aina, jos velkoja pystyy näyttämään, että hypoteettinen konkurssi toisi hänelle edes hieman paremman suorituksen kuin ohjelmaehdotus. Yksittäisen velkojan suoja vaikuttaa siten varsin laajalta. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty esteperusteen tulkinnasta erilaisia näkemyksiä ja myös korkein oikeus on linjannut tulkintaa ratkaisussa KKO 2003:120<sup>137</sup>. Seuraavassa käsitellään kirjallisuudessa esillä olleita näkemyksiä tulkinnan laajuudesta, ja jäljempänä alaluvussa 5.3.4 tarkastellaan esteperusteen tulkintaa lievimmän riittävän keinon periaatteen soveltamisen yhteydessä.

*Huplin* mukaan konkurssivertailu antaa vähemmistövelkojalle "varsin tehokasta suojaa". Merkillä pantavaa hänen mukaansa on, että esteperuste on velkojan käytössä täysin riippumatta velkojaryhmän enemmistön kannasta sekä vastustavan velkojan saatavan tai vertailutulosten erotuksen suuruudesta. Hän epäilee, että suojan taso on viety jopa niin pitkälle, että se saattaa altistaa väärinkäytöksille ja vaarantaa menettelyn kollektiivisen luonteen.<sup>138</sup> Vastakkain ovat tällöin yksittäisen velkojan aseman (vähäinen) huonontuminen ja kaikkia velallisyhtiön sidosryhmiä koskevan kokonaisjärjestelyn kaatuminen<sup>139</sup>.

*Hupli* katsoo kuitenkin, että oikeusjärjestyksessämme ei ole käytännössä muita takeita sille, että yksittäinen velkoja pääsisi vaikuttamaan ohjelmaehdotuksen sisältöön. Näin ollen konkurssivertailua voidaan hänen mielestään pitää perusteltuna. Lain tarkoituksen mukaisesti on suojata vähemmistövelkojan motiivia vertailuargumentin turvin, vaikuttaa ohjelmaehdotuksen sisältöön ennakkollisesti ja toisaalta valvoa oikeuksiensa toteutumista vastustamalla ehdotuksen vahvistamista.<sup>140</sup> Kaikkein tulkinnanvaraisimmat, marginaaliset erot konkurssivertailun tuloksissa eivät välttämättä käytännössä aiheuta ongelmia, sillä ohjelmaa kannattaneet velkojat voivat aina halutessaan maksaa erotuksen konkurssivertailuun vedonneelle vähemmistövelkojalle<sup>141</sup>.

<sup>136</sup> Hupli 2004 s. 323–324.

<sup>137</sup> Ks. luku 5.3.4 jäljempänä.

<sup>138</sup> Hupli 2004 s. 300.

<sup>139</sup> Koulu 1995 s. 290. Viitatussa teoksessa Koulu käyttää konkurssivertailun sijaan termiä *menettelyvertailu*, jonka ymmärretään nykyään tarkoittavan konkurssi- ja saneerausmenettelyjen vertailua yleisemmällä tasolla, vaikka menettelyä ei olisi vielä edes aloitettu. Käsitteiden erottelusta tarkemmin Hupli 2004 s. 292.

<sup>140</sup> Hupli 2004 s. 301.

<sup>141</sup> Ibid. s. 302.

Käytäntö on osoittanut, että konkurssivertailun antama suoja ei ole niin laaja kuin ensisilmäyksellä vaikuttaisi. Ensinnäkään se ei ole esteperusteena kovin yleinen. *Koulu* epäilee tämän johtuvan siihen liittyvistä näyttövaikeuksista. Yksittäisen velkojan voi olla mahdollista näyttää, että konkurssi olisi ollut hänen kannaltaan saneerausta edullisempi vaihtoehto. Näin siitäkkin huolimatta, että ohjelmaehdotuksessa on annettava arvio tavallisten velkojien jako-osuuksista fiktiivisessä konkurssissa (YSL 42.2 §). Vertailuarviot laaditaan yleensä huutokaupan likvidaatioarvoon, joten ohjelmaehdotuksen laatijalle ei yleensä tuota ongelmia osoittaa laskelmillaan saneerauksen olevan tavallisille velkojille edullisempi vaihtoehto.<sup>142</sup>

Edellä todetun valossa konkurssivertailu ei näytä tarjoavan vähemmistövelkojalle erityisen tehokkaita keinoja vaikuttaa rahoitusvelkojien neuvotteleman saneerausohjelman tai -sopimuksen sisältöön. Vaikka velkoja ei voi konkurssivertailuun vetoamalla vaatia itselleen parempaa suoritusta, vaan parhaimmillaan ainoastaan torjua ohjelman vahvistamisen, niin velkoja voi yrittää käyttää sitä neuvotteluargumenttina paremman suorituksen saamiseksi saneerauksessa.<sup>143</sup> Näin ollen konkurssivertailu luo vähemmistövelkojan neuvotteluasemalle perustan, jota lievimmän riittävän keinon periaate täydentää.

### 5.3.3 *Velkojien yhdenvertaisuus ja lievimmän riittävän keinon periaate*

Yrityssaneerauslaissa mainitaan vahvistamisen esteenä myös se, (i) että ohjelmaan sisältyvät velkajärjestelyt poikkeavat lain sallimista velkajärjestelykeinoista tai (ii) että ne eivät täytä vaatimusta velkojien yhdenvertaisuudesta (YSL 53 § 3 k). Kyseisessä säännöksessä viitataan velkajärjestelyjen osalta lain 44 §:ään, jossa säädetään velkajärjestelyn keinoista. Esteperusteen tulkinnan kannalta erityisen tärkeä on sanotun pykälän 3 momentti, jonka mukaan velkajärjestelyt eivät saa olla tarpeettoman ankaria saneerauksen tarkoitukseen nähden. Yhdenvertaisuuden osalta säännöksessä viitataan lain 46 §:ään, jossa on säädetty velkojien keskinäisestä yhdenvertaisuudesta.

Velkajärjestelykeinoja koskevan 44.2 §:n mukaan "velkajärjestelyssä ei saa käyttää keinoa, joka rajoittaa velkojan oikeutta enemmän kuin on tarpeellista saneerausohjelman tarkoituksen toteuttamiseksi ja tässä laissa säädettyjen, velkojien keskinäistä asemaa koskevien vaatimusten täyttämiseksi". Tämä säännös konkretisoi *lievimmän riittävän keinon periaate*

<sup>142</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>143</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

*teen*<sup>144</sup>, johon vetoamalla velkoja voi vaatia saneerausohjelman vahvistamista jättämistä. Periaatteen ydinsisältönä on se, ettei velkajärjestely saa olla velkojan kannalta ankarampi kuin on tarpeen velallisyhtyrityksen toiminnan tervehdyttämiseksi. Tästä syystä oikeuskirjallisuudessa puhutaan samassa yhteydessä joskus *velkajärjestelyn liiallisuudesta*<sup>145</sup>. Lievimmän riittävän keinon periaatteen tulkintaan liiallisen velkajärjestelyn osalta ja sen käytännön merkitykseen vähemmistövelkojan neuvotteluaseman kannalta paneudutaan tarkemmin seuraavassa alaluvussa.

Velkojen keskinäisen yhdenvertaisuuden vaatimuksesta säädetään yrityssaneerailain 46 §:ssä, jonka mukaan samassa asemassa olevia velkojia on kohdeltava velkajärjestelyssä yhdenvertaisesti. Säännöksen tarkoittama yhdenvertaisuus on nimenomaan velkojaryhmäkohtaista yhdenvertaisuutta, joka merkitsee ennen kaikkea saman ryhmän velkojen oikeutta suhteellisesti samansuuruisiin jako-osuuksiin.<sup>146</sup> Kirjallisuudessa on katsottu, ettei vaatimus aseta ehdotonta estettä maksuaikojen porrastamiselle eri velkojen välillä. Tällöin suoritusten samanarvoisuus on kuitenkin turvattava korkokompensaatiolla.<sup>147</sup>

*Koulun* mukaan yhdenvertaisuuden vaatimus korostuu pakkovahvistamisessa, jolloin sen sisältöä on arvioitava ankarammin kuin enemmistövahvistamisessa. Siksi hän katsoo, että pakkovahvistamisessa yhdenvertaisuuden tulisi olla muodollista, kun muissa tilanteissa riittäisi, ettei yhdenvertaisuudesta poikettaisi "ilman rationaalista perustetta (ainakaan olennaisesti)".<sup>148</sup> On myös huomattava, että laki suojaaa yksittäistä velkojaa velkojaryhmien väliseltä eriarvoiselta kohtelulta vain pakkovahvistamistilanteessa (54 § 5 k). Normaalissa vahvistamisessa suoja ei ole tarpeen, koska velkojaryhmän enemmistöllä on mahdollisuus estää epäedullisen ohjelman vahvistaminen.<sup>149</sup>

Yhdenvertaisuuden vaatimuksen loukkaamiseen on mahdollista vedota esimerkiksi silloin, kun sijaissuoritusta käytetään yksittäisen velkojaryhmän edustajan kohdalla ilman tämän suostumusta (YSL 44.2 2 k). Tämä tarkoittaa, ettei velkojaa voida pakottaa esimerkiksi merkitsemään velallisyhtiön osakkeita sijaissuorituksena. Tässä yhteydessä myös sijaissuo-

<sup>144</sup> Huplin mukaan lievimmän riittävän keinon periaatteesta olisi tarkoituksenmukaisempaa puhua periaatteen sijaan *sääntönä*, sillä sen soveltamiseen ei liity oikeusperiaatteille ominaista suhteellista sitovuutta, joka saattaa paikoin jopa syrjäytyä kokonaan (Hupli 2003 s. 500–506).

<sup>145</sup> Koulun ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>146</sup> Koskelo 1994 s. 279. Velkojaryhmien välinen erilainen kohtelu on sen sijaan perusteltua, ja pakkovahvistamisessa laki jopa edellyttää sitä (YSL 54.1 § 5 k). Ks. ehdottoman etuoikeuden periaatteesta luku 5.3.2 edellä.

<sup>147</sup> Koskelo 1994 s. 279; Koulun 1995 s. 285.

<sup>148</sup> Koulun 1995 s. 282–283.

<sup>149</sup> *Ibid.* s. 285.



rituksen arvon määrittäminen voi muodostua ongelmaksi, sillä suorituksen on täytettävä konkurssivertailun osoittama vähimmäistaso.<sup>150</sup>

Velkoja voi vedota yhdenvertaisuuden loukkaukseen myös silloin, kun velkojan koko saatava maksetaan kertasuorituksena tähän tarkoitukseen otetulla uudella luotolla (YSL 44.2 1 k). Näin velallinen voi päästä eroon epäedullisesta luotosta korvaamalla sen suotuisimmat maksuehdot sisältävällä uudella luotolla. Tällaisen väitteen menestymismahdollisuudet ovat kuitenkin olennaisesti heikommät kuin sijaisuurituksen kohdalla, koska kertasuoritukselle ei ole laissa asetettu kohtuullisuuden edellytystä, eikä muitakaan erityisiä edellytyksiä. *Koulu* pitää mahdollisena hyväksyä absoluuttisesta yhdenvertaisuudesta poikkeamisen silloin, kun kertakorvauksena maksettava luotto on korkokannaltaan poikkeuksellisen korkea tai esimerkiksi valuuttamääräinen.<sup>151</sup>

Yhdenvertaisuudesta on sallittua poiketa tietyissä tilanteissa. Yrityssaneerauslain antamaa mahdollisuutta vähäisten velkojen täyteen maksuun jo suunnitteluvaiheessa (YSL 18.2 § 4 k ja 46.2 §) saattaa olla järkevää käyttää menettelyn keventämiseksi ja nopeuttamiseksi<sup>152</sup>. Vähäisen velan täysimääräinen suorittaminen ei edellytä velkojan suostumusta.

#### 5.3.4 KKO 2003:120

Ratkaisussaan 2003:120 korkein oikeus konkretisoi lievimmän riittävän keinon periaatteen sisältöä ja sen suhdetta konkurssivertailuun. Ratkaisussa todetaan, että lievimmän keinon periaatteen rikkominen on konkurssivertailuun nähden erillinen ja itsenäinen esteperuste. Korkeimman oikeuden mukaan konkurssivertailun tuloksen edullisuus velkojan kannalta on "välttämätön, muttei riittävä edellytys sille, että ohjelmaehdotus voidaan vahvistaa velkojan vastustuksesta huolimatta".<sup>153</sup>

"Selvittäjän esittämän vertailulaskelman mukaan ehdotetulla saneerausohjelmalla kertyi tavallisten velkojen velkojille suurempi suoritus kuin mitä olisi tullut velallisyhtiön konkurssissa. Korkeimman oikeuden tuomiosta ilmenevillä perusteilla katsottiin, että tavallisten velkojen pääoman alentamiselle rakentuva ohjelmaehdotus oli selvästi epätasapainoinen tarkasteltaessa tavallisten velkojien asemaa suhteessa velallisyhtiön omistajien asemaan ja asianmukaiseen riskinjakoon näiden tahojen kesken. Ohjelman vahvistamiselle oli este yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n 3 momentin nojalla."<sup>154</sup>

<sup>150</sup> Koskelo 1994 s. 278; Koulu 1995 s. 285–286.

<sup>151</sup> Koskelo 1994 s. 277–278; Koulu 1995 s. 286.

<sup>152</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 6 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>153</sup> KKO 2003:120.

<sup>154</sup> Ibid.

Korkeimman oikeuden mukaan se seikka, että velkoja saa saneerausohjelmassa paremman suorituksen kuin kuvitellussa konkurssissa ei vielä tarkoita, että saneerausohjelma olisi velkojan kannalta hyväksyttävä. Perinteisesti on ajateltu, että jos velkoja saa legaalisanee- rauksessa paremman suorituksen kuin kuvitteellisessa konkurssissa, niin lopputulos on hyväksyttävä riippumatta siitä, miten tappio jakaantuu velkojan ja velallisen välillä.<sup>155</sup> Velkoja saattaa tällöin joutua alaskirjaamaan 60 tai jopa 100 prosenttia saatavastaan, kun osakkeenomistaja parhaassa tapauksessa menettää vain joidenkin vuosien osinkotulot, mutta säilyttää mahdollisesti täyden omistuksen ja siten oikeuden yrityksen tuottoon tulevaisuudessa. Kun tätä osakkeenomistajan asemaa verrataan hänen konkurssissa saamaansa asemaan, niin havaitaan menettelyjen välinen epäjohtonmukaisuus. Konkurssissa riski sijoitetun osakepääoman menettämisestä aktualisoituu, ja samalla aktualisoituu velkojan, ainakin lähtökohtaisesti pienempi luottotappioriski. Legaalisanee- rauksessa velkojan aseman tulee olla vain minimaalisesti kuvitteellista konkurssia parempi (konkurssivertailu), mutta osakkeenomistaja tavallisesti säilyttää koko sijoituksensa sekä täyden oikeuden yrityksen tuottoon ohjelman täyttämisen jälkeiseltä ajalta.

Tapauksessa 2003:120 korkein oikeus katsoi, ettei yrityssaneerain velkajärjestelyjä painottavia säännöksiä tule ymmärtää siten, että saneeraus voisi rajoittua yksin velkojen kustannuksella toteutettaviin velkajärjestelyihin. Harkittavaksi tulisi ottaa myös "yrityksen omistussuhteita koskevat järjestelyt, kuten se, säilyttävätkö entiset omistajat asemansa ja millä ehdoin". Lievimmän riittävän keinon edellytysten täyttymistä arvioitaessa on konkurssivertailun ja velkojen keskinäisten suhteiden lisäksi otettava huomioon asianmukainen riskinjako velkojen ja velallisyrittäjien välillä.<sup>156</sup> Korkein oikeus on perusteluissa lisäksi viitannut lakivaliokunnan mietintöön (LaVM 15/1992 vp s. 6), jossa painotetaan lievimmän riittävän keinon periaatteen osalta sitä, "että velkaan olisi sovellettava aina sitä velkojan kannalta katsoen lievintä keinoa, joka on riittävä velallisen taloudellisen tilanteen korjaamiseen".

Kyseisen tapauksen erityispiirteenä oli, että saneerausohjelmaan liittyi yritysmuodon muutos henkilöyhtiöstä osakeyhtiöksi. Tämä järjestely edellytti pääomarakenteen korjaamista, joka ei saneerausohjelman mukaan edellyttänyt osakeyhtiön omistajiksi tulevilta yhtiömiehiltä lainkaan henkilökohtaista pääomapanosta. Näin yhtiömuodon muutos olisi tapahtunut yksin tavallisten velkojen kustannuksella. Korkein oikeus katsoi, ettei ohjelmaehdotuksen

---

<sup>155</sup> Vento 2010 s. 376.

<sup>156</sup> KKO 2003:120.

mukainen riskinjako omistajien ja velkojien välillä ollut asianmukainen, ja piti ohjelmaehdotusta tässä mielessä "selvästi epätasapainoisena". *Harri Vento* katsoo korkeimman oikeuden perustelujen tarkoittavan tässä kohtaa sitä, että selvittäjän tulisi yhtiömuodon muutosta harkitessaan selvittää velallisyrittäjien aikaisempien omistajien mahdollisuudet osallistua uuden osakeyhtiön rahoittamiseen. Tällainen selvitys antaisi velkojille perusteita arvioida lievimmän riittävän keinon periaatteen toteutumista saneerausohjelmassa.<sup>157</sup>

Hovioikeus päätyi samassa asiassa eri ratkaisuun. Hovioikeus katsoi, etteivät ohjelmaehdotusta vastustaneet velkojat olleet osoittaneet, että heidän oikeuksiaan olisi rajoitettu enemmän kuin oli ollut tarpeen saneerausohjelman tarkoituksen toteuttamiseksi, kun otettiin huomioon se seikka, että saneeraus oli tavallisille velkojille edullisempi vaihtoehto kuin konkurssi. KKO 2003:120 -ratkaisun onkin oikeuskirjallisuudessa katsottu muuttavan sitä aiemmin vallinnutta tulkintalinjaa, jonka mukaan konkurssivertailun edullinen tulos velkojan kannalta olisi riittävä peruste ohjelman vahvistamiselle.<sup>158</sup>

Tulkintalinjan muutos näkyy selvästi, kun ratkaisua peilataan sitä edeltäneessä oikeuskirjallisuudessa esitettyihin näkemyksiin. *Koulu* on aikaisemmin katsonut lievimmän riittävän keinon periaatteen olevan "ohjelmaehdotuksen laatijalle suunnattu punnintanormi, joka kaiken lisäksi on heikosti sanktioitu". Tällä hän tarkoittaa, että periaatteen rikkomisen vetoavan velkojan voi olla mahdotonta näyttää, että velkajärjestely olisi ankaruudeltaan ylittänyt *tarpeellisuuden* rajan, kun velkajärjestelyn voidaan aina katsoa vähentävän yrityksen pääomakustannuksia sekä parantavan kannattavuutta ja siten olevan tarpeellinen saneerausohjelman tarkoituksen toteuttamiseksi. Tästä syystä *Koulu* on esittänyt tarpeellisuusarvioinnin kiristämistä lainsäädännössä. Ratkaisussa 2003:120 onkin määritetty arvioinnin sisältöä juuri tältä osin.

Korkein oikeus käyttää tapauksen perusteluissa argumentaatiota, joka näyttää tukeutuvan modernin insolvenssioikeuden<sup>159</sup> lisäksi modernin osakeyhtiöoikeuden<sup>160</sup> oppeihin ja erityisesti riskipositioperusteiseen lähestymistapaan<sup>161</sup>. Tämä lähestymistavan mukaan osakeyhtiön etutahoilla on oikeus luottaa siihen, että heidän suhteensa (sekä muiden yhtiön sidosryhmien suhde) yritysrisikkiin ja asema yhtiön toimintaympäristössä on selvitettävissä

<sup>157</sup> Vento 2010 s. 379.

<sup>158</sup> Ibid. s. 376.

<sup>159</sup> Koulu ym. 2009 osa I luku 1 (päivitetty 24.9.2009).

<sup>160</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 42–45.

<sup>161</sup> Ibid. s. 178–185.

kohtuullisin kustannuksin yhtiön tiedonantovelvollisuuksien perusteella saatavilla olevasta informaatiosta, ja että tämä asema ei olennaisesti muutu ilman, että kaikilla sidosryhmillä on mahdollisuus saada siitä tieto ja varautua riskipositionsa muuttumiseen.<sup>162</sup>

Ratkaisussa korkein oikeus otti tervetulleella tavalla kantaa velkojan ja osakkeenomistajan väliseen riskinjakoon yrityksen legaalisessa tervehdyttämismenettelyssä. Ratkaisussa etäännyttään vanhaksi käyneestä jäykästä erottelusta omistajan ja velkojan välillä ja lähenyttään sopimusverkkomallin mukaista stakeholder-ajattelua. Vaikka osakkeenomistajan ja velkojan sijoitusten ehdot saattavat erota toisistaan merkittävästi, kummankin tehtäväksi voidaan sopimusverkossa mieltää pääoman toimittaminen yhtiölle<sup>163</sup>. Tästä näkökulmasta sijoittajia tulisi kohdella keskenään taloudellisesti tasapuolisella tavalla suhteessa siihen riskipositioon, johon kukin sijoittaja on sitoutunut. Tämä lähestymistapa ei rajoitu vain osakkeenomistajan ja velkojan väliseen suhteeseen, vaan koskee yhtäläillä kaikkia yhtiön intressitahoja.

Myös *Hupli* on tapauskommentissaan kiinnittänyt huomiota korkeimman oikeuden "huomattavan moderniin argumentaatioon". Niin legaalisessa kuin vapaaehtoisessakin saneerausmenettelyssä on kyse yritykseen kohdistuvien vaatimusten kokonaisvaltaisesta uudelleenarvioinnista. Tämä edellyttää, että huomioon on otettava paitsi velallisyritystä oman tai vieraan pääoman ehdoin rahoittaneet tahot, myös yrityksen työntekijät, korvausvelkojat, alihankkijat ja muut liikekumppanit. Riskinjaon tulisi olla asianmukainen kaikkien näiden etutahojen kesken. *Huplin* mukaan ratkaisu korostaa oikealla tavalla lievimmän riittävän keinon periaatteen merkitystä velkojien oikeuksien turvaajana saneerausohjelman vahvistamisessa.<sup>164</sup>

*Koulu* korostaa tapauksen erityispiirteiden vaikutusta tapauksen lopputuloksen kannalta. Hän arvelee, että väite velkajärjestelyjen liiallisuudesta menestyy vain sellaisessa tilanteessa, jossa joukko institutionaalisia velkojia toimivat yhdessä ja esittävät väitteensä tueksi taloustieteellistä asiantuntijatodistelua, kuten puheena olevassa tapauksessa<sup>165</sup>. Koska tällaiset velkojat pystyvät tavallisesti pysäyttämään legaalisaneerauksen jo alkuvaiheessa, niin väitteen luontainen käyttöyhteys olisikin juuri tapauksen 2003:120 kaltaiset vähem-

<sup>162</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 180.

<sup>163</sup> Villa 2003 s. 57.

<sup>164</sup> *Hupli* 2003 s. 500–506.

<sup>165</sup> Koulun väitettä tukee myös se tapauksen erityispiirre, että velallisyritys oli hakemuksessaan ilmoittanut, että pitemmällä maksuohjelmalla se selviytyisi ohjelmasta ilman akordityyppisiä velkajärjestelyjä (*Koulu ym.* 2009 osa IV luku 6, päivitetty 14.8.2009).

mistön tuella tapahtuvat pakkovahvistamistilanteet (YSL 54 §).<sup>166</sup> *Koulun* argumentoinnin perusteella vaikuttaisi siltä, että hän katsoisi liiallisen velkajärjestelyn ja lievimmän riittävän keinon periaatteen suojaavan lähinnä velkojien enemmistöä vähemmistön yrityksiltä vahvistaa ohjelma YSL 54 §:n mukaisesti, mutta vähemmistön suojakeinona enemmistövahvistamista vastaan niihin ei välttämättä voisi tehokkaasti vedota. *Koulun* arvio on perusteltu, ja pitäessään paikkansa se heikentää olennaisesti vähemmistövelkojien neuvotteluasemaa myös sopimussaneeraustilanteissa.

*Vento* on pohtinut ratkaisussa annetun tulkintaohjeen laajempaa merkitystä ns. akordisaneerausten<sup>167</sup> sallittavuuden kannalta. *Vento* kysyy, onko korkeimman oikeuden toteamus siitä, ettei saneerauksen tulisi rajoittaa yksin velkojien kustannuksella toteutettaviin velkajärjestelyihin, ymmärrettävä akordisaneeraukset kieltäväksi tulkintaohjeeksi. Näin toteutettu saneeraus ei varmasti korjaisi yrityksen pitkän aikavälin kannattavuusongelmia, mutta laki ei sitä suoranaisesti kielläkään. *Vento* katsoo, ettei kyseiseen yksittäistapaukseen liittyvästä argumentoinnista ole syytä vetää niin pitkälle menevää johtopäätöstä, että akordisaneeraukset pitäisi sen perusteella katsoa kategorisesti kielletyiksi.<sup>168</sup>

*Lehtimäki* on tehnyt ratkaisun perusteella johtopäätöksiä velkojien neuvotteluasetelmista. Hän katsoo, että ratkaisu antaa ryhmässään enemmistövaltaa käyttävälle velkojalle vahvan neuvotteluargumentin sen vaatimiseksi, että osakkeenomistajat tekevät velallisyhtiöön uuden pääomasijoituksen tai luopuvat velkojien hyväksi osasta omistustaan. Neuvotteluvalta perustuisi siihen korkeimman oikeuden keskeisenä pitämään seikkaan, ettei saneerausohjelmassa edellytetty saneerausvelallisen pääomarakenteen korjaamiseksi vastuunalaisilta yhtiömiehiltä minkäänlaista rahoituspanosta, samalla kun velkojien saatavia leikattiin huomattavasti.

Korkeimman oikeuden ratkaisun perustelut tukevat ajatusta, jonka mukaan legaalisaneerauksen tarkoitus ei ole suojata yrityksen omistajien sijoitusta ja asemaa, vaan yrityksen liiketoimintaa ja siihen liittyviä arvoja. Osakkeenomistajien sijoitusta suojataan toki osana tätä kokonaisuutta, mutta yhtäläillä suojaa tulisi antaa velkojien asemalle. Saneerausohjelmassa tulisi siis ottaa kokonaisvaltaisesti kantaa velkojien ja osakkeenomistajien väliseen riskinjakoon, ja sen tarjoaman ratkaisun tulisi heijastaa sijoittajien alun perin hyväksymiä

<sup>166</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>167</sup> Akordisaneerauksella *Vento* tarkoittaa "sellaista saneerausohjelmaa, jossa ainoaksi järjestelytoimenpiteeksi jää velkaleikkurin käyttäminen" (*Vento* 2010 s. 378).

<sup>168</sup> *Vento* 2010 s. 378.

riskipositioita. Tämä tarkoittaa, että vaikka yrityssaneerauksen johtavana tavoitteena on jatkamiskelpoisen yritystoiminnan edellytysten turvaaminen ja parantaminen<sup>169</sup>, niin tervehdyttämisen ei tarvitse tapahtua täysin velkojien kustannuksella, vaikka he saisivat saneerauksessa paremman aseman kuin konkurssissa. Velkojien ei siis tarvitse tyytyä vain konkurssivertailun antamaan neuvotteluvoimaan, vaan he voivat vaatia pidemmälle meneviä myönnytyksiä myös osakkeenomistajilta. Yhtiön omistusrakenteeseen kajoavat järjestelyt, kuten velan muuntaminen omaksi pääomaksi, ovat hyvä esimerkki tällaisesta omistajien ja velkojien riskinjako tasoittavasta toimenpiteestä.

---

<sup>169</sup> HE 182/1992 s. 1.

## 6 SANEERAUSSOPIMUKSEN SITOVUUS KOLLEKTIIVISESSA LEGAALIMENETTELYSSÄ

### 6.1 Velkajärjestelyjen pysyvyys

Rauhoitusaikana toteutettujen selvitysten ja neuvottelujen päämääränä on saada aikaan sopimus velallisyhtiön tervehdyttämiseksi ja sen pääomarakenteen uudelleen järjestämiseksi. Tämä edellyttää voimassaolevien rahoitussopimusten ehtojen muuttamista ja velkojen osittaista anteeksiantamista (velkajärjestely<sup>170</sup>). Velvoiteoikeudellisesti tässä on kyse novaatiosta eli velan uudistamisesta, joka kuuluu kiistatta osapuolten sopimusvapauden piiriin<sup>171</sup>. Käytännössä tämä tarkoittaa, että alkuperäisen rahoitussopimuksen mukaiset velat lakkaavat ja uudet veloitteet saavat sisältönsä saneeraussopimuksesta. Selvyyden vuoksi on kuitenkin suositeltavaa ottaa saneeraussopimukseen nimenomainen määräys siitä, että velkajärjestely korvaa alkuperäiset luottosopimukset<sup>172</sup>. Näin vähennetään mahdollisten tulkintaongelmien riskiä.

Saneeraussopimuksessa on syytä varautua myös siihen, että tervehdyttämistavoitteessa epäonnistutaan ja velallisyritys ajautuu järjestelystä huolimatta kollektiiviseen insolvenssimenettelyyn<sup>173</sup>. Tällöin aktualisoituu kysymys saneeraussopimuksen sitovuudesta sitä seuraavassa konkurssissa. *Huplin* mukaan kollektiivisen insolvenssimenettelyn aloittamisella ei ole vaikutusta saneeraussopimuksen sitovuuteen. Näin ollen velkojen ja omistajien asema konkurssissa määräytyy lähtökohtaisesti saneeraussopimuksen ehtojen mukaan.<sup>174</sup> Tällöin velkoja, jonka kohdalla velan pääomaan on saneeraussopimuksessa leikattu, voi valvoa saatavansa vain sopimuksessa sovitun määräisenä.

Myös *Pauliine Koskelo* on hyväksynyt mainitun lähtökohdan, mutta puoltanut tietyissä tilanteissa vastakkaista kantaa reaalisiin argumentein. Hänen mukaansa sopimusperusteisten velkajärjestelyjen sitovuus legaalisaneerauksessa heikentäisi sidotun velkojan asemaa suhteessa muihin velkojiin ja vähentäisi näin velkojen valmiutta vapaaehtoisiin velkajärjeste-

<sup>170</sup> Velkajärjestelyillä tarkoitetaan tässä yrityssaneerauslain 44 §:n mukaisia velkajärjestelykeinoja riippumatta siitä, onko kyseessä legaali- vai sopimussaneeraus.

<sup>171</sup> Aurejärvi – Hemmo 1998 s. 179–181.

<sup>172</sup> Hupli 2004 s. 411.

<sup>173</sup> Käytännössä kyseeseen tulee tällöin lähinnä konkurssi, koska vapaaehtoisen saneerauksen epäonnistuttua voi olla vaikea löytää edellytyksiä velallisyhtiön tervehdyttämiseksi legaalimenettelyssä. Tästä syystä jäjempänä on käsitelty saneeraussopimuksessa toteutettuja järjestelyjä koskevan raukeamisedon sitovuutta pääasiassa vain konkurssin osalta. Näin ollen siitä, mitä jäljempänä todetaan raukeamisedon sitovuudesta konkurssissa, ei tule vetää johtopäätöksiä vastaavien ehtojen sitovuudesta vapaaehtoista saneerausta seuraavassa legaalisaneerauksessa.

<sup>174</sup> Hupli 2004 s. 410.

lyihin. *Koskelon* tarkastelun kohteena on yksittäinen vakuusvelkoja, joka sopii maksuvaikeuksissa olevan velallisen kanssa maksuehtojen tarkistamisesta.<sup>175</sup> Tässä kontekstissa hänen kantansa on ymmärrettävä, mutta se ei saa tukea lainsäädännöstä. Kuten *Hupli* osuvasti toteaa, "Mitään oikeudellista perustetta, jonka nojalla saneeraussopimus raukeaisi välittömästi kollektiivimenettelyn alkaessa, ei ole". *Koskelon* esittämässä tilanteessa tällainen normi saattaisi olla tarkoituksenmukainen, mutta sellaista oikeusjärjestyksemme ei kuitenkaan tunne.<sup>176</sup>

*Huplin* kannan tueksi voidaan lisätä, ettei sopimusperusteisten velkajärjestelyiden sitovuutta tulisi voida kyseenalaistaa *Koskelon* tarkastelemassa yksittäistapauksessa edes reaalisin argumentein. Ensinnäkin osapuolilla on mahdollisuus ottaa saneeraussopimukseen määräyksiä velkajärjestelyjen pysyvyydestä velallisyhtiön konkurssissa. Vaikka tällaisten määräysten sitovuuteen sivullisuhteessa liittyy epävarmuutta, niin velkajärjestelyjen raukeamiseksi on katsottava tehokkaaksi ainakin sopimukseen sitoutuneiden velkojien kesken<sup>177</sup>. Kun vapaaehtoisissa uudelleenjärjestelyissä pyritään yleensä velallisyhtiön taloudellisten ongelmien kokonaisvaltaiseen ratkaisemiseen kaikkien relevanttien etutahojen kesken, niin tällaista sitovuutta voidaan pitää riittävänä kannustimena järjestelyyn osallistuvien velkojien osalta.

Toiseksi, moderneilla rahoitusmarkkinoilla käytössä olevat vapaaehtoiset velkajärjestelykeinot ovat niin monimuotoisia ja -vaiheisia, että niiden automaattinen raukeaminen legaalimenettelyssä aiheuttaisi suuria käytännön ongelmia. Saneeraussopimuksella toteutettua kokonaisjärjestelyä on voinut edeltää useita vaiheita, joissa maksuehtoja on muutettu velallisen taloudellisten vaikeuksien myötä. Näin ollen voi olla erittäin vaikea määrittää, minkälaisia velan ehdot olisivat olleet "ilman velallisen maksuvaikeuksista aiheutuneita, velallisen eduksi tehtyjä muutoksia"<sup>178</sup>. Lisäksi on todettava, ettei yksittäistä soveltamistilannetta koskevista reaalisista argumenteista ole perusteltua johtaa yleisesti sovellettavaa tulkintaohjetta<sup>179</sup>. Edellä esitetyin perustein tässä katsotaan, että *Huplin* esittämä tulkinta vastaa paremmin Suomen oikeusjärjestyksen sisältöä ja on perustellumpi myös reaalistien argumenttien valossa.

---

<sup>175</sup> Koskelo 1994 s. 266–267.

<sup>176</sup> Hupli 2004 s 410.

<sup>177</sup> Ks. raukeamiseksi sitovuudesta velkakonversion osalta luku 6.2 edellä.

<sup>178</sup> Koskelo 1994 s. 267.

<sup>179</sup> Ks. Tolonen 2003 s. 160; Aarnio 1989 s. 241.



## 6.2 Velkakonversion pysyvyys

Saneeraussopimuksen sitovuuden osalta on syytä tehdä käsitteellinen ero velkasuhteen muutoksen tai novaation (velkajärjestelyn) ja toisaalta velkakonversion välille. Vaikka kummassakin on kyse velkojen uudelleenjärjestelystä ja usein ainakin osittaisesta velkojen anteeksiannosta, niin velkakonversiossa uutta korvaavaa velkasuhdetta ei synny tai sitten voimaan jäävä velka alistetaan kaikille muille yhtiön veloille<sup>180</sup>.

Kun velkaa muunnetaan osakepääomaksi, velkojasta tulee osakkeenomistaja. Tällaiset järjestelyt, joiden tuloksena oikeussuhteen luonne muuttuu kokonaan toiseksi, eivät voi ilman erityistä perustetta raueta legaalisen kollektiivimenettelyn alkamisen perusteella. Olisi täysin osakeyhtiölain systematiikan vastaista sallia sopiminen siitä, että yhtiöön tehty oman pääoman ehtoinen sijoitus muuttaisi konkurssissa luonnettaan vieraaksi pääomaksi ja saisi maksun ennen kuin kaikki vieraan pääoman ehtoisiin sijoituksiin perustuvat vaatimukset olisi täytetty. Oman pääoman vahvimpana tunnusmerkkinä onkin pidetty nimenomaan osakesijoituksen viimesijaista maksunsaantiasemaa yhtiön toiminnan aikana sekä sen päättyessä<sup>181</sup>. Oman pääoman pysyvyys on osakeyhtiölain velkojiensuojajärjestelmän kulmakiivi, jota osakeyhtiölaissa ilmentävät muun muassa velkojiensuojamenettelyä (OYL 14:2) ja maksukykyisyydestä (OYL 13:2) koskevat säännökset<sup>182</sup>.

Silloin, kun tavallinen velka korvataan omaan pääomaan rinnastettavalla, ns. välipää-omainsstrumentilla, niin velkasuhteessa tapahtuva muutos ei ole yhtä radikaali. Esimerkiksi pääomalainaksi muutettu velka on velvoiteoikeudellisesti edelleen velkaa, johon liittyy aito takaisinmaksuvelvollisuus. Koska edellä on katsottu, ettei konkurssi voi vaikuttaa sellaisen järjestelyn pysyvyyteen, jossa on muutettu velkasuhteen ehtoja taikka muunnettu velkaa omaksi pääomaksi, samaan tulokseen on päädyttävä myös muunnettaessa velkaa välipää-omainsstrumentiksi.

Edellä on käsitelty saneeraussopimuksen sitovuutta konkurssissa ja katsottu, että ellei erityisestä perusteesta muuta johdu, velkojien asemaa kollektiivimenettelyssä on arvioitava saneeraussopimuksen ehtojen mukaisesti, olipa kyse velkajärjestelyistä tai velkakonversiosta. Seuraavassa tarkastellaan miten tilanteeseen vaikuttaa se, että saneeraussopimuksessa on nimenomainen määräys sovittujen järjestelyjen raukeamisesta insolvenssimenettelyssä.

<sup>180</sup> Tässä ei tarkastella sellaista, yhtä hyvin mahdollista, tilannetta, että konvertoiva velkoja säilyttää myös velkoja-asemansa.

<sup>181</sup> Mähönen – Villa 2006b s. 58.

<sup>182</sup> Ibid. s. 49–50.

## 6.3 Raukeamisedon sitovuus konkurssissa

### 6.3.1 Raukeamisedoista yleisesti

Koska saneeraussopimuksessa on tyypillisesti sovittu velkojen ainakin osittaisesta anteeksiannosta sekä poikkeuksista legaliseen maksunsaantijärjestykseen, on tiettyjen velkojen intressissä palauttaa tilanne vastaamaan saneerausta edeltäneitä olosuhteita, jos yritys joutuu konkurssiin. Sellaiselle velkojalle, joka on sopimussaneerauksessa joutunut luopumaan koko saatavastaan, ei todennäköisesti tulisi konkurssissa lainkaan jako-osuutta, eikä järjestyksen epäonnistuminen siten käytännössä muuta tällaisen velkojan asemaa<sup>183</sup>. Toisin on sellaisen velkojan kohdalla, joka on järjestelyssä alaskirjannut osan saatavastaan ja/tai muuntanut osan siitä oman pääoman ehtoiseksi, tai siihen rinnastettavaksi sijoitukseksi<sup>184</sup>. Alaskirjauksiin myöntyneiden velkojen intressissä on luonnollisesti valvoa saatavansa alkuperäisen määräisenä ja näin maksimoida jako-osuutensa. Konvertoiva velkoja on sen sijaan vaihtanut tuottoasiansa korkotuotosta residuaalituottoon ja samalla hyväksynyt sijoituksensa viimesijaisen maksunsaantiaseman. Jos velkojan asema pysyy saneeraussopimuksen mukaisena, tämä menettää konkurssissa koko sijoituksensa. Koska saneeraussopimuksen mukaiset riskipositiot rakennetaan sille oletukselle, että yhtiön liiketoiminta tulee jatkumaan ja generoimaan tuottoa myös oman pääoman ehtoisiin sijoituksiin, niin järjestelyyn osallistuneiden velkojen on perusteltua vaatia saneeraussopimukseen järjestelyn raukeamista koskevaa sopimusehtoa konkurssin varalta.

Sopimusmääräys, jonka mukaan velkasuhteessa sovitut muutokset raukeavat velallisyhtiön joutuessa konkurssiin ennen kuin sopimus on täytetty, on epäilemättä sitova *inter partes*, mutta ehdon tehokkuus kolmansiin nähden vaatii hieman syvempää tarkastelua. Lisäksi on syytä käsitellä erikseen raukeamisedon vaikutusta sellaisiin oikeustoimiin, joiden tuloksena velkojan asema velkojana lakkaa taikka joutuu kyseenalaiseksi, kuten velkakonversiossa on asian laita. Seuraavassa käsitellään raukeamisedon sitovuutta ensin sellaisten tilanteiden osalta, jossa akordi toteutetaan osana velkajärjestelyä, ja sen jälkeen velkakonversion yhteydessä tehtyjen akordien osalta. Velkakonversioiden osalta tarkastelu jakaantuu vielä kahteen osaan sen mukaan, onko kyse velan muuntamisesta osake- vai välipääomaksi.

<sup>183</sup> Se ei kuitenkaan estä tällaista velkojaa vaatimasta jako-osuutta pesästä, jos saneeraussopimuksessa on sovittu velkajärjestelyjen raukeamisesta.

<sup>184</sup> Tästä on nimenomaan kysymys velan muuntamisesta omaksi pääomaksi.

### 6.3.2 *Velkajärjestelyn raukeamisehto*

*Hupli* pitää lähtökohtana, että kollektiivinen insolvenssioikeus edellyttää raukeamisehdon sitovuusongelman ratkaisemista kollektiivisesti. Mitään yksiselitteistä perustetta hän ei kuitenkaan lyödä sille, että velkajärjestelyn raukeamisehto sitoisi ehdosta tietämättömiä velkojia. Onhan perinteisestikin katsottu, että sopimuksella voidaan parantaa mutta ei huonontaa sivullisen asemaa. Vaikka sitovuuden arvioiminen velkojakohtaisesti olisi mahdollista toteuttaa oikeusjärjestyksessämme, tällaisen jako-osuuksien laskentatavan soveltaminen aiheuttaisi melkoisia kustannuksia<sup>185</sup>. Oikeuskirjallisuudessa on niin ikään käytännön syistä suhtauduttu torjuvasti siihen, että tietoisuudelle annettaisiin merkitystä velkojakolision ratkaisuperusteena<sup>186</sup>.

Tällaisen järjestelyn yhteydessä voi nousta esille myös kysymys *konkurssin varalle tehdyn sopimuksen* pätevydestä. Konkurssoikeuden yleisten oppien mukaan konkurssin varalle tehty sopimusehto ei sido konkurssihallintoa tai muita velkojia, jos se ylittää normaalien jaärkevien liiketoimien tason ja loukkaa muita velkojia<sup>187</sup>. *Juha-Pekka Mutanen* ja *Mika Lehtimäki* ovat esittäneet, että sitomalla raukeamisvaikutuksen konkurssi- tai legaalisanerausmenettelyn alkamisen sijaan muihin kriteereihin, voitaisiin ongelma mahdollisesti väistää. Raukeamisvaikutus voitaisiin esimerkiksi sitoa velallisyhtiön taloudellisten tunnuslukujen kehitykseen.<sup>188</sup> Tulkinta on perusteltu, ja sanotun muotoilun käyttäminen pienentää epäilemättä riskiä raukeamisehdon pätemättömyydestä.

Painavimpana perusteena raukeamisehdon kollektiiviselle sitovuudelle *Hupli* pitää soppimussaneerausten edistämistavoitetta. Hän katsoo, että jos raukeamisehto ei sitoisi kaikkia velkojia, niin velallisyhtiön maksukyvyttömyyden vaikutukset kohdistuisivat raskaimmin juuri niihin velkojiin, jotka osallistuvat tervehdyttämiseen. Kun modernin insolvenssioikeuden yhtenä tavoitteena on ohjata yrityksiä ja niiden velkojia myös sopimaan vapaaehtoisista tervehdyttämisjärjestelyistä, niin *Hupli* päätyy suosittelemaan, että saneeraussopimuksen raukeamisehdon katsottaisiin sitovan kaikkia velkojia myöhemmässä insolvenssimenettelyssä: "YSL:n ohjausfunktion toteutuminen vähänkään merkittävässä määrin suo-

---

<sup>185</sup> *Hupli* 2004 s. 412.

<sup>186</sup> Tammi-Salminen 2001 s. 156–157.

<sup>187</sup> HE 26/2003 s. 83; Skurnik 2004.

<sup>188</sup> Mutanen – Lehtimäki DL 2010 luku 9.1.

rastaan edellyttää, että saneeraussopimus voidaan tehdä ehdollisena kaikkia velkojia sitovin vaikutuksin".<sup>189</sup>

*Huplin* kanta on yrityssaneerausinstituution ohjaustavoitteen kannalta perusteltu. Vastakaisen tulkinnan hyväksyminen heikentäisi olennaisesti sopimussaneerausten houkuttelevuutta, mikä ei insolvenssipoliittisesti ole toivottavaa. Näin ollen, jos velkasuhteen uudelleenjärjestely käsittää osittaisen anteeksiannon lisäksi vain esimerkiksi maksuehtoja koskevia muutoksia, niin raukeamishdon voidaan katsoa sitovan myös järjestelyn ulkopuolelle jääneitä sekä siitä tietämättömiä velkojia. Esitettyyn tulkintaan liittyvän epävarmuuden vuoksi on kuitenkin suositeltavaa yrittää saada mahdollisimman moni velkoja sidotuksi saneeraussopimukseen ja siinä sovittuun raukeamishdoton. Näin pienennetään riskiä raukeamishdon kollektiivisen sitovuuden riitauttamisesta, jos velallisyhtiön tervehdyttäminen epäonnistuu.

### **6.3.3 Raukeamishdon sitovuus osakesijoituksen osalta**

Jos akordi toteutetaan osana sellaista uudelleenjärjestelyä, jossa velkojan asema suhteessa muihin velkoihin muuttuu, järjestelyn pysyvyyteen on suhtauduttava eri tavalla. Velkakonversiossa kyse ei ole enää velkasuhteen ehtojen muuttamisesta. Tällöin kajotaan vieraan pääoman perustaviin tunnusmerkkeihin, kuten sijoituksen määräaikaisuuteen sekä tuoton ja takaisinmaksun kiinteämääräisyyteen<sup>190</sup>. Osakesijoitukselle on määritelmällistä viimesijainen maksunsaantiasema sekä takaisinmaksun rajoitukset, joiden nimenomainen tarkoitus on suojata vieraan pääoman ehtoisten sijoittajien asemaa. Velkakonversiolla siis muutetaan niitä rakenteita, joiden mukaan sijoitusten keskinäinen etusija, tuotto ja mahdollisesti kontrollioikeudet yhtiössä määräytyvät – toisin sanoen velkakonversion tuloksena yhtiön rahoittajien riskipositiot muuttuvat perustavalla tavalla toisenlaisiksi.

Muuttuneessa tilanteessa osapuolten sopimusvapaus on huomattavasti rajoitetumpi. Osakeyhtiölain säännökset rajoittavat sijoituksen takaisinmaksusta ja ehdollisuudesta sopimista. Sopiminen siitä, että osakesijoitus muuttuisi konkurssissa takaisin vieraan pääoman ehtoiseksi sijoitukseksi, ei ole mahdollista yhtiön ja osakkeenomistajan välisessä suhteessa. Se, että maksukyvytön yhtiö hankkisi takaisin omia osakkeitaan, olisi osakeyhtiön varojenjakosäännösten valossa absurdi ajatus. Näin olisi siinäkin tapauksessa, että kaikki yhtiön tunnetut velkojat hyväksyisivät järjestelyn.

<sup>189</sup> Hupli 2004 s. 411–412.

<sup>190</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 73–74.

Lähtökohta on sama myös legaalisaneerauksessa. Jos velallisyhtiö joutuu konkurssiin ennen saneerausohjelman päättymistä, ohjelma raukeaa ja velkojille palautuu samanlainen oikeus suoritukseen saneerausvelasta kuin jos ohjelmaa ei olisi vahvistettu (YSL 66 §). Lain 65.3 §:n mukaan ohjelman raukeaminen ei kuitenkaan vaikuta sen perusteella jo tehtyjen *oikeustoimien* pätevyuteen. Tämä lainkohta tulee sovellettavaksi myös konkurssi-raukeamisen kohdalla<sup>191</sup>. "Oikeustoimi" on tässä yhteydessä ymmärrettävä laajassa merkityksessä sisältäen esimerkiksi *yhtiöoikeudelliset toimenpiteet*, henkilöstön asemaa koskevat järjestelyt, omaisuuden luovutustoimet sekä mahdolliset rahoitusjärjestelyt. Ohjelman raukeaminen ei siis vaikuta velkojalle suunnatun osakeannin pysyvyyteen myöskään legaalisaneerauksessa, vaan ainoastaan YSL 44 §:ssä lueteltuihin velkajärjestelyihin.<sup>192</sup>

Käytännössä saattaa olla mahdollista päästä sopimuksin sellaiseen tilanteeseen, jossa konvertoitu velkoja voi turvata osittaisen suorituksen myös konkurssissa. Saneeraus sopimuksessa lienee nimittäin mahdollista sopia, että tiettyyn osaan velan määrästä kohdistetaan ehdollinen akordi (velkajärjestely) ja loppuosa velan arvosta maksetaan sijaissuorituksena velallisyhtiön osakkeina<sup>193</sup>. Jos velallinen joutuu konkurssiin ennen kuin saneeraus sopimus on tullut täytetyksi, osakkeiksi muunnettu osa velasta menetetään, mutta akordi sen sijaan raukeaa, ja anteeksiannettu osa velasta voidaan valvoa konkurssissa entisin ehdoin. Tällöin on syytä tehdä sopimusdokumentaatioissa selväksi, että suunnattu osakemerkintä on tarkoitettu nimenomaan velan tietyn osan sijaissuoritukseksi eikä kompensatioksi akordista. Riskiä siitä, että järjestely katsottaisiin konkurssin varalta tehtynä sopimuksena pätemättömäksi, ei voida tässäkään tilanteessa poissulkea.

### **6.3.4 Raukeamisedon sitovuus pääomallainan osalta**

#### **6.3.4.1 Pääomallainan pysyvyys legaalisaneerauksessa**

Välirahoitusinstrumenttien osalta raukeamisedon sitovuuskysymys on monitahoisempi. Edellä on katsottu, että velkasuhteen ehtoihin rajoittuvat muutokset (velkajärjestelyt) on mahdollista saada sopimuksin raukeamaan, kun velallisyhtiö joutuu konkurssiin. Toisaalta on katsottu, että osakesijoituksen raukeamisesta konkurssin nojalla ei voida tehokkaasti sopia. Välirahoitusinstrumentit sijoittuvat ominaisuuksiltaan oman ja vieraan pääoman

---

<sup>191</sup> Koskelo 1994 s. 342–343.

<sup>192</sup> HE 182/1992 s. 101.

<sup>193</sup> Ibid. s. 45, 88.

välimaastoon, joten niiden kohdalla on tapauskohtaisesti ratkaistava, kumpi tulkinta on perustellumpi. Tässä raukeamisedhdon sitovuutta tarkastellaan pääomallainan osalta.

Pääomallainan koron ja pääoman maksamista on rajoitettu osakeyhtiölaissa 12 luvussa. Luvun 1 §:n mukaan lainan pääoma ja korko saadaan maksaa yhtiön selvitystilassa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkoja huonommalla etuoikeudella. Muutenkin pääomallainalle voidaan tehdä suorituksia vain siltä osin kuin yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomallainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan tai sitä uudempaan tilinpäätökseen sisältyvän taseen mukaisen tappion määrän (OYL 12:1.1 2 k). Näiden osakeyhtiölain pakottavien säännösten tarkoituksena on turvata pääomallainan pääoman pysyvyyttä sekä parempisijaisten velkojen maksunsaantiasemaa. Pääomallainaa koskevassa luottosopimuksessa voidaan sopia myös muista ehdoista, mutta ne eivät saa olla ristiriidassa lain pakottavien säännösten kanssa.<sup>194</sup> Pääomallainalle tehtävien suoritusten maksamiseen ei sovelleta osakeyhtiölain 13 luvun 2 §:n maksukykyisyystestiä, mutta suoritusten tekeminen maksukyvyttömyystilanteessa altistaa herkästi takaisinsaantivaatimuksille.<sup>195</sup>

Pääomallainaa koskevan raukeamisedhdon sitovuuskysymyksen selvittäminen on luontevaa aloittaa tarkastelemalla, miten pääomallainan pysyvyyteen suhtaudutaan yrityssaneerauslain järjestelmässä. Legaalisaneerausta koskevasta lainsäädännöstä ja oikeuskäytännöstä voidaan saada johtoa myös sopimusperusteisessa saneerauksessa toteutettaviin järjestelyihin. Kun kummassakin tapauksessa on pohjimmiltaan kyse samasta asiasta l. velkojen ja velallisen keskinäisestä kokonaisjärjestelystä velallisyrittäjän toiminnan tervehtämiseksi, niin etutahojen sopimusvapautta ei ole perusteltua rajata niissä eri tavalla. Samalla on kuitenkin muistettava, että sopimusvapaus on eri asia kuin sen arvioiminen, minkälaisen sisällön saneerausohjelmassa toteutettavat järjestelyt saavat lain tarjoaman "malliohjelman" mukaan. Muistutettakoon tässä yhteydessä vielä siitä, että yrityssaneerauslain tavoitteena on myös sopimussaneerausten edistäminen<sup>196</sup>.

Yrityssaneerauslaissa on säädetty sallituista velkajärjestelykeinoista (YSL 44 §), jotka raukeavat automaattisesti, jos velallisyrittäjä asetetaan konkurssiin saneerausohjelman toteutusajana (YSL 65 ja 66 §). Saneerauskeinoina voidaan velkajärjestelyjen lisäksi käyttää muitakin velkoihin kohdistuvia järjestelyjä (oikeustoimia)<sup>197</sup>, jotka voidaan liittää saneerausohjelmaan sen vahvistamisen ennakkoehtoina (YSL 55.3 §). Tällaisiin järjestelyihin ei kuitenkaan jälkikonkurssissa sovelleta samoja raukeamisseuraamuksia kuin velkajärjestelyihin. Kuten edellä on todettu, velan muuntaminen osakesijoitukseksi on juuri tällainen yritys-

<sup>194</sup> Mähönen – Villa 2006b s. 183–184.

<sup>195</sup> Ibid. s. 186–187.

<sup>196</sup> HE 182/1992 s. 16.

<sup>197</sup> Ibid. s. 101.

saneerauslaissa sääntelemätön järjestely, joka on toteutettava yhtiöoikeudellisten säännösten mukaisesti.<sup>198</sup>

Myös pääomalainaa on oikeuskäytännössä pidetty sellaisena yhtiöoikeudellisena instrumenttina, johon ei voida soveltaa velkajärjestelyjen raukeamisseuraamusta<sup>199</sup>. Korkein oikeus totesi ratkaisussa 1996:91, että yrityssaneerauslain esitöiden mukaan raukeamisseuraamuksen on tarkoitus soveltua ainoastaan lain tarkoittamiin velkajärjestelyihin. Lisäksi korkein oikeus katsoi, että raukeamisvaikutuksen soveltaminen omaan pääomaan rinnastettavaan vakautettuun lainaan on velkojensuojan kannalta vaikea yhdistää sen tarkoitukseen selvitystilän välttämiskeinona.

"Velkojan saatava oli osakeyhtiön yrityssaneerauksen yhteydessä saneerausohjelman osana muutettu ns. vakautetuksi lainaksi. Saneerausohjelman raukeamisen yhtiön konkurssin johdosta ei katsottu vaikuttaneen saatavan vakauttamisen pysyvyyteen eikä siten vakautuksesta johtuvaan velkojan maksusaantijärjestykseen."<sup>200</sup>

Korkeimman oikeuden kyseessä oleva ratkaisu, kuten eräät tässä viitatuut kirjoituksetkin, ovat ajalta, jolloin voimassa olleeseen osakeyhtiölakiin ei sisällynyt säännöksiä omaan pääomaan rinnastettavasta lainasta. Tällöin puhuttiin sen sijaan vakautetusta lainasta, jonka käyttö perustui tavanomaiseen oikeuteen, tilintarkastajien hyväksyntään sekä oikeuskäytäntöön<sup>201</sup>. Vakautetun lainan käyttötarkoitus oli pakkoselvitystilän torjuminen, ja lainan antajana oli osakkeenomistaja<sup>202</sup>. Vakautettu laina vastasi sisällöltään pääosin nykyään osakeyhtiölaissa säänneltyä pääomalainaa.<sup>203</sup>

Vuonna 1997 osakeyhtiölakiin (145/1997) otettiin ensi kertaa säännökset omaan pääomaan rinnastettavasta lainasta. Lakiin omaksuttiin pääomalaina-termi, koska se kuvasi vakautettua lainaa paremmin lainan käyttötarkoitusta yleisenä varainhankintavälineenä<sup>204</sup>. Pääomalainaa koskevat säännökset ovat keskeisiltä osiltaan pysyneet samanlaisina voimassa olevassa laissa (624/2006). Tosin voimassa olevassa laissa ei ole enää säännöksiä pakkoselvitystilasta, mikä vähentää pääomalainan merkitystä selvitystilän välttämiskeinona. Lisäksi, voimassa olevan osakeyhtiölain mukaan pääomalainaa ei merkitä enää taseeseen oman pääoman erillisenä eränä, vaan sen kirjaaminen omaan tai vieraaseen pääomaan on ratkaistava kirjanpitosäännösten nojalla.

Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa on jo ennen puheena olevaa ennakkoratkaisua esitetty samansuuntaisia näkemyksiä. *Koskelo* toteaa, että saneerausvelan muuttaminen omaan pääomaan rinnastettavaksi sijoitukseksi on toimenpide, joka ei perustu yrityssaneerauslakiin, mutta joka voidaan toteuttaa saneerausohjelmassa. Tästä syystä sitä olisi arvioitava yhtiöoikeudellisten sääntöjen mukaan. *Koskelo* pitää selvänä, etteivät yrityssaneerauslain

<sup>198</sup> Ks. luku 6.3.3 edellä.

<sup>199</sup> KKO 1996:91. Ratkaisu koskee omaan pääomaan rinnastettavaa vakautettua lainaa, joka vastaa pääosin nykyään osakeyhtiölaissa säänneltyä pääomalainaa.

<sup>200</sup> KKO 1996:91.

<sup>201</sup> Villa DL 1995 s. 89.

<sup>202</sup> HE 10/1983 s. 15.

<sup>203</sup> HE 89/1996 s. 85.

<sup>204</sup> KM 1992:32 s. 484.

velkajärjestelyjä koskevat raukeamisseuraamukset soveltu tällaiseen velan statuksen muutokseen.<sup>205</sup>

Myös *Koulu* on tarkastellut pääomalainan pysyvyyttä jälkikonkurssissa velkajärjestelyn ja oikeustoimen välimuotona. *Koulu* katsoo korkeimman oikeuden tavoin, että pääomalainaa on muodollisin perustein pidettävä oikeustoimena, joka jää pysyväksi saneerausohjelman rautessa. Pääomalainan ottaminen edellyttää kirjallista sopimusta (VOYL 5:1.3 ja OYL 12:2.1), mikä tarkoittaa, ettei sitä voida pitää käsitteellisesti yrityssaneerailain 44 §:n tarkoittamana velkajärjestelynä. Hän kuitenkin kritisoi korkeimman oikeuden ratkaisua siltä osin kuin siinä viitataan pääomalainan tarkoitukseen selvitystilän välttämiskeinona. Saneerausvelallisen ollessa jo konkurssissa selvitystilän välttämiseksi ei olisi tullut antaa merkitystä. Jos saneerausohjelma olisi rauennut muusta syystä kuin konkurssin johdosta, tällainen argumentointi olisi sen sijaan ollut paikallaan.<sup>206</sup> Voimassa olevan lain järjestelmässä pääomalainan merkitys selvitystilän välttämiskeinona on vähäinen, joten tämän argumentin painoarvo on sittemmin joka tapauksessa olennaisesti vähentynyt<sup>207</sup>.

*Koulu* arvostelee ratkaisussa esitettyä tulkintaa myös saneerauksen tavoitteiden kannalta. Velkoja voi näin joutua tilanteeseen, jossa tämän täytyy tehdä arpapeliä muistuttava valinta velan pääoman voimakkaan leikkaamisen ja velan vakauttamisen (muuttaminen pääomailinaehtoiseksi) välillä. Ensimmäinen vaihtoehto on velkojalle *prima facie* epäedullinen, mutta jos saneeraus epäonnistuu ja yritys päättyy jälkikonkurssiin, velkajärjestely raukeaa ja velka palautuu täysimääräiseksi. Toisessa vaihtoehdossa velkoja säilyttää suuremman osan saatavastaan saneerauksen onnistuessa, mutta jälkikonkurssissa tälle ei tule suoritusta lainkaan.

Kuvattu asetelma luo saamisensa vakauttavalle velkojalle oikeuspoliittisesti perustellun insentiivin sitoutua saneeraukseen, koska vain sen onnistuminen tuo velkojalle suorituksen. Velkajärjestelyjen kohteena oleva velkojan intressissä olisi sen sijaan saneerauksen epäonnistuminen ja velallisen ajautuminen konkurssiin.<sup>208</sup> Eri saneerauskeinoihin liitetyt vastakaiset insentiivit eivät kuitenkaan anna aihetta liian pitkälle meneviin johtopäätöksiin. Vel-

<sup>205</sup> Koskelo 1994 s. 283–284.

<sup>206</sup> Koulu 1998 s. 217–219.

<sup>207</sup> Vanhan osakeyhtiölain (734/1978) mukaan pääomalainaa oli mahdollista kirjata oman pääoman erilliseksi eräksi, jolloin se voitiin ottaa huomioon omana pääomana pakkoselvitystilalaskelmassa. Uuden osakeyhtiölain (624/2006) voimaantulon myötä pääomalainan merkitys on selvitystilasäännösten osalta vähentynyt olennaisesti (OYL 20:23.2). (Airaksinen ym. 2010 s. 793).

<sup>208</sup> Koulu 1998 s. 219.



kajärjestelyn "valitseva" rationaalinen velkoja ei nimittäin voi konkurssissa päästä saneerausta parempaan asemaan, sillä muutenhan hän olisi vedonnut konkurssivertailuun ohjelman vahvistamisen estämiseksi.

*Koulu* viittaa lisäksi *Rimpilään* ja toteaa yrityssaneerauslain järjestelmän johdonmukaisen soveltamisen edellyttävän, että saneerauksen raukeamisvaikutus koskisi kompensationsa annettuja vaihto- ja voitto-osuusvelkakirjoja. Jos vaihtovelkakirjalaina olisi pääomailaenahtoinen, järjestely ei korkeimman oikeuden tulkinnan mukaan raukeaisikaan. *Koulu* pitää pääomailainan ja vaihtovelkakirjalainan erilaista kohtelua keinotekoisena erityisesti, kun otetaan huomioon, että pääomailinaan liittyy usein vaihto-oikeus.<sup>209</sup> Hän pitää tasa-  
puolisempaa tulkintaa, jonka mukaan myös vaihtovelkakirja katsotaan yhtiöoikeudelliseksi toimenpiteeksi, joka ei raukea velallisyrittäjän jälkikonkurssissa.<sup>210</sup>

*Seppo Villa* on niin ikään pohtinut kysymystä omaan pääomaan rinnastettavan lainan pysyvyydestä ja pitänyt korkeimman oikeuden ratkaisusta poikkeavaa tulkintaa myös mahdollisena. Hänen mukaansa se seikka, että omaan pääomaan rinnastettavaan lainaan liittyy yhtiöoikeudellisia luonteenpiirteitä (maksurajoitukset ja kirjaaminen oman pääoman erilliseksi eräksi<sup>211</sup>) ja että sen pysyvyydellä on tarkoitus suojata muita velkojia oman pääoman "ohella ja ehdoilla", ei tarkoita, että lainaa tulisi kohdella oman pääoman ehtoisena sijoituksena samalla tavoin kuin osakkeita.<sup>212</sup> Hän epäilee, että yrityssaneerauksen tavoitteita ja taloudellisia realiteetteja korostavalla tulkinnalla raukeamisvaikutusten voitaisiin katsoa ulottuvan myös lainan muuttamiseen viimesijaiseksi pääomailainaksi. Vallitseva oikeustila ei nimittäin kannusta velkojia tällaisiin järjestelyihin saneerausmenettelyissä. Tästä näkökulmasta YSL:n 44 §:n luetteloa sallituista velkajärjestelykeinoista ei tulisi pitää tyhjentyvänä, ja velkajärjestelyjen raukeamisvaikutus voitaisiin siten ulottaa myös pääomailainaksi muutettuihin saneerausvelkoihin. *Villa* katsoo myös lievimmän riittävän keinon periaatteen puoltavan tätä näkemystä.<sup>213</sup> *Pinomaa* tukee *Villan* esittämää kantaa. Hänen mukaansa velkojien yhdenvertainen kohtelu edellyttää raukeamisvaikutuksen soveltamista akordin ohella myös vakautettuun lainaan, koska vakauttaminen on akordia "lievempi" keino.<sup>214</sup>

---

<sup>209</sup> Koulu 1998 s. 219–220.

<sup>210</sup> Ibid.

<sup>211</sup> Vuoden 1997 uudistuksen (145/1997) mukaan pääomailaina oli kirjattava oman pääoman erilliseksi eräksi. Voimassaolevan lain (624/2006) mukaan kirjaamistapa on ratkaistava kirjanpitolainsäädännön nojalla.

<sup>212</sup> Villa 1997 s.240.

<sup>213</sup> Ibid. s. 242.

<sup>214</sup> Pinomaa 2009 s. 195–196.

Pääomalainaa koskevien säännösten ottaminen osakeyhtiölakiin on osaltaan vahvistanut korkeimman oikeuden ratkaisussa 1996:91 antamaa tulkintaohjetta ja samalla vienyt pohjaa vastakkaista kantaa puolustavilta argumenteilta. Ensinnäkin, laissa säädetyt pääomallain vähimmäisehdot ovat pakottavaa oikeutta. Velallisyhtiön konkurssissa pääomallainalle voidaan tehdä suorituksia vain kaikkia muita velkoja huonommalla etuoikeudella (OYL 12:1.1 1 k). Tästä poikkeava lainaehtojen muutos on lain nojalla pätemätön (OYL 12.2 §). Jotta yrityssaneerauslain perusteella voitaisiin poiketa osakeyhtiölain pääsäännöstä, yrityssaneerauslaissa tulisi olla vähintäänkin poikkeuksen selvästi ilmaiseva säännös. Samaan tulokseen johtaa myös velkojen maksunsaantijärjestyksestä annetun lain 6.1 § 4 k, joka on niin ikään pakottava normi. Säännöksen mukaan konkurssissa suoritetaan viimeksi sellaiseen lainaan perustuva saatava, jonka pääoma sekä korko ja muu hyvitys saadaan lainaehtojen mukaan maksaa yrityksen purkautuessa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkoja huonommalla etuoikeudella.

Toiseksi pääomallainaa koskevat säännökset korostavat sen asemaa yhtiöoikeudellisena instituutiona, jolla on laissa säädetyt ominaisuudet ja tarkoitus. Vaikka pääomallain on perusluonteeltaan velkaa, sillä on vastaavanlainen institutionaalinen rooli kuin omalla pääomalla yhtiöoikeuden järjestelmässä.<sup>215</sup> Osakeyhtiön varallisuusjärjestelmä perustuu osakkeenomistajan ja velkojan riskinjaolle, jota määrittävät pääoman pysyvyys, velkojien suojajärjestelmä sekä osakkeenomistajan rajoitettu vastuu.<sup>216</sup> Tässä riskinjaossa pääomallainan velkoja sijoittuu osakkeenomistajan ja ns. tavallisen velkojan välimaastoon. Pääomallainan määritelmällinen ominaisuus, joka erottaa sen tavallisesta velasta, on nimenomaan tavallisia tuntemattomia velkoja suojaava pääomallainan pysyvyys. Sopimusperusteinen poikkeaminen tästä perustavasta ominaisuudesta tekisi pääomallainan tarkoituksen tyhjäksi. Sillä seikalla, onko kyseessä saneerausohjelmassa vai sen ulkopuolella toteutettu järjestely, ei pitäisi olla merkitystä tämän arvioinnin kannalta, sillä tuntemattomien velkojen suojan tarve on yhtä suuri kummassakin tilanteessa.

Kyse ei siis itse asiassa ole siitä, tulisiko pääomallainaa kohdella omana vai vieraana pääomana. Onko pääomallain ominaisuuksiltaan lähempänä omaa vai vierasta pääomaa, vaan pikemminkin siitä, miten pääomallainan pysyvyyteen on jälkikonkurssissa suhtauduttava, kun huomioidaan yrityssaneerauksen ohjaustavoite ja toisaalta pääomallainan ominaisuudet, tarkoitus sekä asema osakeyhtiön varallisuusjärjestelmässä.

---

<sup>215</sup> Osakeyhtiöstä institutionaalisenä järjestelynä ks. Mähönen – Villa 2006a s. 267–276.

<sup>216</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 288.

*Koulun* mukaan yrityssaneerauslain ohjaustavoitteella voitaisiin perustella pääomallainan raukeamista jälkikonkurssissa.<sup>217</sup> Tämä ei kuitenkaan ole järin painava argumentti, kuten edellä on osoitettu. Ohjaustavoitteeseen perustuva kritiikki voidaan torjua myös käytännön näkökulmasta. Velan konvertointi pääomallainaksi on nimittäin mahdollista toteuttaa ohjelmassa myös osittaisena. Näin lainan jäljelle jäävään osaan voitaisiin kohdistaa velkajärjestely, jolloin velkoja säilyttäisi suuremman osan saatavastaan menettämättä kuitenkaan konkurssissa aktualisoituvaa raukeamisetua. Sellaisessa tilanteessa, jossa pääomallainaksi muuttamisen lisäksi velan muuhun osaan on kohdistettu velkajärjestelyitä (esimerkiksi velka-akordi), nämä velkajärjestelyt raukeavat jälkikonkurssissa normaalisti edellyttäen tietysti, ettei pääomallainan antamista katsota tapahtuneen vain velkajärjestelyjen kompensoimiseksi. Näin ollen ei ole yhdentekevää, mikä osa velasta annetaan anteeksi ja mikä muutetaan omaan pääomaan rinnastettavaksi lainaksi. Saneerausohjelman sanamuodolla voi siis olla merkitystä lopputuloksen kannalta.

Jos ohjelmassa määrätään, että alkuperäinen velka korvataan pääomallainalla, jonka pääoma vastaa 50 prosenttia velan nimellisarvosta, niin jälkikonkurssissa velan pääomaan kohdistuva akordi ei välttämättä raukea, koska pääomallainan voidaan katsoa kompensoineen velkaan kohdistettuja velkajärjestelyjä – alkuperäisen velan tilalle katsotaan tällöin perustetun uusi pääomallainaehtoinen velkasuhde sillä seurauksella, että alkuperäisen velan katsotaan lakaneen kokonaisuudessaan. Jos ohjelmassa sen sijaan määrätään, että 50 prosenttiin velan pääomasta kohdistetaan akordi, ja toinen 50 prosenttia velan pääomasta muutetaan pääomallainaksi, velkaan kohdistuvan akordin on yrityssaneerauslain nojalla rauettava. Tässä esitettyjä tulkintoja voidaan myös muuttaa ottamalla saneerausohjelmaan tarkentavia määräyksiä raukeamisvaikutuksen ulottuvuudesta. Legaalisaneerauksessa osapuolten sopimusvapautta rajoittavat lain pakottavat säännökset sekä velkojien perusteltu oikeussuojan tarve.

Korkeimman oikeuden ratkaisussa 1996:91 esitetty kiistelty tulkinta on oikea, eivätkä lainsäädännössä tapahtuneet muutokset anna aihetta kyseenalaistaa sen merkitystä. Pikemminkin voimassa oleva lainsäädännön voidaan katsoa puoltavan ratkaisusta ilmenevää kantaa. Tavallisen velan muuttaminen pääomallainaksi ei ole yrityssaneerauslain tarkoittama velkajärjestely, vaan se on yhtiöoikeudellinen oikeustoimi, johon ei sovelleta yrityssaneerauslain 65 ja 66 §:n raukeamisseuraamusta. Tätä ratkaisua puoltavat korkeimman oikeuden ennakk-

---

<sup>217</sup> Koulun 1998 s. 219.

koratkaisun lisäksi yrityssaneerauslain esityöt sekä osakeyhtiölain säännökset ja niiden taustalla vaikuttava yhtiöoikeudellinen teoria. Yrityssaneerauslain ohjaustavoitteeseen liittyvät argumentit eivät tässä kohtaa ole riittäviä omaksutun lähtökohdan kumoamiseksi.

Tässä yhteydessä on vielä syytä tuoda esiin legaalisanerauksen suunnitteluvaiheessa toteutettuihin velkakonversioihin liittyvä riski järjestelyn pysyvyydestä. Jos velkakonversio toteutetaan ennen saneerausohjelman vahvistamista, järjestely jää pysyväksi vaikka ohjelmaehdotus ei tulisi koskaan vahvistetuksi. Tästä syystä velkakonversio on konvertoivan velkojan kannalta suositeltavaa toteuttaa vasta saneerausohjelman tultua lainvoimaiseksi. Muuten konvertoiva velkoja saattaa heikentää asemaansa ilman, että muut velkojat joutuvat tinkimään oikeuksistaan lainkaan.<sup>218</sup>

#### 6.3.4.2 *Raukeamisedon sitovuus pääomalainan osalta*

Kun on selvitetty, miten pääomalainan pysyvyysskysymys on ratkaistu legaalisanerauksessa, voidaan siirtyä tarkastelemaan mahdollisuutta poiketa järjestelyn pysyvyydestä saneerausopimukseen sisällytettävällä raukeamisedolla. Jos saneerausopimukseen otetaan ehto pääomalainan raukeamisesta velallisyhtiön konkurssissa, voiko ehto olla sitova muihin velkoihin nähden? Samat argumentit, jotka puoltavat pääomalainan pysyvyyttä legaalisanerausta seuraavassa konkurssissa, soveltuvat periaatteessa myös raukeamisedon sitovuuden arviointiin. Kun pääomalainalla on muiden velkojien maksunsaantiasemaa suojaava tarkoitus, joka aktualisoituu nimenomaan velallisyhtiön konkurssissa, ei ole perusteltua antaa velkojalle ja velalliselle oikeutta sopia tehokkaasti muutoksesta yhtiön velkojien maksunsaantijärjestykseen konkurssin varalta<sup>219</sup>. Tätä tulkintaa tukee vahvasti myös osakeyhtiölain ja velkojien maksunsaantijärjestyksestä annetun lain edellä mainitut pakottavat säännökset (OYL 12:2.1 ja VML 6.1 6 k). Lainkohtien on ymmärrettävä tarkoittavan, että myös ennakkolliseen sopimukseen perustuva pääomalainan ehtojen muutos on pätemätön.

Pääomalainan velkojien suojafunktion puitteissa voitaisiin periaatteessa katsoa, että raukeamisedo sitoisi ainakin siitä tietoisia velkojia. Ne velkojat, jotka ovat sitoutuneet saneerausopimukseen tai ovat tietoisia siihen sisältyvästä raukeamisedosta, voivat ottaa raukeamisedon merkityksen huomioon maksunsaantiasemansa kannalta. Riskipositioiperusteisesta näkökulmasta ei kuitenkaan ole riittävä, että velkoja saa tiedon mahdollisesta muutoksesta etutahojen välisissä suhteissa, vaan tällä tulisi myös olla mahdollisuus varau-

<sup>218</sup> Koulu 1998 s. 218, alaviite 159.

<sup>219</sup> Onhan yleisemminkin niin, ettei sopimuksella voida heikentää kolmannen asemaa.

tua muutokseen.<sup>220</sup> Riskipositioden pysyvyys edellyttää, että yhtiön rahoittajalla on rahoituspäätöstä tehdessään tiedossa keskeiset riskit sijoituksen kannalta<sup>221</sup>. Ottaen huomioon maksunsaantijärjestykseen kajoavan muutoksen vaikutuksen etutahon asemaan, raukeamisedon sitovuus tulisi rajata korkeintaan siihen sitoutuneisiin velkoihin<sup>222</sup>. Kuten edellä on todettu, raukeamisedon sitovuuden ratkaiseminen velkojakohtaisesti ei kuitenkaan ole oikeusjärjestyksemme perusratkaisujen valossa tarkoituksenmukaista.<sup>223</sup> Näin ollen sitovuusongelman ratkaiseminen kollektiivisesti on tässäkin kohtaa perutellumpi ratkaisu.

Kun velka viimesijaistetaan yhtiöoikeudellisiin järjestelyin, kyse ei ole enää vain yksityisnormeerauksesta, vaan sellaisen osakeyhtiöoikeudellisen institutionaalisen järjestelyn hyväksikäytöstä, joka vaikuttaa suoraan velkojen riskiposition perusteisiin. Tällaisen järjestelyn pysyvyyttä suojataan muiden velkojen hyväksi pakottavan lainsäädännön nojalla. Sopimussaneerausten edistämistavoitteenkaan ei voida katsoa muuttavan tätä lähtökoh-  
la. Sopimussaneerausten edistämistavoitteenkaan ei voida katsoa muuttavan tätä lähtökoh-  
taa, koska vastaavaan lopputulokseen etutahojen kannalta voidaan päästä vaihtoehtoisilla järjestelyillä.

Riskinjaosta on mahdollista sopia velkojen ja velallisen kesken siten, että pääomallainan velkoja ei jää likvidaatiossa ilman suoritusta. Saneeraussopimuksessa tai -ohjelmassa voidaan sopia esimerkiksi vain velan osan konvertoimisesta, jolloin velkoja voi turvata osan suorituksesta myös epäonnistunutta saneerausta seuraavassa konkurssissa. Toinen tapa on hyödyntää niin sanottuja *riskinjako-* tai *inter creditor -sopimuksia*, joiden tehokkuuteen konkurssissa liittyy kuitenkin tiettyä epävarmuutta<sup>224</sup>. Parempisijaiset velkojat voivat sopimuksin sitoutua tilittämään osan konkurssissa saamastaan jako-osuudesta sellaiselle velkojalle, joka on konvertoinut saatavansa pääomallinaehtoiseksi. Toinen vaihtoehto, jota voidaan käyttää myös em. järjestelyn tehostena, on toteuttaa osapuolten välillä vakuusjärjestely, jossa parempisijainen velkoja panttaa osan saatavastaan pääomallainan velkojalle. Osakeyhtiölain pääomallinaa koskevat säännökset kieltävät ainoastaan velallisyhtiön tai sen tytäryhtiön asettaman vakuuden, joten tällaiselle järjestelylle ei ole yhtiöoikeudellista

<sup>220</sup> Riskipositioerusteisesta lähestymistavasta ks. Mähönen – Villa 2006a s. 178–185.

<sup>221</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 180–182.

<sup>222</sup> Luvussa 6.3.2 on katsottu velkajärjestelyjä koskevan raukeamisedon olevan kaikkia velkoja sitova. Keskeisenä erona tässä käsiteltävään tapaukseen on se, että kun velkajärjestelyt kohdistuvat vain velkojen määrään tai maksuaikaan, niin konversiossa muutetaan maksunsaantijärjestystä, mikä tarkoittaa huomattavasti pidemmälle menevää puuttumista etutahojen asemaan.

<sup>223</sup> Ks. luku 6.3.2 edellä.

<sup>224</sup> Velkojen välisen sopimuksen ehto, joka rikkoo velkojen maksunsaantijärjestyksestä annetun lain säännöksiä, ei sido konkurssihallintoa (Mähönen – Villa 2006b s. 23). Riskinjako- ja inter creditor -sopimukseen liittyvästä keskustelusta sekä yleisemmin luoton sopimusperusteisesta alistamisesta ks. Sippel – Tiitta LM 2002, Kaisto LM 2003, Lehtimäki BLF 2009 ja Kangas BLF 2010.

estettä. Näin voidaan käytännössä päästä samaan tilanteeseen, kuin jos pääomalainan etusija olisi palautunut vastaamaan tavallista velkaa.

Kun kysymys on siis ratkaistava kollektiivisesti ja kun pääomalainaan liittyvä raukeamiseksi rikkoo lain pakottavia säännöksiä ja on muutenkin pääomalainainstituution perusteiden vastainen, ei pääomalainaa koskevaa raukeamiseksi voida pitää konkurssihallintoa sitovana. Tulkinta pysyy samana siinäkin tilanteessa, että kaikki velallisyhtiön tunnetut velkojat antavat ennakkollisen suostumuksensa pääomalainan raukeamiseksi, sillä osakeyhtiölain velkojiensuojajärjestelmän ja varojenjakosäännösten tarkoitus on suojata myös tuntemattomia velkojia<sup>225</sup>.

*Villa* näyttää kuitenkin pitävän mahdollisena pääomalainan raukeamista koskevan määräyksen ottamista saneerausohjelmaan. Hän toteaa, että käytännön ongelmien välttämiseksi olisi suositeltavaa ottaa saneerausohjelmaan määräykset siitä, että pääomalainaan sovelletaan yrityssaneerailain 66.1 §:n raukeamisseuraamusta, jos velallinen asetetaan konkurssiin ennen saneerausohjelman päättymistä<sup>226</sup>. Tällaisen määräyksen tehokkuutta ei kuitenkaan tule pitää itsestään selvänä. Kun sopimusperusteista raukeamiseksi ei voida pitää pätevänä, on vaikea löytää perusteluita sille, että vastaavan ehdon sisällyttäminen saneerausohjelmaan tekisi siitä pätevemmän.

Legaalisaneerauksen luonteen kollektiivisena täytäntöönpanomenettelynä voitaisiin katsoa tukevan saneerausohjelmaan sisältyvän pääomalainan raukeamiseksi sitovuutta. Ehdon sitovuutta voitaisiin perustella siten, että pääomalainan pääomarakennetta vahvistavan ominaisuuden on tarkoitus vaikuttaa heti saneerausohjelman vahvistamisen myötä, mutta maksunsaantijärjestykseen järjestelyn on tarkoitus vaikuttaa vasta saneerausohjelman toteuttamisen jälkeisenä aikana. Tälle logiikallehan perustuu myös yrityssaneerailain velkajärjestelyjen vaikutusten ulottuvuus. Jos saneeraus onnistuu, ne jäävät voimaan, jos se epäonnistuu, järjestelyt raukeavat. Samalla tavalla pääomalainan maksunsaantiaseman viimesijaistamisen olisi tarkoituksenmukaista "tulla voimaan" vasta saneerausohjelman päättymisen jälkeen. Pääomalainan eri ominaisuuksien kuvatonlainen valikoiva voimaan tuleminen ei kuitenkaan ole pääomalainainstituution liittyvän tarkoituksen mukainen. Raukeamiseksi sitovuuden hyväksyminen ei myöskään olisi asiallista sellaisten velkojien kannalta, joiden saaminen velallisyhtiöltä on syntynyt saneerausohjelman toteutusaikana.

---

<sup>225</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 321.

<sup>226</sup> Villa DL 1995 s. 89–90.

Edellä todetuin perustein tässä katsotaan, ettei oikeusjärjestyksemme anna mahdollisuutta ottaa saneeraussopimukseen tai -ohjelmaan sitovaa määräystä pääomallainan palautumisesta maksunsaantijärjestyksessä tavalliseksi lainaksi, siltä varalta, että velallisyhtiö asetetaan konkurssiin saneerauksen toteuttamisen aikana.<sup>227</sup>

### 6.3.5 Pääomallainaan liitetyn vaihto-oikeuden pysyvyys

Pääomallainaan liitetään usein oikeus vaihtaa velka tai osa siitä velallisyhtiön osakkeisiin, jolloin kyseessä on pääomallinaehtoinen vaihtovelkakirjalaina<sup>228</sup>. Tällaisen vaihto-oikeuden kohtelu velkojen uudelleenjärjestelytilanteissa on noussut esille korkeimman oikeuden ennakkoratkaisussa 2003:73. Tapauksessa oli kysymys siitä, koskeeko maksamatta olevan pääomallinaehtoisen vaihtovelkakirjalainan pääoman leikkaaminen saneerausohjelmassa myös vaihto-oikeutta. Korkein oikeus katsoi, että pääomallainan maksuvelvollisuuden poistaminen saneerausohjelmassa "tarkoitti maksamatta olevan velan määrän alentamista olemattomaan", minkä seurauksena velkasuhde raukesi. Velkojalla ei enää ollut saatavaa, jota tämä olisi voinut vaihtaa velallisyhtiön osakkeiksi. Näin ollen myös vaihto-oikeuden katsottiin rauenneen.<sup>229</sup>

"Kun pääomallainan ehtoisen vaihtovelkakirjalainan maksuvelvollisuus oli saneerausohjelmassa poistettu, velkojan oikeutta vaihtaa laina velallisyhtiön osakkeiksi ei voitu ohjelmassa määrätä jäämään voimaan."<sup>230</sup>

*Hupli* on kritisoinut korkeimman oikeuden ratkaisua<sup>231</sup>. Hänen kritiikkinsä kohdistuu erityisesti korkeimman oikeuden näkemykseen ehdottoman etuoikeuden periaatteen<sup>232</sup> (YSL 54 § 5 k) soveltamisen laajuudesta. Korkeimman oikeuden perustelut näyttävät perustuvan sille oletukselle, että periaate soveltuisi kaikissa saneerausohjelman vahvistamistilanteissa. Lain sanamuoto kuitenkin edellyttää sen soveltamista ainoastaan pakkovahvistamistilanteissa. Oikeuskirjallisuudessa katsotaan niin ikään, että ehdottoman etuoikeuden periaate soveltuu vain pakkovahvistamiseen<sup>233</sup>. Ratkaisun tapausselostuksesta ei käy ilmi, oliko saneerausohjelma vahvistettu ryhmäenemmistöjen suostumuksella vai ilman sitä. Jos

<sup>227</sup> Tässä sanottu koskee kuitenkin vain pääomallinaa. On täysin mahdollista, että sellaisen pääomallinaa läheisesti muistuttavan välirahoitusinstrumentin kohdalla, joka ei kuitenkaan ole yhtiöoikeudellisesti pääomallina, tulkinta on päinvastainen.

<sup>228</sup> Airaksinen – Jauhiainen 1997 s. 362 ja 409.

<sup>229</sup> KKO 2003:73.

<sup>230</sup> Ibid.

<sup>231</sup> Hupli 2003 s. 500–506; Hupli 2004 s. 324–325.

<sup>232</sup> Periaatetta on käsitelty edellä luvussa 5.3.2. Periaatteen mukaan paremmassa etuoikeusasemassa olevien velkojien on saatava täysi suoritus ennen kuin huonommassa asemassa oleville velkojille voidaan tehdä mitään suorituksia.

<sup>233</sup> Hupli 2004 s. 325; Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

kyse oli enemmistövahvistamisesta, ratkaisussa olisi *Huplin* mukaan tullut käsitellä ehdottoman etuoikeuden periaatteen merkitystä vaihto-oikeuden pysyvyydelle. Koska perusteissa ei ole käsitelty ohjelmaehdotuksen saamaa kannatusta lainkaan, ratkaisusta ei voida vetää johtopäätöksiä periaatteen soveltumisesta pakkovahvistamisen ulkopuolella.<sup>234</sup>

Puheena olevan ratkaisun merkitys vapaaehtoisten saneerausten kannalta on ilmeinen. Esimerkiksi käy tilanne, jossa rahoitusvelkoja on suostunut muuttamaan osan saatavastaan pääomalainaksi velallisyhtiön maksuvaikeuksien johdosta. Rahoitusvelkoja on lisäksi halunnut turvata asemaansa sopimalla lainaan liittyvästä vaihto-oikeudesta<sup>235</sup>. Jos valallisyhtiö tällaisen järjestelyn jälkeen päätyy legaalisaneeraukseen<sup>236</sup> ja pääomalaina pysyy viimesijaisena, velkojalle ei voida ehdottoman etuoikeuden periaatteen nojalla vahvistaa saneerausohjelmassa suoritusta lainkaan<sup>237</sup>. Kun pääomalainan maksuvelvollisuus poistetaan, raukeaa myös siihen liittyvä vaihto-oikeus.

Kuvattu tilanne vaikuttaa ensialkuun johdonmukaiselta, mutta lähemmässä tarkastelussa sen perusteltavuus voidaan asettaa kyseenalaiseksi yhtiön etutahojen riskinjaon kannalta. Hieman yksinkertaistaen voidaan sanoa, että velallisyhtiön keskeisimpiä intressiryhmiä kohdellaan legaalisaneerauksessa seuraavalla tavalla: osakkeenomistajat säilyttävät omistuksensa ja joutuvat kärsimään vain sijoituksensa arvon tilapäisestä<sup>238</sup> alentumisesta; etusijaiset ja vakuusvelkojat voivat ohjelmassa säilyttää saatavansa jopa täysimääräisinä; tavalliset velkojat joutuvat leikkaamaan saataviaan kokonaan tai lähes kokonaan; ja pääomalainan velkoja menettää saatavansa kokonaisuudessaan. Vertailtaessa sanottujen etutahojen asemaa toisiinsa havaitaan, että pääomalainaehtoisen vaihtovelkakirjalainan velkojan kohtelu on velkojien keskinäisessä suhteessa kyllä perusteltua, mutta suhteessa osakkeenomistajiin (joiden riskiposition ei itse asiassa pitäisi olla kovin kaukana pääomalainaehtoisen vaihtovelkakirjalainan velkojan asemasta<sup>239</sup>) tämän kohtelu vaikuttaa perusteettoman ankaralta.

<sup>234</sup> Hupli 2004 s. 325.

<sup>235</sup> Vaihtovelkakirjalainalla voidaan tavoitella kontrollioikeutta velallisyhtiössä tai osuutta velallisyhtiön arvonnoususta. (Mähönen – Villa 2006b s. 271).

<sup>236</sup> Vaihto-oikeuden pysyvyydellä ei ole konkurssissa merkitystä, koska osakkeenomistajat eivät siinä saa suoritusta. Tästä syystä tässä tarkastellaan vaihto-oikeuden pysyvyyttä legaalisaneerauksessa.

<sup>237</sup> "Velkajärjestely joudutaan käytännössä aina kohdistamaan täysimääräisenä viimesijaisiin saataviin, etenkin pääomalainoihin." (Koulu ym. 2009 osa IV luku 7, päivitetty 14.8.2009).

<sup>238</sup> Edellyttäen, että saneeraus onnistuu ja yhtiön liiketoiminta tervehtyy.

<sup>239</sup> Mähönen – Villa 2006a s. 198.



Hovioikeus omaksui samassa asiassa edellä kuvatun kaltaisen, reaalisia argumentteja painottavan näkökulman. Hovioikeus lähti siitä, ettei lainan vaihto-oikeuden poistaminen kuulunut yrityssaneerauslain 44 §:n sallimiin velkajärjestelykeinoihin. Se katsoi, että vaihto-oikeuden poistaminen "rajoitti velkojan oikeutta enemmän kuin oli tarpeellista saneerausohjelman tarkoituksen toteuttamiseksi ja mainitussa laissa [YSL] säädettyjen velkojen keskinäistä asemaa koskevien vaatimusten täyttämiseksi" (lievimmän riittävän keinon periaate<sup>240</sup>). Lisäksi hovioikeus katsoi, ettei vaihto-oikeuden pysyttäminen voimassa vaikuttanut yritystoiminnan tervehdyttämiseen eikä velkojen keskinäiseen asemaan. Hovioikeuden perusteluihin on helppo yhtyä. Miksi pääomalainan velkoja ei voisi käyttää vaihto-oikeuttaan, kun oikeuden säilyminen voimassa tasoittaisi velkojan ja osakkeenomistajan välistä riskinjakoja asianmukaisella tavalla<sup>241</sup>, eikä järjestelyllä vähennettäisi parempisijaisille velkojille tulevia suorituksia?

Argumentoinnin haasteena on kuitenkin edelleen sen perusteleminen, miksi viimesijaiselle velalle, jonka maksuvelvollisuus on poistettu, voitaisiin tehdä ylipäänsä minkäänlaisia suorituksia. Täytyyhän osakeannin suuntaaminen velkojalle katsoa velan osittaiseksi suorittamiseksi. Tätä kautta palataankin korkeimman oikeuden ratkaisun keskeisimpään tulkintakysymykseen: tuliko viimesijaisen lainan maksuvelvollisuus poistaa saneerausohjelmassa l. tuliko tilanteessa soveltaa ehdotonta etuoikeusjärjestystä? *Huplin* mukaan lakisääteinen etuoikeusjärjestys on pikemminkin velkojen välinen neuvottelukysymys kuin ohjelmaehdotuksen vahvistamisen ehdoton edellytys. Yrityssaneerauslaissa ei ole säädetty ehdottomasta etuoikeusjärjestyksestä 50–53 §:n mukaisen vahvistamisen osalta, eikä sen rikkomista ole mainittu laissa vahvistamisen esteenä. Myöskään velkojen oikeusturva ei edellytä ehdottoman etuoikeusjärjestyksen noudattamista muutoin kuin silloin, kun ohjelmaehdotukselta puuttuu ryhmäenemmistöjen kannatus.<sup>242</sup> *Hupli* katsookin, että saneerausmenettelyyn pitäisi sisältyä mahdollisuus poiketa lakisääteisestä etuoikeusjärjestyksestä, jos näin saavutetaan järkevä lopputulos ja ohjelma vahvistetaan velkojen ryhmäenemmistöjen tuella tai yksimielisesti.<sup>243</sup>

*Huplin* perusteluiden valossa voidaan pohtia myös pääomalainaehtoiseen vaihtovelkakirjalainaan liitetyn raukeamisedon sitovuutta legalisaneerauksessa. Kyseessä on siis sopi-

<sup>240</sup> Lievimmän riittävän keinon periaatetta on käsitelty edellä luvussa 5.3.3.

<sup>241</sup> Ks. KKO 2003:120, jossa on otettu kantaa saneerausohjelmassa toteutettuun riskinjakoon velallisyhtiön etutahojen kesken lievimmän riittävän keinon periaatteen näkökulmasta. Ks. myös luku 5.3.4 edellä.

<sup>242</sup> *Hupli* 2004 s. 325.

<sup>243</sup> *Hupli* 2003 s. 500–506.

musehto, jonka mukaan pääomallinaehtoiseksi vaihtovelkakirjalainaksi muutetun tavallisen lainan etusija palautuu saneerausmenettelyssä ennalleen. Edellä on käytännön syistä käsitelty raukeamisehtojen sitovuutta vain konkurssin osalta, mutta tässä yhteydessä on perusteltua tarkastella lyhyesti raukeamisehdon sitovuutta saneerausmenettelyssä. Kuten *Hupli*kin toteaa, vaikka ehdottoman etuoikeuden periaatteesta poikettaisiin ohjelmaehdotuksessa, on ohjelman toteuttamisessa aina noudatettava osakeyhtiölainsäädäntöä ja muita "oman (tai väli-) pääoman ehtojen sijoitusten palautus- ja tuottonormeja".<sup>244</sup> Tämä lähtökohta tukee niitä perusteita, joiden nojalla on edellä torjuttu pääomallinaa koskevien raukeamisehtojen sitovuus konkurssissa. Näin ollen tässä katsotaan, ettei myöskään saneerausmenettelyn varalta voida sopimuksin poiketa niistä osakeyhtiölain pakottavista säännöksistä, jotka rajoittavat pääomallinan pääoman palauttamista ja koron maksamista.

---

<sup>244</sup> Hupli 2003 s. 500–506.

## 7 SANEERAUSSOPIMUKSEN VAHVISTAMINEN LEGAALIMENETTELYSSÄ

### 7.1 Saneerausmenettelyn kestosta

Ehkä tärkein syy legaalisanerauksen epäsuosioon viimeaikaisissa velkojen uudelleenjärjestelyissä on menettelyn hitaus<sup>245</sup>. Jos halutaan välttää tämä ongelma ja samalla kuitenkin hyötyä legaalimenettelyn tuomista eduista, voi olla tarkoituksenmukaista vahvistaa saneerausopimus legaaliseksi saneerausohjelmaksi yrityssaneerauslain 92 §:n tarkoittamalla tavalla. Yrityssaneerauslain mukainen nopeutettu saneerausohjelman vahvistaminen olisi teoriassa mahdollista viedä läpi muutamassa päivässä, vaikka käytäntö ei tätä teoriaa tuekaan. Ulkomaisessa lainsäädännössä tällaiset etukäteen neuvotellut legaalisaneraukset ovat varsin pitkälle kehittyneitä. Iso-Britanniassa niin sanottu *pre-packaged reorganization* voidaan käytännössäkin viedä läpi muutamassa vuorokaudessa<sup>246</sup>.

Yrityssaneerauslaki mahdollistaa täysimittaisen saneerausmenettelyn yksinkertaistamisen (ja oletetusti nopeuttamisen) kolmella eri tavalla: menettely ilman täydellistä saneerausorganisaatiota (YSL 90 §), menettely ilman kuuluttamista (YSL 91 §) ja nopeutettu saneerausohjelman vahvistaminen (YSL 92 §). Näistä voidaan hyödyntää yhtä tai useampaa keinoja myös täysimittaisena alkaneessa saneerausmenettelyssä. Seuraavassa tarkastellaan yksinkertaistetun menettelyn eri toteutustapoja tutkimuksen kohteena olevien järjestelyjen kannalta keskittyen erityisesti nopeutettuun saneerausohjelman vahvistamiseen.

Suomessa saneerausohjelman nopeutettu vahvistaminen edellyttää, että ohjelman vahvistaa vähintään 80 prosenttia velkojista sekä jokainen velkoja, jonka saatavan määrä on vähintään 5 prosenttia saatavien kokonaismäärästä. Lisäksi edellytetään, että velalliselta on saatu kirjallinen lausuma. Tuomioistuimelle on myös toimitettava selvitys siitä, miten ja milloin niille velkojille, jotka eivät ole hyväksyneet ehdotusta, on annettu tieto ehdotuksesta ja varattu tilaisuus lausua siitä sekä ehdotusta vastustaneiden velkojien kirjalliset lausumat (YSL 92 §).

### 7.2 Vahvistamisen vaikutus raukeamishdon sitovuuteen

Saneerausopimuksen vahvistaminen legaalimenettelyssä poistaa vapaaehtoisen saneerausopimuksen raukeamishdon sitovuusongelman velkajärjestelyjen osalta. Yrityssaneerauslain 66.1 §:n mukaan, jos velallinen asetetaan konkurssiin ennen saneerausohjelman päättymistä, ohjelma raukeaa. Velkojan oikeus konkurssissa määräytyy tällöin samoin kuin jos

<sup>245</sup> Asianajaja Manne Airaksisen esitys aiheesta "Havaintoja viimeaikaisista velkojen uudelleenjärjestelyistä" Pykälä ry:n 75 v. juhlaseminaarissa Roschier Asianajotoimisto Oy:ssä 14.6.2010.

<sup>246</sup> Ibid.

saneerausohjelmaa ei olisi vahvistettu. Konkurssiraukeaminen ei siis kuitenkaan koske velkakonversiota tai muita yhtiöoikeudellisia oikeustoimia, kuten edellä on todettu. Näin ollen sopimuksen vahvistaminen nopeutetussa legaalimenettelyssä tekee raukeamisedhon tarpeettomaksi.

### 7.3 Vahvistamisen vaikutus ulkopuolisen vakuudenantajan asemaan

Takaisinsaannista konkurssipesään annetun lain (758/1991 jäljempänä "takaisinsaantilaki") mukaan 17 §:n mukaan takaajan vastuu velkojaa kohtaan lakkaa, jos velkoja vapauttaa vastuusta velallisen tai jonkun yhteisvastuullisista velallisista ilman takaajan suostumusta. Vierasvelkapantin antajaan sovelletaan samaa säännöstä (TakSL 41 §). Siten päävelallislle annettu sopimusperusteinen velka-akordi vapauttaa takaajan ja vierasvelkapantin antajan vastuusta vastaavassa määrin.

Legaalisaneerauksessa tilanne on toinen. Siinä velan leikkaaminen tai maksuehtojen muuttaminen eivät vaikuta takaajan tai vierasvelkapantin antajan vastuuseen (YSL 48.2 § ja TakSL 17.2 §). Näin ollen velkoja pääsee huomattavasti parempaan asemaan legaalimenettelyssä, kun ulkopuolinen vakuus säilyy voimassa akordista huolimatta. *Hupli* muistuttaa myös vahvistamismenettelyn uhan velkojalle luomasta vahvasta neuvotteluasemasta suhteessa ulkopuoliseen vakuudenantajaan: "Jos takausvastuun jatkumisen ehdoista ei päästä yksimieleisyyteen, vastuu voidaan vahvistamismenettelyllä jättää voimaan täysimääräisenä ja muutoinkin entisin ehdoin."<sup>249</sup>

### 7.4 Vahvistamisen preklusiovaikutus

Kollektiivisille insolvenssimenettelyille on määritelmällistä velallisen velkavastuiden kollektiivinen täytöntöönpano. Kollektiivinen ratkaisu velallisyhtiön maksukyvyttömyyden aiheuttamiin ongelmiin edellyttää sitä, että ne velkojat, jotka eivät valvo saataviaan menettelynormien mukaisesti, menettävät oikeutensa suoritukseen lopullisesti. Näin on myös legaalisaneerauksen kohdalla. Puhtaasti sopimusperusteisiin saneerauksiin ei luonnollisesti tällaista preklusiouhkaa liity. Saneerausopimuksen vahvistaminen legaalimenettelyssä saattaa siten olla saneeraukseen osallistuvien velkojien sekä velallisen edun mukaista. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että saneerausohjelman nopeutettuun vahvistamiseen liit-

<sup>247</sup> Hupli 2004 s. 413.

<sup>248</sup> Katso raukeamisedhon sitovuudesta konkurssissa luku 6.3 edellä.

<sup>249</sup> Hupli 2004 s. 414.

tyy sama preklusiovaikutus kuin täysimittaiseen menettelyyn. Näin ollen ohjelman vahvistamisella YSL 92 §:n mukaisesti varmistetaan siitä, ettei ohjelman toteutusvaiheessa tarvitse varautua tuntemattomien velkojen esittämiin vaatimuksiin.<sup>250</sup>

Täysimittaisessa legaalisanerauksessa on tuomioistuimen viipymättä julkaistava kuulutus saneerausmenettelyn aloittamispäätöksestä (YSL 80 § ja YSA 4 §). Selvittäjän on lisäksi annettava päätös viipymättä tiedoksi velallisen hakemuksesta tai selvityksestä ilmeneville velkojille sekä takaajille, kanssavelallisille ja vakuuden asettajille (YSL 71.3 §). Saneerausmenettelyn hakijan vaatimuksesta ja velallisen tunnettujen velkojen suostumuksella tuomioistuin voi jättää kuulutuksen toimittamatta, ellei se erityisestä syystä katso tarpeelliseksi, että kuulutus on julkaistava (YSL 91.1 §). Jos kuulutusta ei toimiteta, velkoja, jolle ei ole annettu tiedoksi päätöstä saneerausmenettelyn aloittamisesta, säilyttää oikeutensa suoritukseen ja sen täytäntöönpanoon, ellei hänen voida olettaa saaneen tiedon menettelyn aloittamisesta muulla tavalla (YSL 91.2 §).

*Huplin* tulkinnan mukaan tuomioistuimen on nopeutetussa vahvistamismenettelyssä toimitettava kuulutus suoraan lain nojalla. Hän perustelee tätä tuntemattomien velkojen oikeusturvan tarpeella sekä YSL 92 §:n *e contrario* -tulkinnalla, jonka mukaan saatavien ilmoitusmenettelyn on oltava pakollinen osa nopeutettua vahvistusmenettelyä: "YSL 92 §:n mukainen mahdollisuus väitemenettelyn sivuuttamiseen koskee vain tilanteita, joissa julkinen valvontakehotus ei tuo tietoon yhtäkään uutta velkojaa." Saneeraukseen osallistuvien velkojen intressissä ei myöskään ole vaatia kuulutuksen toimittamatta jättämistä, koska preklusiovaikutus saadaan näin ulottumaan laajemmalle.<sup>251</sup>

Velan prekludoituminen edellyttää aina, ettei velkoja ole saneerausmenettelyssä ilmoittanut saatavaansa eikä se muutoinkaan ole tullut selvittäjän tietoon ennen saneerausohjelman vahvistamista (YSL 47 §). Säännöksen nojalla saneerausmenettelyssä ilmoittamatta jätetyt ja selvittäjälle tuntemattomat velat lakkaavat saneerausohjelman vahvistamisella.<sup>252</sup> Koska laki ei välttämättä edellytä selvittäjän määräämistä (YSL 90 §), eikä nopeutetussa vahvistamisessa siihen yleensä liene tarvetta, niin säännöksen sanamuoto voi johtaa tulkintaan, jonka mukaan kaikki ilmoittamatta jätetyt saatavat prekludoituvat selvittäjän (tietoisuuden) puuttuessa. *Hupli* on kritisoinut tulkintaa, ja esittänyt, että ratkaiseva rooli tulisi antaa selvittäjän tietoisuuden sijaan velallisen tietoisuudel-

<sup>250</sup> Hupli 2004 s. 415.

<sup>251</sup> Hupli 2004 s. 415–416.

<sup>252</sup> HE 152/2006 s. 63.

le.<sup>253</sup> Kyseistä pykälää on sittemmin muutettu (247/2007), mutta puheena olevaan ongelmaan ei siinä ole puututtu<sup>254</sup>.

*Koulun* mukaan tuomioistuimen tulisi preklusioriskin takia aina viran puolesta määrätä selvittäjä nopean vahvistamisen yhteydessä, vaikka sitä ei haettaisikaan<sup>255</sup>. Toisaalta hän kuitenkin katsoo, että tuomioistuin voisi perustellusti jättää selvittäjän määräämättä jopa velkojan vaatimuksesta huolimatta silloin, kun saneerausta on valmisteltu suurten velkojien kanssa pitkään ja pienvelkojan esittämä vaatimus on tarkoitettu saneerausohjelman torjuntakeinoksi. Tämä edellyttäisi kuitenkin, että vähemmistöön jääneen velkojan saatava olisi hyvin vähäinen. Pidättyvää tulkintaa puoltavat *Koulun* mukaan myös se, että selvittäjän määräämisestä aiheutuneet kustannukset ovat saneerauskäytännössä osoittautuneet odotettua pienemmiksi sekä se että selvittäjän puuttuminen saattaa pitkittää saneerausmenettelyä "vetävän voiman" puuttuessa.<sup>256</sup> Viimeksi mainitut perustelut eivät ole kestäviä tässä tutkielmassa tarkasteltavien tilanteiden kannalta. Ennakkoon neuvoteltujen saneeraussopimusten nimenomaisena tarkoituksenaahan on, että velallisyhtiön tervehdyttämiseen tähtäävä kokonaisjärjestely saadaan vietyä läpi mahdollisimman nopeasti ja kustannustehokkaasti. Toimenpiteistä ja kustannusten jaosta on tällöin sovittu etukäteen velallisyhtiön ja velkojien tarvittavan enemmistön välillä.

Vakuuttavampi perustelu säännöksen suppealle tulkinnalle on sen sijaan selvittäjän tärkeä rooli koko velkojakollektiivin etujen valvojana, mukaan lukien passiiviset ja tuntemattomat velkojat<sup>257</sup>. Selvittäjän määrääminen voi kuitenkin pitkittää prosessia siinä määrin, että nopeutettuun menettelyyn liittyvä etu saatetaan suppeaa tulkintaa seuraten menettää. Juuri tästä syystä tässä tutkielmassa katsotaan, että tuomioistuimen tulisi painottaa saneerausintressiä ja määrätä selvittäjä tapauskohtaisesti ja vain siinä tilanteessa, että tuntemattomien velkojien intressin katsotaan sitä erityisesti vaativan. Vähemmistövelkojien intressit tulevat riittävällä tavalla suojatuksi muilla säännöksillä<sup>258</sup>.

---

<sup>253</sup> Hupli 2004 s. 416.

<sup>254</sup> HE 152/2006 s. 73.

<sup>255</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 7 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>256</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 4 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>257</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 4 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>258</sup> Ks. konkurssivertailusta ja lievimmän riittävän keinon periaatteesta luku 5.3 edellä.

## 7.5 Vahvistamisen vaikutus eräisiin sopimuksiin

Yrityssaneerauslain mukaan saneerauksen alkaminen ei vaikuta velallisen jo tekemiin sitoumuksiin, ellei laissa toisin säädetä (YSL 15.1 §). Säännöksen kiteyttämä *sopimusten jatkuvuuden periaate* on saneerauslainsäädännön johtavia periaatteita. Se ilmaisee legaalisanerauksen vahvan lähtökohdan, jonka mukaan menettelyn aloittamisella ei ole vaikutusta ennen sitä tehtyihin sopimuksiin. Legaalisanerauksen aloittaminen ei sellaisenaan ole peruste esimerkiksi sopimussuhteesta irtautumiselle. Sopimusten jatkuvuuden periaatteeseen liittyy kiinteästi *neutraliteettiperiaate*<sup>259</sup>, jonka mukaan legaalimenettelyn käynnistyminen ei myöskään anna velkojille oikeutta vaatia velalliselta vakuutta.<sup>260</sup> Sopimusten jatkuvuudesta on kuitenkin lainsäädännössä poikettu eräiden sopimustyyppien osalta (YSL 27 §). Lainsäätäjä on näin halunnut helpottaa velallisyrittäjien mahdollisuuksia irtaantua huonoista sopimuksista osana kannattavuutta parantavia tervehdyttämistoimia<sup>261</sup>.

Vuokrasopimus tai leasingsopimus, jossa velallinen on vuokralleottajana, voidaan velallisen puolelta irtisanoa päättymään kahden kuukauden irtisanomisaikaa noudattaen sopimusehdoista riippumatta (YSL 27.1 §). Säännös koskee kaikenlaisten leasingsopimusten lisäksi sekä maanvuokra- että huoneenvuokrasopimuksia. Velallisen tulee maksaa sopimuskumppanilleen korvaus sopimuksen ennaikaisen päättymisen vuoksi. Korvaus käsittää omaisuuden hallinnan palauttamisesta aiheutuneet välttämättömät kustannukset sekä kohtuullisen korvauksen muusta todellisesta vahingosta. Tällainen korvaus on saneerausvelkaa, joka siis kuuluu velkajärjestelyjen piiriin (YSL 27.4 §).<sup>262</sup> Korkein oikeus on katsonut myös määräaikaisen vuokrasopimuksen ennaikaisen päättymisen johdosta vuokratulojen menetyksestä irtisanomisajan jälkeiseltä ajalta maksettavan korvauksen olevan tällaista muuta vahinkoa.<sup>263</sup> Irtisanomisajalta maksettava vuokra on sitä vastoin menettelyn aikaista velkaa.<sup>264</sup>

Toinen poikkeus sopimusten jatkuvuuden periaatteesta koskee ennen legaalimenettelyn aloittamista tehtyjä, mutta vielä täyttämättömiä sopimuksia. Jos velallisen sopimuskump-

<sup>259</sup> Koulu katsoo neutraliteettiperiaatteen täydentävän sopimusten jatkuvuuden periaatetta, kun Hupli sen sijaan näyttää pitävän niitä saman periaatteen eri nimityksinä. Ks. Koulu ym. 2009 osa IV luku 5 (päivitetty 14.8.2009); Hupli 2004 s. 192.

<sup>260</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 5 (päivitetty 14.8.2009); Hupli 2004 s. 191–192.

<sup>261</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 5 (päivitetty 14.8.2009).

<sup>262</sup> HE 182/1992 s. 80.

<sup>263</sup> KKO 2003:31.

<sup>264</sup> Koulu 2007 s. 178. Aikaisemmin irtisanomisajan vuokraa pidettiin saneerausvelkana (KKO 1997:54), mutta sittemmin lain sananmuotoa muutettiin selkeämmäksi (794/98).

pani on ennen menettelyn alkamista tehdyllä sopimuksella sitoutunut suoritukseen, joka menettelyn alkaessa on täyttämättä, on sopimuskumppani oikeutettu saamaan maksun suorituksesta, jos sitä voidaan pitää velallisen toiminnan kannalta tavanomaisena (YSL 27.2 §). Jos suoritusta ei voida pitää tavanomaisena, selvittäjän on vastapuolen pyynnöstä ilmoitettava, pysyykö velallinen sopimuksessa. Jos vastaus on kielteinen tai sitä ei anneta kohtuullisessa ajassa, vastapuoli saa purkaa sopimuksen (YSL 27.3 §). Myös tässä tapauksessa velallisella on oikeus korvaukseen sopimuksen enneaikaisesta päättymisestä. Korvaus on niin ikään saneerausvelkaa (YSL 27.4 §).

Tilanteiden moninaisuudesta johtuen laissa ei ole katsottu tarkoituksenmukaiseksi täsmentää, mitä tavanomaisilla sopimuksilla tarkoitetaan. Esitöiden mukaan velallisyrittäjien toiminnan laatu ratkaisee, millaiset sopimukset kuuluvat velallisen normaaliin liiketoimintaan.<sup>265</sup> *Koulu* on esittänyt arvioinnin kriteeriksi sopimusten toistuvuutta tai ainutkertaisuutta, joista toistuvat sopimukset olisivat siis tavanomaista liiketoimintaa. Ainakin velallisyrittäjien juoksevaan liiketoimintaan liittyviä tilaus- ja toimitussopimuksia olisi pidettävä tässä merkityksessä tavanomaisina.<sup>266</sup>

Lisäksi pykälässä on viittaus saneerausmenettelyn yhteydessä tapahtuvaa irtisanomista koskeviin työsopimuslain säännöksiin (YSL 27.5 §). Työsopimuslain 7 luvun 7 §:n mukaan saneerauksen kohteena olevassa yrityksessä työntekijään voidaan tietyin edellytyksin soveltaa kahden kuukauden irtisanomisaikaa (tai luonnollisesti työsopimuksen mukaista lyhyempää irtisanomisaikaa). Irtisanomisperusteet jakaantuvat saneerausmenettely- ja saneerausohjelmaperusteeseen. Saneerausvaiheessa erityistä irtisanomisaikaa voidaan noudattaa, jos irtisanominen on osa järjestelyä, joka on välttämätön konkurssin torjumiseksi ja jonka vuoksi työ lakkaa tai vähenee täyttäen taloudellisen ja tuotannollisen irtisanomisperusteen (TSL 7:7.1 1 kohta). Toteutusvaiheessa erityiseksi irtisanomisperusteeksi käy saneerausohjelman mukainen toimenpide, jonka vuoksi työ lakkaa tai vähenee täyttäen taloudellisen ja tuotannollisen irtisanomisperusteen, taikka saneerausohjelmassa todetusta taloudellisesta syystä johtuva, ohjelman mukainen järjestely, joka edellyttää työvoiman vähentämistä (TSL 7:7.1 2 k). Irtisanomisen on lisäksi aina täytettävä yleiset asiallisuuden ja painavuuden edellytykset (TSL 7:1). Saneerausperusteinen irtisanominen rakentuu samankaltaisille edellytyksille kuin voimassa olevat taloudelliset ja tuotannolliset irtisanomisperusteet, joten säännöksen tulkinnassa lienee tarkoitus seurata TSL 7:3 tulkintaa.

---

<sup>265</sup> HE 182/1992 s. 80.

<sup>266</sup> *Koulu* 2007 s. 178.



Työnantajayrityksen ohjautuminen saneeraukseen ja aloittamisedellytysten täytyminen ovat kuitenkin itsessään vahvoja indikaattoreita työn vähentämistarpeesta.

Kaikkien edellä mainittujen sopimustyyppien osalta irtisanomisoikeuden hyödyntämistä saattaa nopeutetussa vahvistamismenettelyssä vaikeuttaa se, että siinä selvittäjää ei välttämättä määrätä lainkaan, jolloin jää epäselväksi kenellä (jos kenelläkään) on toimivalta tehdä irtisanomispäätös. Velallinen ei nimittäin menettelyn aloittamisen jälkeen saa irtisanoa yrityksen toiminnan tai sen jatkamisedellytysten kannalta tarpeellisia sopimuksia ilman selvittäjän suostumusta (YSL 29.2 §:n 5 kohta). Arviointiin vaikuttavat luonnollisesti myös tuomioistuimen antamat velallisen määräysvallan erityiset rajoitukset (YSL 30 §).<sup>267</sup>

Yrityssaneerauksen kantavia periaatteita on, että velallinen säilyttää menettelyn aikana määräysvaltansa (YSL 29.1 §, *määräysvallan pysyvyyden periaate*). Tästä lähtökohdasta on laissa säädetty tarpeelliset poikkeukset. Pääsääntönä on, että oikeustoimet, joita ei voida lukea velallisyrityksen tavanomaiseen liiketoimintaan tai jotka ovat laajakantoisia, ei velallinen voi tehdä ilman selvittäjän suostumusta. Toisaalta ilman velallisyrityksen myötäväikutusta ei ole mahdollista tehdä sitä sitovia oikeustoimia lainkaan.<sup>268</sup>

Niin sanottujen epätavanomaisten sopimusten irtisanomisoikeuden osalta (YSL 27.3 §) laissa mainitaan nimenomaisesti, että selvittäjän on otettava pyydettyä asiaan kantaa. Vuokra- ja leasingsopimusten sekä työsopimusten osalta ratkaisu jää YSL 29 ja 30 §:n tulkinnan varaan. Lain esitöissä on kuitenkin nimenomaisesti mainittu yrityksen toiminnan ja sen jatkumisedellytysten kannalta tarpeellisina sopimuksina toimitilojen vuokrasopimukset, käyttöomaisuuden leasingsopimukset sekä keskeisten työntekijöiden työsopimukset, eli juuri ne sopimustyytit, joita YSL 27 §:n ennaikainen irtisanomisaika koskee<sup>269</sup>. Yrityssaneerauslain esitöiden valossa näyttää siis siltä, että sopimusten jatkuvuuden periaatteesta tehdyt poikkeukset rakentuvat samalle systematiikalle kuin määräysvaltasuhteita koskeva rajanveto. Yrityksen toiminnan kannalta tavanomaiset sopimukset pysyvät saneerausmenettelystä huolimatta velallisyrityksen yksinomaisessa toimivallassa, eikä niiden pysyvyyteen ole mahdollista lain nojalla kajota.<sup>270</sup>

---

<sup>267</sup> HE 182/1992 s. 82.

<sup>268</sup> Ibid. s. 40.

<sup>269</sup> HE 182/1992 s. 40

<sup>270</sup> Ibid. s. 34; 40. Ks. myös Hupli 2004 s. 213–214.

Kun ennenaikaisen irtisanomisoikeuden käyttäminen edellä mainituilla perusteilla edellyttää selvittäjän myötävaikutusta, niin miten tällainen irtisanominen voidaan toimittaa tilanteessa, jossa selvittäjää ei ole määrätty? Selvittäjän rooli, sille annetun määräysvallan käyttäjänä, on toimia velkojien edunvalvojana saneerausmenettelyn aikana (YSL 8.1 §). Selvittäjän merkittävänä tehtävänä on myös valvoa, ettei velallinen ylitä määräysvaltansa rajoja.<sup>271</sup> Vaikka selvittäjä toimii tehtävässään velkojien edustajana, hän ratkaisee tehtäviinsä kuuluvat asiat itsenäisesti, eikä velkojakollektiivi voi yksimielisenäkään ohittaa selvittäjän päätöstä. Velkojatoimikunta voi kuitenkin vaatia selvittäjän vaihtamista tai erottamista luottamuspuolan takia (YSL 83.2 ja 86.1 §).

Vaikka selvittäjälle on laissa säädetty muitakin tehtäviä kuin velkojien edun valvominen, niin velallisen määräysvallan rajoittamiseen ja valvomiseen liittyvät tehtävät palvelevat nimenomaan velkojien intressiä. Kun selvittäjälle lainsäädännöllä delegoidulle määräysvalalle ei voida löytää muuta perusteltua tarkoitusta kuin velkojien etujen ja yhdenvertaisuuden edistäminen, niin olisi epätarkoituksenmukaista rajoittaa velkojakollektiivin toimivaltaa sillä perusteella, että kollektiivin etua ajava selvittäjä jätetään määräämättä. Näin ollen tässä tutkielmassa katsotaan, että silloin kun selvittäjä jätetään määräämättä, vain kaikilta tunnetuilta velkojilta saatu suostumus korvaa selvittäjän suostumuksen velallisyriityksen sopimusten ennenaikaiseen irtisanomiseen YSL 27 §:n mukaisesti. Samaan tulokseen on päätyneet *Pinomaa*, tosin perustelematta kantaansa millään tavoin. Hänen mukaansa 27.3 §:n ilmoitus sopimuksessa pysymisestä on pyydettävä velalliselta, jonka on puolestaan hankittava siihen tunnettujen velkojien suostumus.<sup>272</sup>

Yrityssaneerailain 27 §:n säännökset antavat velallisyriitykselle mahdollisuuden leikata olennaisesti toimitila- ja henkilöstökustannuksia, ja tehostaa näin toimintaansa. Jos velallisyhtiön toimintoja lopetetaan, tarpeettomien tilojen ja laitteiden vuokra- tai leasingsopimukset voivat olla merkittävä kustannuserä, josta voidaan säännösten turvin päästä eroon.<sup>273</sup> Erityisen irtisanomismahdollisuuden käyttökelpoisuutta rahoitusvelkojien näkökulmasta parantaa vielä se seikka, että pykälän nojalla ennenaikaisesti päätetyt sopimussuhteet lakkaavat lopullisesti eivätkä elvy, vaikka aloittamispäätös kumottaisiin muutoksenhaun seurauksena tai saneerausohjelma määrättäisiin raukeamaan (YSL 65 §).<sup>274</sup> Näin ollen ennenaikainen irtisanominen lain nojalla on ehdottomasti yksi legaalivahvistamisen

<sup>271</sup> Ibid. s. 35.

<sup>272</sup> *Pinomaa* 2009 s. 203.

<sup>273</sup> HE 182/1992 s. 33.

<sup>274</sup> Koulu ym. 2009 osa IV luku 5 (päivitetty 14.8.2009).

puolesta puhuva seikka myös sopimusperusteisissa saneerauksissa. Siitä voi olla merkittävää etua velallisyhtiön tehokkaalle tervehdyttämiselle.

## 8 JOHTOPÄÄTÖKSET

### 8.1 Yhteenveto

Edellä on tarkasteltu vapaaehtoiseen saneeraukseen ja sen yhteydessä toteutettavaan velkakonversioon liittyviä oikeudellisia riskejä. Aihetta on lähestytty erityisesti rahoitusvelkojan näkökulmasta kiinnittäen huomiota velkojien mahdollisuuksiin kontrolloida järjestelyn läpiviemistä ja suojautua tulevilta riskeiltä. Kiinnostuksen kohteena ovat olleet niin velkojien ja osakkeenomistajien väliset intressiristiriidat kuin velkojien keskinäiset valtaasetelmat. Lähtökohtana on pidetty sitä, että kollektiivisia insolvenssimenettelyjä koskevat säännökset ohjaavat voimakkaasti myös vapaaehtoisia uudelleenjärjestelyjä.

Ensimmäisessä varsinaisessa pääluvussa (luku 4) on tunnistettu sopimusperusteisen rauhoitusajan ratkaiseva merkitys vapaaehtoisen saneerauksen onnistumiselle sekä pohdittu yleis-täytäntöönpanosta pidättäytymistä koskevan sitoumuksen tehokkuutta. Johtopäätöksenä on katsottu, ettei velkojien täytäntöönpanointressin tai legaalimenettelyihin liittyvän julkisen intressin tulisi estää lyhyeksi määräajaksi sovitun rauhoitusaikalausekkeen tehokkuutta edes maksukyvyttömyysperusteella.

Tämän jälkeen (luku 5) on tutkittu, miten insolvenssi- ja yhtiöoikeus vaikuttavat eri etutahojen neuvotteluasemiin vapaaehtoisessa uudelleenjärjestelyssä. Kontrollivaltaa on tarkasteltu saneerausohjelman vahvistamisen edellytysten ja esteiden sekä niitä koskevan oikeuskäytännön kautta. Velkojien vaikutusvallan kannalta on katsottu ratkaisevaksi sellaisten velkojaryhmien määräysvalta, joissa velkojien saatavilla on arvoa myös likvidaatiomenettelyssä. Lain mukaista riskinjakoa velkojan ja osakkeenomistajan välillä on linjattu ratkaisussa KKO 2003:120. Ratkaisun perusteella on katsottu, ettei yrityksen tervehtyttämisen, legaalisen tai vapaaehtoisen, tarvitse tapahtua yksin velkojien kustannuksella, vaan myös osakkeenomistajilta voidaan edellyttää uhrauksia riskinjaon tasapainottamiseksi. Tällainen uhraus voi olla uuden sijoituksen tekeminen yhtiöön taikka omistuksesta luopuminen velkojien hyväksi esimerkiksi konvertoimalla velkaa velallisyhtiön omaksi pääomaksi.

Tutkielman jälkipuoliskolla (luku 6) on selvitetty konvertoivan velkojan mahdollisuuksia varautua vapaaehtoisen saneerauksen epäonnistumiseen. Tarkastelu on keskittynyt velkakonversion yhteydessä toteutettujen velkajärjestelyjen raukeamisedon sitovuuteen. Tältä osin on varauksin yhdytty *Huplin* esittämään kantaan, jonka mukaan yrityssaneerausinsti-tution ohjaustavoite edellyttää, että velka-akordin raukeamisehto maksukyvyttömyysme-

nettelyn varalta katsotaan kollektiivisesti kaikkia velkojia sitovaksi<sup>275</sup>. Edelleen on analysoitu pääomalainan perimmäistä luonnetta sekä mahdollisuutta sen ehdollisesta palautumisesta etusijaltaan tavalliseksi lainaksi. Analyysin tuloksena on kuitenkin katsottu, ettei pääomalainan raukeamista koskevaa saneeraussopimuksen tai -ohjelman määräystä voida pitää konkurssihallintoa sitovana pääomalainaa koskevien säännösten ja sen tarkoituksen valossa.

Lopuksi (luku 7) on vielä kuvattu, miten saneeraussopimuksen vahvistaminen saneerausohjelmaksi voi helpottaa tai tehostaa uudelleenjärjestelyn toteuttamista. Legaalimenettelyn eduista on tuotu esiin velkajärjestelyjen automaattinen raukeamisvaikutus, ulkopuolisten vakuuksien pysyvyys, preklusiovaikutus sekä erinäisten sopimusten kevennetty irtisanomismahdollisuus.

## 8.2 Sopimussaneerausten tulevaisuus

Yrityksiä koskevan insolvenssilainsäädännön tulisi pyrkiä kahteen yleiseen tavoitteeseen: riskin jakamiseen osallistahojen kesken ennustettavalla, läpinäkyvällä ja oikeudenmukaisella tavalla sekä yrityksen varallisuusarvojen suojaamiseen kaikkien osallistahojen sekä kansantalouden hyväksi<sup>276</sup>. Sanottuun on helppo yhtyä. Tästä näkökulmasta pyritään vielä aivan lopuksi hahmottamaan niitä aiheeseen liittyviä kysymyksiä, jotka jäävät ratkaistavaksi tulevassa oikeustieteellisessä vuoropuhelussa.

Edellä on käynyt ilmi, ettei yrityssaneerauslaki ole kaikilta osin pystynyt täyttämään mainittuja tavoitteita. Yrityssaneerauslain järjestelmässä tervehdyttämisen ovat perinteisesti maksaneet velkojat<sup>277</sup>. Onkin perusteltua kysyä, miksi muut sidosryhmät, kuten johto, työntekijät ja omistajat, eivät osallistu aktiivisemmin tappioiden jakamiseen. Lisäksi yksittäisillä etutahoilla, oli kyse osakkeenomistajasta tai velkojasta, voi yrityssaneerauslain turvin olla suhteettoman suuri vaikutusvalta menettelyn kulkuun. Hieman kärjistäen voidaan kysyä, miksi esimerkiksi osakkeenomistajalla, jonka osakesijoitus on arvoton, tulisi olla minkäänlaista kontrollia maksukyvyttömän velallisyhtiön uudelleenjärjestelyssä.<sup>278</sup>

Legaalisanerauksen voimakas velkajärjestelypainotus sekä osakkeenomistajien omistuksen vahva suoja eivät vastaa ainakaan kirjoittajan käsitystä asianmukaisesta riskinjaosta

<sup>275</sup> Hupli 2004 s. 413.

<sup>276</sup> IMF 1999 luku 2.

<sup>277</sup> Velka-akordin mediaani on esim. vuosina 2000–2001 ollut 60 prosenttia (Savolainen 2004 s. 34–35).

<sup>278</sup> Gudgeon – Joshi 2008 s. 8.

velallisyhtiön etutahojen välillä. Tässä omaksutun näkemyksen mukaan saneerausmenettelyssä (oli kyse vapaaehtoisesta tai legaalimenettelystä) tapahtuvan riskipositioiden uudelleenjärjestelyn tulisi heijastaa niitä positioita, jotka sijoittajat ovat ottaneet sijoittaessaan yhtiöön pääomapanoksen. Tämä tarkoittaa, että neuvotteluaseman tulisi määräytyä selkeämmin etusijajärjestyksen ja yhtiön arvon perusteella, eikä perustua mustavalkoiseen eroteluun omistajan ja velkojan välillä.

Pienissä henkilöyhtiöissä, joissa yksi tai muutama henkilö harjoittavat elinkeinotoimintaa ja rahoittavat toiminnan oman pääomapanoksen lisäksi pankkilainalla, voi olla perusteltua sanoa yrityksen intressin olevan samastettavissa omistajayrittäjän taloudellisiin etuihin. Pankin intressi on sen sijaan puhtaasti sidoksissa luoton korkotuloihin. Silloin kun kysymyksessä osakeyhtiö, jonka toiminta on rahoitettu osakepääomalla, välirahoituksella sekä etuoikeudettomalla ja etuoikeutetulla luotolla ja jonka omistus on hajautunut ja lisäksi eriytynyt operatiivisesta toiminnasta, näkökulmaa on perusteltua muuttaa. Tällöin olisi keinotekoista jakaa yhtiön sidosryhmät omistajiin ja velkoihin ja olettaa niiden kohtaavan omistajan ja velkojan käsitteisiin perinteisesti liitetyt intressit. On perustellumpaa nähdä niin velkojat kuin osakkeenomistajatkin sijoittajina (stakeholders), jotka ovat sijoittaneet yhtiöön pääomapanoksen ja odottavat saavansa sille tuottoa sijoituksen ehtojen mukaisesti.

Korkein oikeus on tervetulleella tavalla sopeuttanut yrityssaneerauslain tulkintaa vastamaan paremmin modernin talouselämän dynamiikkaa. Ratkaisun KKO 2003:120<sup>279</sup> perustelut tukevat ajatusta, jonka mukaan legaalisaneerauksen tarkoitus ei ole suojata yrityksen omistajien sijoitusta ja asemaa, vaan yrityksen liiketoimintaa ja siihen liittyviä arvoja. Osakkeenomistajien sijoitusta suojataan toki osana tätä kokonaisuutta, mutta yhtäläillä suojaa tulisi antaa esimerkiksi velkojen asemalle. Saneerausohjelmassa tulisi siis ottaa kokonaisvaltaisesti kantaa velkojen ja osakkeenomistajien väliseen riskinjakoon, ja sen tarjoaman ratkaisun tulisi heijastaa sijoittajien alun perin hyväksymiä riskipositioita.

Samansuuntaisen kehityksen toivoisi tulevaisuudessa näkyvän myös lainsäädännössä. Kun laissa omaksuttu riskinjako olisi ennustettavampaa, läpinäkyvämpää ja oikeudenmukaisempaa, sen vaikutus heijastuisi epäilemättä myös vapaaehtoiisiin uudelleenjärjestelyihin. Tämä selkeyttäisi oikeustilaa ja helpottaisi sijoittajien riskipositioiden hahmottamista. Samalla sijoittajien transaktiokustannukset mahdollisesti pienenisivät ja saneerussäädännön yleinen ohjausvaikutus tehostuisi, mikä olisi insolvenssipoliittisesti tavoiteltavaa.

Tässä tutkielmassa käsiteltyjen tulkintakysymysten yhteydessä nousee jatkuvasti esiin eräs argumentti, jonka sisältö ja painoarvo hakevat vielä paikkaansa oikeustieteessä. Kyse on

<sup>279</sup> "Selvittäjän esittämän vertailulaskelman mukaan ehdotetulla saneerausohjelmalla kertyi tavallisten velkojen velkojille suurempi suoritus kuin mitä olisi tullut velallisyhtiön konkurssissa. Korkeimman oikeuden tuomiosta ilmenevillä perusteilla katsottiin, että tavallisten velkojen pääoman alentamiselle rakentava ohjelmaehdotus oli selvästi epätasapainoinen tarkasteltaessa tavallisten velkojen asemaa suhteessa velallisyhtiön omistajien asemaan ja asianmukaiseen riskinjakoon näiden tahojen kesken. Ohjelman vahvistamiselle oli este yrityksen saneerauksesta annetun lain 44 §:n 3 momentin nojalla." (KKO 2003:120).

sopimussaneerausten edistämistavoitteesta; tai yrityssaneerauslain ohjaustavoitteesta, kuten käsite myös tunnetaan. Sen rooli on ratkaisevan tärkeä niin rauhoitusaikalausekkeen tehokkuutta kuin akordin raukeamisedon sivullissovuuua koskevien ongelmien lopullisessa avaamisessa. Tästä syystä olisi mielenkiintoista selvittää kattavammin, minkälainen sisältö ja merkitys sopimusperusteisten saneerausten edistämistavoitteella on, tai tulisi olla, laintulkinnassa.