

O I K E U S T I E D E

JURISPRUDENTIA

XXXVI

2003

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimitusneuvosto

Pekka Vihervuori, puheenjohtaja

Antti Jokela

Matti Ilmari Niemi

Pekka Timonen

Toimittaja

Mika Hemmo

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 603 567, f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© 2003 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 951-855-213-4

ISBN 978-951-855-735-0 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2003

Henrikki Harsu

**KOTIMAISEN LIIKETOIMINNAN
ARVOPAPERISTAMINEN**

Sisällys

1. JOHDANTO	139
1.1. Arvopaperistaminen rahoitusmuotona	139
1.2. Tutkimuskohteet, käytettävät tutkimusmenetelmät sekä tutkimuksen rakenne	141
2. ARVOPAPERISTAMISSTRUKTUURIEN ESITTELY	144
2.1. Arvopaperistamistransaktion motiivit ja tavoitteet	144
2.2. Saatavakannan arvopaperistaminen	147
2.3. Liiketoiminnan arvopaperistaminen	155
3. LIIKETOIMINNAN ARVOPAPERISTAMINEN SUOMESSA	161
3.1. Tutkimuksen kohteina olevat transaktiorakenteet	161
3.2. Suomalaiset erillisyhtiöt	168
3.2.1. Erillisyhtiön tehtävä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa	168
3.2.2. Sijoitusrahasto	169
3.2.3. Henkilöyhtiö	172
3.2.4. Osakeyhtiö	173
3.3. Erillisyhtiöiden omistajat	177
3.4. Transaktion muut osapuolet	182
4. KASSAVIRTOJEN SIIRTÄMINEN JA VAKUUSKOKONAISUUS	187
4.1. Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen siirtäminen erillisyhtiölle	187
4.2. Vakuudenantajatahot	192
4.3. Kattavan vakuuskokonaisuuden rakentaminen	198
4.4. Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen panttaaminen	200
4.4.1. Yleistä saatavan panttaamisesta	200
4.4.2. Ansaintaperiaate ja saatavan panttikelpoisuus	202
4.4.3. Liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen panttaaminen	208
4.5. Ulkopuolinen luottotuki ja riskinhallinta kovenanteilla	211

5. LIIKETOIMINTAA HARJOITTAVAN YHTIÖN INSOLVENSSI	219
5.1. Englannin Insolvency Act ja liiketoiminnan uudelleenjärjestely	219
5.2. Insolvenssilainsäädäntö ja liiketoiminnan jatkaminen	222
5.3. Liiketoiminnan jatkumisen turvaaminen konkurssitilanteessa	227
6. TRANSAKTION ARVOPAPERIMARKKINA- OIKEUDELLINEN ARVIOINTI	235
6.1. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskutavat Suomessa	235
6.2. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus	238
7. KOKOAVIA NÄKÖKOHTIA	244
7.1. Tutkimustuloksista	244
7.2. Tornator Finance p.l.c. – Ensimmäinen kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktio	246
LÄHTEET	248
WHOLE BUSINESS SECURITISATION IN FINLAND	257

Kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistaminen

1. JOHDANTO

1.1. Arvopaperistaminen rahoitusmuotona

Rahoitusmarkkinoiden kehitys on viime vuosikymmenten aikana ollut nopeaa ja muutostahti on pääomaliikkeiden vapautuessa kiihtynyt. Yksi merkittävimmistä innovaatioista rahoitusjärjestelyjen alalla on ollut saatavien arvopaperistaminen (securitisation). Se on luontevaa jatkoa sille kansainväliselle kehitykselle, jolla saatavien ja laajemmin muidenkin omaisuuserien varallisuusarvoa on pyritty hyödyntämään ja saattamaan jälkimarkkinoiden avulla vaihdannan kohteeksi.¹

Arvopaperistaminen rahoitusmuotona kehittyi Yhdysvalloissa, jossa pyrittiin 1970-luvun alussa lisäämään kiinnitysvakuudellisten asuntolainojen likvideettiä luomalla niille jälkimarkkinat.² Asuntolainojen arvopaperistamisessa käytetyn tekniikan osoittaututtua käyttökelpoiseksi välineeksi saatavien varallisuusarvojen hyödyntämisessä laajeni arvopaperistaminen myös muiden omaisuuserien muuntamiseen jälkimarkkinakelpoisiksi instrumenteiksi.³

Yhdysvalloissa kehitetty arvopaperistamismalli soveltuu ennalta yksilöidyn saatavan tai saatavakannan uudelleenrahoittamiseen.⁴ Viime vuosina on toteutettu lukuisia järjestelyitä, joissa sanotunlaisten ennalta yksilöityjen saatavien sijaan on arvopaperistettu yksittäisen yrityksen omistaman liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat.⁵ Tällaista järjestelyä voidaan

¹ *Tepora* (a) 1995 s. 1233.

² *Ranieri* 1996 s. 31.

³ Arvopaperistamiskohteiksi soveltuvia omaisuuseriä ovat muun muassa myynti-, leasing- ja luottokorttisaamiset. *Månsson* 1995 (b) s. 24.

⁴ *Månsson* 1995 (a) s. 14.

⁵ Tämän tutkimuksen kohteena olevaa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiorakennetta käytettiin ensimmäisen kerran vuonna 1997, jolloin Welcome Break -huoltoasemaketjun omistama liiketoiminta arvopaperistettiin. Tähän mennessä tehdyistä järjestelyistä esimerkkinä voidaan mainita Formula One Finance BV:n liikkeeseenlaskema 1,4 miljardin dollarin joukkovelkakirja-

kutsua ”liiketoiminnan arvopaperistamiseksi”.⁶

Voitaneen perustellusti ennustaa, että perinteisestä arvopaperistamismallista poikkeava yrityksen liiketoiminnan arvopaperistaminen tulee kasvattamaan suosiotaan yritysten vaihtoehtoisena rahoituskeinona. Uudenlainen arvopaperistamismalli on kiinnostava rahoitusvaihtoehto yrityksille, jotka pyrkivät hankkimaan rahoitusta suoraan rahoitusmarkkinoilta mutta joilla ei ole edellytyksiä perinteiseen arvopaperistamiseen myyntikelpoisen saatavakannan puuttumisen vuoksi.⁷

Tähän mennessä Euroopassa tehdyt liiketoiminnan arvopaperistamiset on tyypillisesti rakennettu Englannin oikeusjärjestelmän pohjalle. Näin on menetelty lähinnä siksi, että Englannin insolvenssioikeudellinen järjestelmä on velkojatahon intressien kannalta varsin joustava ja siten edullinen pitkälle strukturoitujen järjestelyjen toteuttamiselle.⁸

Yhdysvalloissa syntynyttä perinteistä arvopaperistamismallia on käytetty laajasti myös muiden kuin yhdysvaltalaisen yritysten saatavien arvopaperistamisessa. On oletettavaa, että myös liiketoiminnan arvopaperistamisjärjestelyitä toteutetaan transaktiomallin syntymämaan ulkopuolella. Pidemmälle vietyinä transaktio voidaan pyrkiä toteuttamaan siten, että järjestelyyn sovelletaan pelkästään liiketoiminnan kotimaan oikeusjärjestystä ja sen tarjoamia oikeudellisia välineitä. Tämä synnyttää mielenkiintoisia ongelmia muun muassa anglosaksisen common law -järjestelmän ja mannereurooppalaisen oikeusjärjestelmän eroavaisuuksien vuoksi sekä osaltaan myös siksi, että liiketoiminnan arvopaperistaminen on Englannissakin – jossa lainsäädäntö luo transaktiolle erittäin hyvät edellytykset – rakenteellisesti monimutkainen järjestely.

laina, jossa arvopaperistettiin rata-autoilusarjan tuottamat lisenssitulot, sekä Tussaud Group’in 230 miljoonan punnan joukkovelkakirjalaina, jossa arvopaperistamisen kohteena olivat yrityksen tulevaisuudessa saamat tuote- ja lipunmyyntitulot. *Hay* 2002 s. 17 sekä *Xin* 2000 (b) s. 324.

⁶ Järjestelyä on kutsuttu anglosaksisella kielialueella niin nimellä ”whole business securitisation” kuin myös nimellä ”whole company securitisation”. Terminologian vakiintumattomuutta kuvaa se, että Yhdysvalloissa vastaavanlaista transaktiota kutsutaan myös nimellä ”operating company securitization”, joka itse asiassa kuvaa transaktion luonnetta paremmin kuin kaksi edellä mainittua nimeä. Erotukseksi perinteisestä (traditional) yksilöityjen saatavien arvopaperistamisesta voidaan liiketoiminnan arvopaperistamista kutsua myös moderniksi (modern) arvopaperistamiseksi. *Moody’s* 2002 s. 2 sekä *Din* 2000 s. 128.

⁷ *Petkovic* 2000 s. 120. On toki huomattava, että joukkovelkakirja-annin tulee olla liikkeeseenlaskettavalta pääomamäärältään niin suuri, että monimutkaisen ja siten kiinteiltä kustannuksiltaan kalliin transaktion käyttäminen olisi kannattavaa. Transaktion onnistunut toteuttaminen edellyttääkin, että arvopaperistajan harjoittama liiketoiminta on suuruusluokaltaan merkittävää.

⁸ *Wood* 1995 (b) s. 4.

Arvopaperistamistransaktioiden toteuttaminen puhtaasti paikallisen oikeusjärjestyksen alaisuudessa ei ole yksinkertaista. Järjestelyn monimutkaisuuden vuoksi sen mielekkyys ja ylipäättään tarpeellisuus voidaan kyseenalaista ainakin pienempien transaktioiden kohdalla.⁹ Koska liiketoiminnan arvopaperistaminen voi kuitenkin olla käyttökelpoinen rahoituskeino monille kotimaisille yrityksille, kartoitetaan tässä tutkimuksessa Suomen oikeusjärjestyksen transaktiolle luomia edellytyksiä.

1.2. Tutkimuskohteet, käytettävät tutkimusmenetelmät sekä tutkimuksen rakenne

Suomessa yritysrahoitus on perinteisesti ollut pankkikeskeistä, sillä merkittävä osa yritysten saamista rahoitusvirroista on kanavoitunut luottolaitosten kautta. Rahoitusjärjestelmän voidaan kuitenkin katsoa markkinaehtoistuneen viimeisen kahden vuosikymmenen aikana. Tällä tarkoitetaan lähinnä sitä, että yrityksille on annettu mahdollisuus hankkia rahoitusta ilman välikäsiä suoraan rahoitusmarkkinoilta.¹⁰

Rahoitusjärjestelmän markkinaehtoistumisen merkittävänä taustatekijänä voidaan pitää lainsäädännössä tapahtunutta tahdonvaltaisuuden lisääntymistä. Derogulaatiokehitys on antanut yrityksille mahdollisuuden järjestää rahoituksensa vapaammin, mikä käytännössä tarkoittaa mahdollisimman edullisen ja yrityksen kannalta sopivimman rahoitusvaihtoehdon käyttämistä. Koska suoraan rahoitusmarkkinoilta hankittava rahoitus on ehdoiltaan joustavampaa sekä usein edullisempaa kuin perinteinen pankkirahoitus, on kehitys vienyt väistämättä kohti rahoitusjärjestelmän markkinaehtoistumista.¹¹

Rahoituksen hankinnan vapautuminen on mahdollistanut uusien ja usein hyvinkin innovatiivisten rahoitusvälineiden ja -järjestelyiden kehittelyn. Hyvänä esimerkkinä tästä kehitystyöstä on yrityksen omistaman saatavakannan arvopaperistaminen, joita on Suomessakin tehty jo useita.¹² Johdonmukaista olisi,

⁹ Ehdotonta alarajaa joukkovelkakirja-annin suuruudelle ei voida asettaa, mutta nyrkkisääntönä voitaneen pitää, että annin tulisi olla pääomamäärältään vähintään 50 miljoonaa euroa. TT 1993 s. 10.

¹⁰ *Airaksinen – Jauhainen* 2000 s. 9.

¹¹ Suuret suomalaiset yritykset hankkivat yhä suuremman osan rahoituksestaan suoraan joukkovelkakirjalainoilla, joilla rahoitetaan yrityskauppoja ja investointeja. Helsingin Sanomat 2.5.2002 s. D1.

¹² Selkeästi merkittävin suomalainen arvopaperistaja tähän mennessä on ollut Valtion Asuntorahasto, jonka Fennica 1–6 transaktioissa on arvopaperistettu vuokrataloille myönnettyjä aravalainoja yhteensä hieman vajaan 2,8 miljardin euron edestä. Fennica 2001 s. 5 sekä *von und zu Fraunberg* 2001 s. 3.

jos Suomi seuraisi kansainvälistä kehitystä ja jos täällä nähtäisiin lähitulevaisuudessa muitakin kuin vain traditionaalisen arvopaperistamisen kategoriaan kuuluvia rahoitusjärjestelyitä.¹³

Yrityksen liiketoiminnan arvopaperistamista voidaan pitää kansainvälisistä transaktioista saatujen kokemusten perusteella liiketaloudellisesti järkevänä tapana hankkia varoja suoraan rahoitusmarkkinoilta. Näin ollen uuden arvopaperistamisstruktuurin yleistymiselle voidaan katsoa olevan taloudellisia edellytyksiä. Järjestelyn maantieteellisesti laajempaa käyttöä vaikeuttaa kuitenkin se, että tähän mennessä tehdyt järjestelyt ovat tapahtuneet common law -maissa, joiden oikeusjärjestelmä poikkeaa merkittävästi esimerkiksi mannereurooppalaisista järjestelmistä.

Tämän tutkimuksen tehtävänä on analysoida yrityksen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiota ja sen toteuttamismahdollisuuksia Suomessa. Tutkimuksessa kartoitetaan yksilöidyn saatavakannan ja liiketoiminnan arvopaperistamisen välisiä yhtäläisyyksiä ja toisaalta niiden fundamentaalisia eroja. Tämän analyysin sekä jo läpiviedyistä liiketoiminnan arvopaperistamisista saatavan informaation pohjalta pyritään konstruoimaan transaktiorakenne, joka mahdollistaa liiketoiminnan arvopaperistamisen puhtaasti kotimaisena järjestelyinä.

Tutkimuksen lähtökohtana on tilanne, jossa koko liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioon sovelletaan Suomen lakia. Lähtökohta pitää sisällään myös sen, että joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku tapahtuu Suomessa sijaitsevan erillisyhtiön toimesta kotimaisille rahoitusmarkkinoille.¹⁴ Näin tehdään huolimatta siitä, että liiketoiminnan arvopaperistamisen järjestäminen täysin kotimaiselta pohjalta ei kaikissa tilanteissa ole – lähinnä verotuksellisista syistä – liiketaloudellisesti järkevää.¹⁵ Tämän sekä tutkimuksen rajoitetun laajuuden vuoksi transaktiota koskevat verotuskysymykset jätetään tutkimusalueen ulkopuolelle.

¹³ Eräänä esimerkkinä tästä kehityksestä voidaan nähdä metsäyhtiö Stora Enson tekemä konsernin omistamien metsien ja niihin liittyvän liiketoiminnan uudelleenjärjestely. Järjestelyssä Stora Enso siirsi kotimaiset metsäomistuksensa tytäryhtiönsä Tornator Oy:öön, jonka osake-enemmistön se myi edelleen institutionaalisille sijoittajille. Tämä kauppa rahoitettiin laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalaina, jonka takaisinmaksun turvana toimivat Tornator Oy:n tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat. Tornator 2002 s. 7. Tästä transaktiosta tarkemmin jaksossa 7.

¹⁴ Lähtöoletuksena on se, että joukkovelkakirjalaina lasketaan yleiseen liikkeeseen. Joukkovelkakirja ja yleisemmin arvopaperi lasketaan yleiseen liikkeeseen silloin, kun se liikkeeseenlaskuehtojen mukaisesti joutuu yleiseen vaihdantaan. Arvopaperi on yleisessä vaihdannassa, jos sen vaihdantaan voivat osallistua muutkin kuin vain ennalta määrätyn suppeahkon joukon jäsenet. Rata 2002 s. 2.

¹⁵ Verotussyistä Suomessa jo toteutetuissa arvopaperistamistransaktioissa, joissa joukkovelkakirjat on laskettu yleiseen liikkeeseen, on käytetty hyväksi ulkomaisia erillisyhtiöitä, *Palin* 1997 s. 618. Toisaalta suomalaisia erillisyhtiöitä käytettäessä olisi mahdollista saavuttaa säästöjä muun muassa transaktion aiheuttamien hallinnollisten kulujen kohdalla, *Haapaniemi* 2001 s. 3.

Tutkimustehtävä ei ole luonteeltaan puhtaasti teoreettinen, sillä rahoitusmarkkinoilla on todellista kysyntää uusille vieraan pääoman ehtoosille instrumenteille, joiden avulla sijoittajat voivat hajauttaa (diversifioida) riskiään.¹⁶ Kysymys onkin lähinnä siitä, onko kotimainen järjestely mahdollista rakentaa sillä tavoin, että sijoittajat kokevat liikkeeseenlaskettavat velkakirjat kiinnostaviksi ja turvallisiksi sijoituskohteiksi, sekä myös siitä, pitävätkö yritykset liiketoiminnan arvopaperistamista mielekkäänä rahoituskeinona.

Tutkimus on lähtökodiltaan oikeusdogmaattinen, sillä siinä selvitetään voimassa olevan oikeuden sisältöä analysoimalla sitä oikeudellista kehikkoa, jonka rajoissa rahoitusjärjestely pyritään toteuttamaan. Tutkimuksen lähtökohtana on ongelmakeskeinen kysymyksenasettelu, joka pohjautuu liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion käyttökelpoisuuden selvittämiseen Suomen oikeusjärjestyksen alaisuudessa. Tutkimustehtävän haastavuutta lisää se, että yrityksen liiketoiminnan arvopaperistaminen on luonteeltaan vielä vakiintumaton ja Suomessa varsin tuntematon järjestely.

Koska tutkimuskohde on kehittynyt kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla, sisältää tutkimus oikeusvertailevaa ainesta lähinnä anglosaksisen ja kotimaisen oikeusjärjestelmän välillä. Tilanteessa, jossa ulkomainen lainsäädäntöperiaate tai tulkintaratkaisu ei ole siirrettävissä Suomeen, voi vieraan valtion lainsäädännöllisillä ratkaisuilla olla vihjearvoa.¹⁷ Ne voivat antaa viitteitä ja perusteluja näkökohtia siihen, millaiset ratkaisut ja tulkinnat ovat mahdollisia. Tutkittaessa vierasta oikeudellista rakennetta – tästä hyvänä esimerkkinä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktio – oikeusvertailu voi olla hyvinkin käyttökelpoinen väline etsittäessä perusteluja ilmiön mahdolliselle ”lokalisoinnille” osaksi kotimaista oikeusjärjestystä. On kuitenkin tärkeää muistaa, että lopullisen oikeudellisen argumentoinnin on tapahduttava kotimaisen oikeuslähdemateriaalin pohjalta.

Tutkimus jakaantuu johdannon ja loppuyhteenvedon ohella viiteen pääluokkuun. Tutkimuksen luvussa 2 esitellään arvopaperistamistransaktion taustamotiiveja sekä perinteisen saatavakannan arvopaperistamisen ja liiketoiminnan arvopaperistamisen ominaispiirteitä. Luvussa 3 konstruoidaan tutkimuksen pohjana oleva transaktiomalli sekä tutkitaan sitä, mikä yhteisömuoto on transaktion kullekin osapuolelle sopivin. Tämän lisäksi tutkitaan myös sitä, millä tavoin transaktion osapuolten väliset omistus- ja sopimussuhteet on oikeudellisesti järkevää järjestää.

Tutkimuksen luvussa 4 tutkitaan millä tavoin transaktion ytimenä oleva vakuuskokonaisuus on syytä rakentaa, jotta arvopaperistamisen yhteydessä liik-

¹⁶ The Wall Street Journal, January 3 2002 s. 12.

¹⁷ Aarnio 1989 s. 236.

keeseenlaskettavaan joukkovelkakirjalainaan sijoittavat saavuttavat mahdollisimman turvatus maksunsaantiaseman. Luku 5 käsittelee liiketoiminnan jatkamisedellytyksiä tilanteessa, jossa liiketoimintaa harjoittava yhtiö ajautuu maksukyvyttömyystilaan. Tutkimuksen viimeisessä pääluvussa esitellään transaktion kannalta relevantit arvopaperimarkkinaoikeudelliset säännökset sekä tutkitaan joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden laajuutta liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä.

2. ARVOPAPERISTAMISSTRUKTUURIEN ESITTELY

2.1. Arvopaperistamistransaktion motiivit ja tavoitteet

Kaikille yrityksille yhteinen tekijä on rahoituksen tarve, sillä liiketoiminnan harjoittaminen edellyttää yritysvarallisuudelta tiettyä vähimmäistasoa.¹⁸ Yritykset voivat hankkia tarvitsemansa pääoman usealla eri tavalla. Pääomahankinnan perusjaotteluna voidaan pitää rahoituksen jakamista oman ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Yrityksen oman pääoman ehtoinen rahoitus voi olla joko yrityksen tulorahoitukseen perustuvaa sisäistä rahoitusta tai yrityksen ulkopuolelta kerättävää ulkoista rahoitusta. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on aina ulkoista rahoitusta.

Yrityksen ulkoinen, vieraan pääoman ehtoinen rahoitus perustuu pääsääntöisesti pankeilta tai suurilta yrityksiltä otettuihin suoriin luottoihin, yrityksen itse omissa nimissään liikkeeseenlaskemiin joukkovelkakirjalainoihin sekä rahoitusyhtiöiden tarjoamiin erityisrahoitusmuotoihin kuten leasing- ja factoring-rahoitukseen.¹⁹ Kuten vieraan pääoman ehtoisesa rahoituksessa yleensäkin, rahoitusmuotojen kustannustasoon vaikuttaa yrityksen luottokelpoisuus, jonka määräytymisessä merkittävimpana muuttujina ovat yritykseen ja sen harjoittamaan liiketoimintaan liittyvät riskit.

Yrityksen käyttämän vieraan pääoman lisääminen ja samalla tapahtuva velkaantumistasteen nouseminen lisäävät yritykseen liittyviä riskejä ja voivat alentaa sen luottoluokitusta, mikä taas nostaa yrityksen hankkiman rahoituksen hintaa. Välttääkseen lisävelan ottamisen ja sen mahdollisesti aiheuttaman rahoituskustannusten nousun voi yritys pyrkiä hankkimaan taseen ulkopuolista ra-

¹⁸ Vähimmäistasolla tarkoitetaan tässä sellaista varallisuusmäärää, joka sekä täyttää lainsäädännön vaatimukset että mahdollistaa liiketoiminnan harjoittamisen halutussa laajuudessa.

¹⁹ *Brealey – Myers* 2000 s. 736.

hoitusta, mikä on mahdollista muun muassa yrityksen omistaman saatavakannan arvopaperistamisen avulla.

Vaikka yrityksen omistaman saatavakannan arvopaperistaminen (perinteinen arvopaperistaminen) onkin rahoitusjärjestelynä vakiintunut, ei itse arvopaperistamisen käsitettä voida kovinkaan yksityiskohtaisesti määritellä. Varsin onnistuneena voidaan pitää Yhdysvaltain Securities and Exchange Commissionin yleisluontoista määritelmää, jonka mukaan arvopaperistamisella tarkoitetaan seuraavanlaista järjestelyä:²⁰

”The creation of securities that are primarily serviced by the cashflows of a discrete pool of receivables or other financial assets, either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite time period plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely distribution of proceeds to the security holders”.

Arvopaperistamisella tarkoitetaan perinteisesti järjestelyä, jossa yksittäisiä lainoja tai muita velkainstrumentteja kootaan laajemmaksi saatavakannaksi, näin muodostetun saatavapoolin muuttamista markkinakelpoisiksi arvopapereiksi ja kyseisten arvopapereiden myymistä ulkopuolisille sijoittajille.²¹ Arvopaperistamistransaktion avulla on mahdollista tavoitella sekä pääoman hankintaan liittyviä etuja että kirjanpidollisia, yrityksen taseeseen kohdistuvia myönteisiä vaikutuksia.²²

Arvopaperistamisen taustalla olevia motiiveja ja yritykselle transaktion kautta koituvia hyötyjä voidaan luokitella muun muassa seuraavalla tavalla:²³

- yrityksen pääomakierron nopeuttaminen ja rahoituskustannusten laskeminen
- rahoituslähteiden monipuolistaminen
- tulojen ja menojen tasapainottaminen
- taseen keventäminen ja tunnuslukujen parantaminen
- luottolaitoksilla vakavaraisuusvaatimukseen kohdistuvien etujen saavuttaminen.

²⁰ SEC 1996 s. 41.

²¹ *Tepora* 1995 (b) s. 170. Sijoittajien kannalta joukkovelkakirjalaina on varsin turvallinen sijoitus, sillä lainaan sisältyvää riskiä on yksinkertaista arvioida, kun saatavakannan riskitaso tunnetaan. Lainan takaisinmaksu ei toisin sanoen ole kiinni liikkeeseenlaskijan muun toiminnan tuloksellisuudesta (koska muuta toimintaa ei ole). *Huhtamäki* 1996 s. 168.

²² *Palin* 1997 s. 620.

²³ *Månsson* 1995 (a) s. 17 sekä *Kendall* 1996 s. 13. Arvopaperistamista voivat hyödyntää yritysten ohella myös julkiset toimijat kuten valtiot, jotka voivat pitkämatuiteettisia saataviaan arvopaperistamalla pyrkiä alentamaan kokonaisvelkamääräänsä. ESF 2002 s. 18.

Arvopaperistamisessa myytävä saatavakanta koostuu usein luotoista, joiden juoksu-aika on varsin pitkä. Arvopaperistamalla saataviaan voi yritys merkittävästi nopeuttaa pääomakiertoaan, sillä transaktion avulla se saa saatavakannasta palautuvan pääoman välittömästi käyttöönsä eikä sen tarvitse odotella mahdollisesti vuosikymmenien aikana vähitellen kertyviä lainalyhennyksiä ja korkosuorituksia.²⁴

Arvopaperistamisen taustamotiiveista uusien rahoituslähteiden hankinta ja rahoituskustannusten alentaminen ovat yhteydessä toisiinsa. Hankkimalla uusia ja toisilleen ainakin osittain vaihtoehtoisia rahoituslähteitä yritys pienentää riskejään, sillä uusien rahoitusvaihtoehtojen myötä se vähentää riippuvuuttaan vanhoista rahoittajistaan. Riskitason vähentyminen laskee myös rahoittajien sijoituksilleen asettamaa tuottovaatimusta, mikä vaikuttaa rahoituskustannuksiin laskevasti. Yrityksen rahoituskustannuksia laskee osaltaan myös se, että yritys voi hyödyntää rahoittajien välistä kilpailutilannetta neuvottelemalla luotoilleen edullisemmat ehdot.

Yritysten saatavat voivat vaihdella niin juoksuajan, koron kuin maksuvaluuttankin suhteen. Tulojen ja menojen tasapainottaminen siten, että yrityksellä on joka hetki vaadittava kassavara menojensa maksamiseen, saattaa monesti olla hyvinkin hankalaa. Arvopaperistamistransaktion avulla yritys voi yhdenmukaistaa saamansa rahoituksen ja antamansa rahoituksen (myytävä saatavakanta) maturiteetit. Näin ollen arvopaperistamisella voidaan poistaa tai ainakin merkittävässä määrin vähentää yritysten jälleenrahoitusriskiä.²⁵

Arvopaperistaminen voi myös tehostaa yrityksen taseen käyttöä. Suoraviihaisin tasevaikutus on sillä, että myytävä saatavakanta poistuu rasittamasta yrityksen tasetta. Yrityksen rahoitustilannetta parantaa osaltaan myös se, että saatavakannan myynnistä saatuja varoja voidaan käyttää muiden vastuiden poismaksamiseen. Tämän seurauksena arvopaperistajalla on vähemmän vastuita ja siten laajemmat mahdollisuudet vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen lisähankintaan.²⁶

Saatavakannan myynnistä saatavat varat ja arvopaperistettavan saatavakannan poistuminen yrityksen taseesta vahvistavat myös yrityksen rahoitusrakennetta kuvaavia tunnuslukuja.²⁷ Tunnuslukujen parantuminen voi olla yrityksen kannalta hyvinkin merkittävä seikka, sillä yritysluototuksessa käytetään usein

²⁴ *Henderson – Scott* 1988 s. 4.

²⁵ *Gaitskell* 1991 s. 53. Jälleenrahoitusriskillä tarkoitetaan sitä, pystyykö yritys rahoittamaan omien vastuidensa takaisinmaksun tilanteessa, jossa sen saamien kassavirtojen maturiteetti on pidempi kuin takaisinmaksuttavien vastuiden.

²⁶ *Wood* 1995 (c) s. 45.

²⁷ Arvopaperistamisen avulla parantuvia yrityksen rahoitusasemaa kuvaavia tunnuslukuja ovat esimerkiksi yrityksen velkaantumistaso sekä maksukykyä kuvaava current ratio. *Martikainen* 2000 s. 148–149.

kovenantteja, joissa lainakustannukset saattavat olla sidottuja tietyn, ennalta määritellyn tunnuslukutason säilymiseen.²⁸ Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yrityksen arvostustasoon vaikuttavat myös yrityksen ja siihen sijoitetun pääoman tuottotasoa kuvaavat tunnusluvut, jotka parantuvat arvopaperistamisen vaikutuksesta.²⁹

Edellä mainitut motiivit ja edut on liitetty perinteiseen arvopaperistamistransaktioon, jossa yritys myy tietyn ennalta määritellyn saatavakantansa. Osittain samat motiivit ja edut koskevat myös liiketoiminnan arvopaperistamista, johon ei sisälly saatavakannan myyntiä. Näin on asian laita, vaikka liiketoiminnan arvopaperistaminen on taseen sisäinen järjestely perinteisen arvopaperistamisen ollessa niin kutsuttu off-balance-sheet -järjestely. Liiketoiminnan arvopaperistamisella on kuitenkin mahdollista tavoitella myös varsin erilaisia päämääriä kuin perinteisellä arvopaperistamisella.³⁰ Jotta näiden kahden arvopaperistamismallin erot olisi mahdollista ymmärtää, esitellään seuraavassa sekä perinteisen arvopaperistamisen että liiketoiminnan arvopaperistamisen perusrakenteet ja analysoidaan niiden oikeudellisesti merkittäviä piirteitä.

2.2. Saatavakannan arvopaperistaminen

Perinteisissä saatavien arvopaperistamistransaktioissa – myös suomalaisten yhteisöjen toteuttamissa – on käytetty rakennetta, jossa yritys eli alkuperäinen velkoja (originaattori) myy ennalta määritellyn saatavakannan transaktiota varten perustetulle erillisyyhtiölle (Special Purpose Vehicle).³¹ Suomalaisten yhteisöjen tekemissä transaktioissa ei kuitenkaan ole kysymys täysin kotimaisista transaktioista, sillä järjestelyyn kuuluvat erillisyyhtiöt on pääsääntöisesti perustettu ulkomaille.³² Näissä transaktioissa tapahtuvaa saatavakannan siirtoa arvioidaan kuitenkin Suomen lain valossa.

²⁸ Kysymyksessä ovat tällöin niin sanotut tunnuslukukovenantit. Kovenantilla tarkoitetaan rahoitussopimukseen otettua erityisehtoa, jossa velallinen sitoutuu tiettyihin maksukykyään turvaaviin järjestelyihin sekä ylläpitämään sovitut taloudelliset ja toiminnalliset edellytykset koko luottosuhteen ajan. *Hemmo* 2001 s. 327.

²⁹ *Henderson* 1997 s. 7. Esimerkkinä mainitunlaisista tunnusluvuista voidaan mainita sitoutuneen pääoman tuottoaste, joka paranee vastuiden poistuessa myyjäyrityksen taseesta. Tätä vaikutusta voimistavat myös saatavakannan myynnistä saatavat tulot.

³⁰ Liiketoiminnan arvopaperistamista voidaan käyttää hyväksi esimerkiksi yrityskaupan rahoituskeinona tai projektirahoitustransaktioissa, joihin perinteinen arvopaperistaminen sopii varsin heikosti. *Xin* 2000 (a) s. 25.

³¹ *Palkonen* 6.5.2002

³² Suomalaista erillisyyhtiötä on käytetty ainakin yhdessä joukkovelkakirjaemissiossa, mutta kyseessä ei ollut julkisen kaupankäynnin kohteeksi tullut joukkovelkakirjalaina. *Haapaniemi* 2001 s. 3.

Saatavien siirtoon ja panttaamiseen soveltuva yleislaki on velkakirjalaki (VKL). Huolimatta siitä, että suomalaiset yhteisöt ovat arvopaperistaneet saataviaan useissa transaktioissa, ei Suomessa ole katsottu tarpeelliseksi säätää saatavien arvopaperistamista koskevaa erityislakia.³³ Alempitasoista erityissääntelyä edustaa Rahoitustarkastuksen antama luottolaitoksia koskeva ohje saamisen luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta. Kun korkeimman oikeuden ennakkopäätöksiä ei ole, on arvopaperistamista koskevia yleissääntöjä kehitelty lähinnä oikeustieteellisessä kirjallisuudessa. Seuraavassa esitellään yksilöidyn saatavakannan arvopaperistamistransaktion perusrakenne voimassa olevan lain- ja alemptasoisien sääntelyn sekä oikeudellisen doktriinin valossa.

Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamistransaktiossa erillisyhtiö rahoittaa saatavakannan oston laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainan. Joukkovelkakirjalainan takaisinmaksamisen vakuutena on erillisyhtiön panttaama saatavakanta.³⁴ Saatavakannan panttaus toteutetaan useimmiten sijoittajien yhteisenä edunvalvojana toimivan trusteen nimiin.³⁵ Erillisyhtiö maksaa joukkovelkakirjalainan pääoman lyhennykset sekä korot ostamastaan saatavakannasta saamallaan tuloilla.

Arvopaperistamisjärjestelyn onnistumisen perusedellytys on sille myönnettävä hyvä luottoluokitus. Erillisyhtiötä käytetään transaktiossa, jotta saatavakannan tuottamat kassavirrat ja luottoriskit eivät sekoittuisi originaattorin muihin kassavirtoihin ja riskeihin. Erillisyhtiötä käytettäessä voivat luokituslaitokset perustaa liikkeeseenlaskettaville joukkovelkakirjoille antamansa luottoluokituksen siirrettyjen saatavien laatuun. Joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun turvaamiseksi ja järjestelyn saaman luottoluokituksen parantamiseksi arvopaperistamistransaktioihin liitetään säännönmukaisesti laajoja lisävakausjärjestelyjä, joita kutsutaan ulkopuoliseksi luottotueksi (credit enhancement).³⁶

Saatavakannan myyntiin perustuvan arvopaperistamistransaktion rakennetta voidaan tarkemmin analysoida seuraavan kaavion avulla.³⁷

³³ Arvopaperistamista koskevat erityislait on säädetty Euroopan maista muun muassa Espanjassa, Ranskassa ja Belgiassa. Standard & Poor's 2000 s. 150.

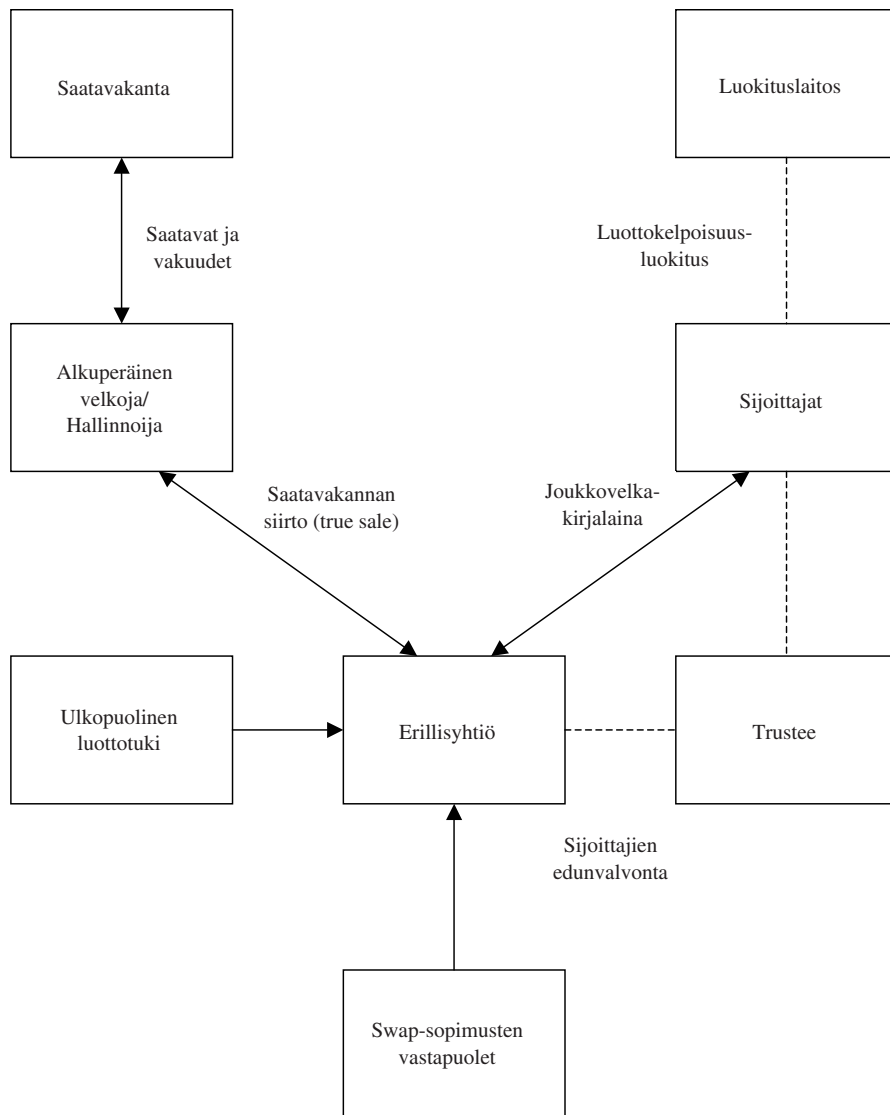
³⁴ *Palin* 1997 s. 618.

³⁵ *Tepora* 1995 s. 184.

³⁶ Tyypillisiä luottotukijärjestelyjä ovat muun muassa alkuperäisen velkojan omavastuu (seller recourse, esimerkiksi omavelkaisen takauksen muodossa), alisteisten lainojen käyttö (subordination), kolmansilta tahoilta hankittavat luottovakuutukset sekä ylivakuudellisuus (overcollateralisation), *Buenger* 1991 s. 28.

³⁷ Mukaelma *Tepora* 1995 (b) s. 172. Tässä jaksossa käsitellään lähinnä arvopaperistamistransaktion keskeisintä vaihetta eli saatavakannan siirtoa originaattorin ja erillisyhtiön välisessä suhteessa. Transaktion muita osapuolia ja niiden tehtäviä esitellään tarkemmin jaksoissa 3.3. ja 3.4.

Kuvio 1



Suomen oikeusjärjestyksen mukaan saatavien siirtäminen ilman velallisen erillistä suostumusta on mahdollista, ellei erityissääntelyssä tai saatavaa koskevassa sopimuksessa tätä nimenomaisesti kielletä.³⁸ Saatavien siirto saavuttaa inter partes -sitovuuden siinä vaiheessa, kun siirtoa koskeva sopimus on pätevästi syntynyt osapuolten välille. Siirtosopimuksen pätevyydelle ei ole asetettu erityisiä muotovaatimuksia.³⁹ Saatavien siirron tehokkuus suhteessa kolmansiin osapuoliin kuten siirretyn saatavakannan velallistahoon ja saatavakannan myyjän velkoihin edellyttää, että saatavien siirrosta annetaan tieto näille. Jos alkuperäinen velkasuhde on perustunut VKL 26 §:n määritelmän mukaisille tavallisille velkakirjoille, julkivarmistustoimena on VKL 31.3 §:n mukaisen siirtoilmoituksen eli denuntiaation toimittaminen velallisille.⁴⁰

Saatavakannan koostuessa tavallisista velkakirjoista saa ostaja vaihdantasuojaa denuntoimalla siirrosta saatavien alkuperäisille velallisille.⁴¹ Arvopaperistamistransaktiossa tämä tarkoittaa sitä, että saadakseen vaihdantasuojaa esimerkiksi originaattorin konkurssivelkojia tai ulkopuolisia kaksoisluovutuksen saajia vastaan, on erillisyyhtiön huolehdittava siitä, että siirrettävän saatavakannan velallistaholle ilmoitetaan asianmukaisesti saatavien siirrosta. Koska VKL 27 §:n mukaan tavallisen velkakirjan luovutus ei tuota uudelle omistajalle parempaa oikeutta kuin vanhalla omistajalla oli, ei denuntiaation suorittaminen poista velallisen oikeutta tehdä alkuperäistä velkasuhdetta koskevia väitteitä. VKL 28 ja 29 §:ien mukaisesti denuntiaatio kuitenkin katkaisee velallisen nauttiman maksusuojan sekä poistaa kuittausoikeuden vastasaamisilta, jotka on hankittu vasta denuntiaation jälkeen.

Juoksevilla velkakirjoilla siirto saavuttaa sitovuuden suhteessa kolmansiin silloin, kun velkakirjat on siirretty ostajan haltuun. Vaadittava julkivarmistuskorkeus on tällöin VKL 22.1 §:n mukainen traditio. Arvopaperistamisen kannalta merkittävä poikkeus tähän pääsääntöön on VKL 22.2 §:n säännös siitä, että pankkien tai muiden rahalaitosten myydessä juoksevia velkakirjoja on myynti rahalaitoksen velkojia sitova, vaikka velkakirja jäisi rahalaitoksen säilytettäväksi.

³⁸ Luottolaitoksia koskevassa erityissääntelyssä on otettu huomioon kuluttajansuojaoikeudellisia näkökohtia. Tästä esimerkkinä on Rahoitustarkastuksen ohjeistus, jossa edellytetään, että uusien luottojen yhteyteen liitetään maininta siirtomahdollisuudesta ja että siirrosta annetaan kirjallinen ilmoitus asiakkaille. Rata 1996 s. 5.

³⁹ Näin ollen suullisestikin sovitua siirtosopimusta voidaan pitää pätevänä ja siten sitovana inter partes -suhteessa. Selvää toki on se, että arvopaperistamistransaktioissa vaaditaan huomattavasti tarkempaa dokumentointia.

⁴⁰ Velkakirjalain 26 §:n määritelmän mukaan ”Tavallinen velkakirja on asetettu nimetylle henkilölle”.

⁴¹ Vaihdantasuojalla tarkoitetaan luovutuksensaajan suojaa luovuttajan myöhempiä seuraajia ja velkojia vastaan. *Tepora* 1995 (b) s. 179.

Velallisen asema suhteessa saatavakannan ostajaan riippuu siitä, onko juokseva velkakirja luonteeltaan haltija- vai määrännäisvelkakirja. Haltijavelkakirjan velallisen suoritus on pätevä, jos maksu on suoritettu velkakirjan haltijalle. Määrännäisvelkakirjan kohdalla edellytetään lisäksi, että velkoja voi vedota hallintansa ohella myös katkeamattomaan siirtosarjaan. Juoksevienkin velkakirjojen kohdalla on kuitenkin syytä tehdä siirtoilmoitus velalliselle, sillä VKL 20 §:n mukaan erääntyneen koron ja lyhennyksen tekeminen velkakirjan luovuttajalle on pätevä, jos maksusuoritus on tehty vilpittömässä mielessä.⁴² Traditio on kuitenkin VKL 18.1 §:n nojalla riittävä toimenpide poistamaan alkuperäisen velallisen oikeuden käyttää vastasaamista kuittaukseen paitsi jos vastasaaminen kuittauksen epäämisen johdosta vaarantuisi ja uusi velkoja ilmeisesti tiesi tästä velkakirjan joutuessa hänen haltuunsa.⁴³

Kuten saatavat ovat myös saataviin liittyvät vakuudet siirrettävissä vapaasti ilman vakuudenantajan suostumusta, ellei osapuolten välisestä sopimuksesta muuta johdu.⁴⁴ Näin ollen vakuudet siirtyvät saamisten mukana, ellei toisin ole sovittu. Vakuuksien siirron sitovuus suhteessa kolmansiiin edellyttää kuitenkin vielä julkivarmistusta, johon sovelletaan pääpiirteittäin samoja sääntöjä kuin saamista koskevan julkivarmistuksenkin kohdalla.

Saamisoikeuksien siirtoa ja panttausta koskevat VKL 10 §:n mukaisesti samat velkakirjalain säännökset. Jos saatavakannan vakuuksina on ollut juoksevia velkakirjoja, on tehokkaan panttauksen edellytyksenä pääsääntöisesti VKL 22.1 §:n mukainen hallinnansiirto. Saatavien myyntiä koskevan VKL 22.2 §:n poikkeuksen ja yleisten vaihdannallisten intressien valossa voitaneen perustellusti katsoa, että pankkien tai muiden rahalaitosten myydessä saatavia, joiden vakuutena on juoksevia velkakirjoja, on vakuuksienkin siirto rahalaitoksen velkoja sitova, vaikka vakuusasiakirjat jäisivät velkakirjojen ohella rahalaitoksen säilytettäväksi.

Kiinteistövakuuksien osalta sovelletaan maakaaren (MK) erityissäännöstöä. Panttioikeus kiinteistöön saadaan MK 17:2.1:n mukaisesti silloin, kun panttikirja luovutetaan velkojalle saamisen vakuudeksi. Panttikirjan luovutus on toi-

⁴² Arvopaperistamistransakzioissa tällä poikkeuksella on merkitystä, sillä siirrettävä saatavamasaa on suuri ja siten siirtoa ennen erääntyneiden, mutta maksamattomien saatavien pääoma saattaa olla siirronsaajan kannalta merkittävä.

⁴³ Rahoitustarkastuksen antamassa sääntelyssä on pyritty suojaamaan alkuperäisten velallisten asemaa luottolaitosten arvopaperistamisissaan käyttämien erillisyhtiöiden kustannuksella. Rahoitustarkastuksen ohjeistuksen mukaan erillisyhtiön tai sen myöhemmän seuraajan on nimenomaisesti luovuttava oikeudestaan vedota velallisten heikkojen väitteiden pätemättömyyteen. Rata 1996 s. 5.

⁴⁴ Tuomisto 1996 s. 146.

saalta sidottu saamisen luovutukseen, sillä MK 17:5.2:n mukaan velkoja saa luovuttaa panttikirjan vain siirtäessään saamisen, jonka vakuudeksi panttikirja on luovutettu.

Muiden vakuuksien kohdalla sivullisittomuuden luovana julkivarmistuskeinona on denuntiaatio.⁴⁵ Jos siirrettävän saatavan vakuutena on takaus, ei tästä tarvitse erikseen takaajalle ilmoittaa.⁴⁶ Yleistakauksen ja yleisemmin -vakuuden kohdalla on kuitenkin syytä panna merkille, että originaattorin halutessa vakuuden vastaavan muistakin kuin siirrettävästä saatavasta, on yleisvakuus jaettava ensin erityisvakuuksiksi, joista yksi siirtyy erillisyyhtiölle ohjattavan saatavan mukana. Jos erityisvakuuden halutaan vastaavan muistakin kuin erillisyyhtiölle siirtyvästä velasta, on erityisvakuus jaettava tai vaihtoehtoisesti on siihen syytä perustaa jälkipanttioikeus.⁴⁷

Saatavan ja yleisemmin minkä tahansa omaisuusobjektin siirron tehokkuus edellyttää myös sitä, että siirrettävä objekti on riittävällä tavalla yksilöity.⁴⁸ Arvopaperistamistransaktiossa tämä yksilöimisvaatimus täyttynee varsin helposti, sillä kyseessä on järjestely, jossa yleensä tapahtuu vain yhden ja etukäteen yksilöidyn saatavakannan kertasiirto. Järjestelyssä, johon sisältyy useita erillisiä saatavakannan siirtoja (revolving arrangement), ei syntyne myöskään ongelmia, jos jokaisen uuden siirron kohdalla siirrettävä omaisuus erä yksilöidään.⁴⁹

Yksilöintivaatimus tarkoittaa käytännössä sitä, että sekä kaupan kohteena oleva saatavakanta yksilöidään että myös siirtoilmoituksessa kerrotaan tarpeeksi yksilöidysti, mitä omaisuutta on siirtynyt. Tilanteessa, jossa yksilöintivaatimus ei täyty, voi siirron pätevyys olla kyseenalainen ja siten koko arvopaperistamistransaktion oikeudellinen perusta horjuva. Puutteellisen yksilöinnin keskeisimpänä seurauksena on se, ettei yksilöimättömän kohteen siirron katsota nauttivan sivullissuojaa.⁵⁰

Arvopaperistamistransaktion onnistumisen kannalta ensiarvoisen tärkeää on se, että luovutuksensaaja eli erillisyyhtiö saa suojaa kolmansia tahoja vastaan.

⁴⁵ Tuomisto 1996 s. 147.

⁴⁶ Mahdollisten myöhempien epäselvyyksien välttämiseksi on toki suositeltavaa, että takaajalle ilmoitetaan takauksen siirtyneen erillisyyhtiölle saatavan mukana.

⁴⁷ Tepora 1995 (b) s. 182–183.

⁴⁸ Kysymys on varallisuus oikeudessa noudatettavasta täsmällisyysperiaatteesta, jossa vaatimus oikeuden kohteen yksilöinnistä perustuu yleisiin vaatimuksiin niin vaihdannan varmuudesta kuin myös sen sujuvuudesta. Tammi-Salminen 2001 s. 84.

⁴⁹ Yksilöinnin kannalta käytännön ongelmia voi syntyä esimerkiksi myyntisaatavien kohdalla tilanteessa, jossa yksittäiseen laskuun liittyy useita saatavia, joita kaikkia ei kuitenkaan haluta siirtää. Palkonen 6.5.2002.

⁵⁰ Tammi-Salminen 2001 s. 85.

Suomessa sivullissuoja saavutetaan edellä esitetyin tavoin joko denuntiaatiolla tai hallinnansiirrolla. Sen sijaan esimerkiksi Yhdysvalloissa esineoikeudellisen suojan saanti on kytketty sopimusperiaatteeseen, mikä on arvopaperistamistransaktioiden kohdalla johtanut niin sanotun true sale -opin kehittelyyn.⁵¹

Arvopaperistamistransaktion oikeudellisesti monimutkaisin vaihe on saatavakannan siirto originaattorilta erillisyhtiölle.⁵² Järjestelyn onnistumisen kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että saatavien omistusoikeus on siirtynyt erillisyhtiölle eli kyseessä on niin sanottu aito kauppa (true sale).⁵³ Transaktion todellista luonnetta määriteltäessä huomiota kiinnitetään siihen voidaanko luovutusta pitää aitona kauppana vai onko originaattorin ja erillisyhtiön välille mahdollista konstruoida velkasuhde, jonka vakuutena siirretty saatavakanta on. Jälkimmäisessä tapauksessa kyseessä on katsottu olevan vakuusluovutus eli luonteeltaan simuloitu oikeustoimi, jonka todellisena tarkoituksena ei ole omistusoikeuden siirtäminen vaan vakuuden antaminen.⁵⁴

Irtaimen esineen vakuusluovutuksen on tulkittu olevan oikeusvaikutuksiltaan panttausluvanta sopimusosapuolten välisessä suhteessa, ja täytettynä vakuusluovutus on rinnastettu panttaukseen.⁵⁵ Ultra partes -suhteessa vakuusluovutuksen oikeusvaikutusten rinnastus panttaukseen edellyttää lisäksi sitä, että sivullisittovan panttauksen edellyttämä julkivarmistus on asianmukaisella tavalla tehty.⁵⁶ Originaattorin taloudellisen aseman ollessa vakaa on erillisyhtiön asema varsin turvattu, vaikka saatavien siirto olisi tulkittavissa vakuusluovutukseksi. Originaattorin ajautuessa maksuvaikeuksiin muuttuu tilanne erillisyhtiön kannalta ongelmallisemmaksi verrattuna vastaavaan tilanteeseen järjestyksessä, jossa saatavakannan siirto olisi tulkittu aidoksi kaupaksi.

Originaattorin insolvenssitilanteessa erillisyhtiö, jolle siirretyn saatavakannan ei katsota siirtyneen aidon kaupan kautta, ei saa pitää saatavakantaa. Jos originaattori ajautuu konkurssiin katsotaan saatavakannan kuuluvan originaattorin konkurssipesään. Erillisyhtiön asema on siinä mielessä turvattu, että sillä

⁵¹ Yhdysvalloissa esineoikeudellisten (kuten myös velvoiteoikeudellisten) oikeusvaikutusten alkaminen on toisin sanoen sidottu sopimuksen solmimishetkeen. *Andersson* 1995 s. 91.

⁵² *Palin* 1997 s. 625.

⁵³ Tässä yhteydessä lienee syytä korostaa sitä, että aito kauppa ei ole suomalaisen oikeusjärjestelmän piirissä syntynyt käsite vaan Yhdysvalloissa kehitetty oikeudellinen konstruktio.

⁵⁴ *Palin* 1997 s. 627.

⁵⁵ Vakuusluovutusta on oikeudessamme perinteisesti arvioitu rasisitusvakuutena, johon on sovellettu panttioikeutta koskevia sääntöjä, *Tepora* 2001 s. 326. Voidaan kuitenkin kysyä, miksei vakuusluovutusta voitaisi rasisitusvakuusnäkökulman sijasta arvioida omatyypisenä *omistusoikeudelle perustuvana vakuusjärjestelyinä*, *Tepora* 2001 s. 329 ja 349. Kysymys on perusteltu, mutta sitä ei kuitenkaan ole mahdollista tässä tutkimuksessa tarkemmin selvittää.

⁵⁶ *Havansi* 1992 s. 512–513.

katsotaan olevan etuoikeus panttina olevaan saatavakantaan. Erillisyhtiön maksukyvyyn kannalta tässä tilanteessa huomionarvoista on se, että oikeustoimilain 37 §:n *lex commissoria* -kiellon vuoksi se on velvollinen tilittämään saatavista maksettavaksi sovitun kauppahinnan eli konstruoidun velan ja saatavista kertyneen määrän erotuksen konkurssipesälle.⁵⁷

Arvopaperistamistransaktion onnistumisen kannalta ensiarvoisen tärkeää on myös se, että saatavakannan siirtoa ei voida peräyttää takaisinsaantilaissa säädettyjen takaisinsaantiperusteiden nojalla. Kyseisistä perusteista saatavakannan arvopaperistamistransaktioon voivat soveltua takaisinsaantilain 5 §:n yleinen takaisinsaantiperuste sekä 6 §:n mukainen lahjaa tai lahjanluonteista sopimusta koskeva takaisinsaantiperuste.⁵⁸ Myös vakuuden peräytymistä koskeva takaisinsaantilain 14 § on syytä ottaa huomioon transaktiota suunniteltaessa.⁵⁹ Vaikka takaisinsaannin uhka lienee todellisuudessa varsin pieni, on transaktiota suunniteltaessa syytä kiinnittää huomiota siihen, että siirto tapahtuu käypään hintaan eikä siten ole peräytymisuhan alainen.

Perinteisen arvopaperistamisen oikeudellisesti ongelmallisia kysymyksiä ovat edellä esitetyin tavoin *true sale* -problematiikka ja siihen kiinteässä yhteydessä oleva kysymys saatavakannan kohtalosta originaattorin insolvenssitilanteessa. Originaattorin asemassa olevalle luottolaitokselle on näitä kysymyksiä koskevan sääntelyn ohella tärkeää ottaa huomioon myös rahoitustarkastuksen antama luottolaitoksia koskeva konsolidointisääntely. Luottolaitosten tekemien arvopaperistamistransaktioiden tavoitteista eräs keskeisimmistä on transaktion kautta saavutettava parantunut vakavaraisuusaste.⁶⁰ Jos erillisyhtiö joudutaan konsolidoimaan samaan konserniin originaattorin kanssa, ei tavoiteltua päämäärää saavuteta.

⁵⁷ Tämä kustannus saattaa olla merkittävä myös sen vuoksi, että saatavat myydään usein niiden nimellisarvon alittavaan hintaan saatavakantaan liittyvän riskin kompensoimiseksi (niin kutsuttu epävarmojen saamisten kauppa, *Tepora – Takki* 1994 s. 27). Vaikka kauppa tehtäisiin nimellisarvoon, palautettavaksi tulevat ainakin saatavapoolista kaupanteon jälkeen kertyneet korkotulot. Huomionarvoista on lisäksi se, että erillisyhtiön kannettavaksi jäävät sille osoitetut transaktiokulut. *Henderson* 1997 s. 31–33. Ratkaisu *lex commissoria* -kiellon aiheuttamaan problematiikkaan saattaisi olla se, että kauppasopimuksessa sovitaan siitä, että jos luovutus katsotaan vakuusluovutukseksi, ovat saatavat kaikkien erillisyhtiön originaattorilta olevien saatavien eikä vain kauppahinnan vakuutena.

⁵⁸ *Huhtamäki* 1996 s. 191 sekä *Palin* 1997 s. 636.

⁵⁹ Takaisinsaantilain 14 § saattaa olla arvopaperistamistransaktion relevantti ainakin silloin, jos saatavakannan luovutus tulkitaan vakuusluovutukseksi.

⁶⁰ Puhtaassa rahoitustilanteessa – ei siis tasetta ”kevennettäessä” – erillisyhtiötä ei välttämättä tarvita, koska omaisuus on mahdollista tällöin jättää alkuperäiselle omistajalle. *Huhtamäki* 1996 s. 168. Toisaalta on kuitenkin syytä huomata, että vakavaraisuuslaskennassa merkityksellistä ei ole se, onko saatava edelleen taseessa vai ei, vaan se, onko saataviin liittyvä riski siirtynyt erillisyhtiölle. *Rata* 1996 s. 5.

Rahoitustarkastus on luottolaitoksia koskevassa ohjeistuksessaan katsonut, että erillisyhtiö voidaan jättää konsolidoinnin ulkopuolelle, jos originaattori ei käytä määräysvaltaa erillisyhtiössä.⁶¹ Konsolidoinnin kannalta olennaisia ovat originaattorin ja erillisyhtiön hallinnollisten suhteiden lisäksi yhtiöiden väliset taloudelliset suhteet. Jos luovutettuihin varoihin liittyvää riskiä on vähäisessäkin määrin jätetty originaattorille, on erillisyhtiölle siirretty varallisuuserä otettava huomioon originaattorin vakavaraisuutta laskettaessa.⁶²

2.3. Liiketoiminnan arvopaperistaminen

Perinteisessä arvopaperistamistransaktiossa käytetään ennalta määritellyn ja originaattorilta erillisyhtiölle siirretyn saatavakannan tuottamia kassavirtoja markkinoille laskettavan joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun. Järjestelyssä pyritään muuntamaan ennustettavissa olevia, mutta epälikvidejä kassavirtoja tuottavia omaisuuseriä likvideiksi, markkinoilla kaupankäynnin kohteena oleviksi arvopapereiksi.⁶³ Yrityksen liiketoiminnan arvopaperistamisella tavoitellaan samanlaista päämäärää eli yrityksen omaisuuserien muuttamista likvidimpään muotoon. Päinvastoin kuin perinteisessä yksilöidyn saatavakannan arvopaperistamisessa ei liiketoiminnan arvopaperistamisessa arvopaperistettavia kassavirtoja kuitenkaan voida vielä transaktiota valmisteltaessa tarkoin yksilöidä, sillä jälkimmäisessä arvopaperistamisen kohteena ovat *yrityksen liiketoiminnasta tulevaisuudessa syntyvät kassavirrat*.

Liiketoiminnan arvopaperistaminen muistuttaa rahoitukselliselta luonteeltaan tavallista vakuudellista lainaa, sillä liiketoimintaa harjoittava yritys on joko suoraan tai ainakin epäsuorasti vastuussa lainan takaisinmaksusta.⁶⁴ Toisin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, ei liiketoiminnan arvopaperistamisessa tapahdu aitoa saatavakannan kauppaa vaan varat säilyvät liiketoimintaa

⁶¹ Erillisyhtiö voidaan jättää konsolidoinnin ulkopuolelle, jos luottolaitoksella ei ole omistukseen tai sopimukseen perustuvaa määräysvaltaa erillisyhtiössä, luottolaitoksella ja erillisyhtiöllä ei ole yhteisiä hallintoelimiä eikä luottolaitosta ja erillisyhtiötä johdeta yhteisesti. Rata 1996 s. 4.

⁶² Siirtääkseen saatavakannan kokonaan taseensa ulkopuolelle on luottolaitoksen varmistuttava siitä, että saataviin liittyviä vastuita ei millään muotoa voida enää kohdistaa siihen. Pelkästään luovutettuihin varoihin liittyvän riskin jättäminen luovuttajapankille ei edellyttäen konsolidointia vaan riskin pidättäminen vaikuttaa ainoastaan pankin omaan vakavaraisuuteen. Rahoitustarkastus on sääntelyssään katsonut, että takaisinostositoumuksin luovutetut saamiset on kuitenkin aina merkittävä luovutuksesta huolimatta luottolaitoksen taseeseen, Rata 1996 s. 5. Mitään yleispätevää tulkintatapaa ei ole viranomaispäätösten vähäisyyden vuoksi löydettävissä ja ongelmat onkin syytä ratkaista tapauskohtaisesti. Näin myös *Palin* 1997 s. 635.

⁶³ *Kendall* 1996 s. 2.

⁶⁴ *Moody's* 2000 s. 1.

harjoittavan yrityksen omaisuutena. Vaikkei liiketoiminnan arvopaperistamisessa tapahdukaan ennalta yksilöidyn varallisuuserän kauppaa, on transaktion onnistumisen edellytyksenä se, että joukkovelkakirjalainan vakuutena oleva liiketoiminta voidaan eristää itse liiketoimintaa harjoittavasta yrityksestä, jos tämä ajautuu maksuvaikeuksiin.

Englannissa, jonka lainsäädäntö on otollinen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioille, liiketoiminnan harjoittamisen edellyttämä yritysvarallisuus on velkojien niin vaatiessa mahdollista siirtää erilleen yrityksestä ja vielä siten, että liiketoimintaa jatketaan. Omaisuutta ei siis realisoida, vaan joukkovelkakirjojen takaisinmaksuun tarvittavat kassavirrat tuottavaa liiketoimintaa voidaan ainakin lähtökohtaisesti jatkaa niin kauan, kunnes joukkovelkakirjalaina on tullut maksetuksi.

Englannissa käytetyn liiketoiminnan arvopaperistamismallin analyysin pohjana voidaan käyttää kuvion 2 mukaista rakennetta. Transaktiomallissa Holding-yhtiö A on yhtiöittänyt omistamansa liiketoiminnan (Yhtiö B), jonka se aikoo arvopaperistaa. Englantilaiset liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiot perustuvat useimmiten niin sanotulle secured loan -rakenteelle. Järjestelyn keskeisimpänä osana on lainanottajayrityksen ja erillisyhtiön tai jäljempänä esitetävin tavoin vaihtoehtoisesti kahden erillisyhtiön välille solmittava vakuudellinen velkasopimus (secured loan). Kuvion mukaisessa secured loan -järjestelyssä erillisyhtiö laskee liikkeeseen joukkovelkakirjalainan, josta saatavat varat se lainaa edelleen Yhtiö B:lle, joka omistaa arvopaperistettavan liiketoiminnan. Yhtiö maksaa lainan takaisin liiketoimintansa tuottamalla kassavirroilla.

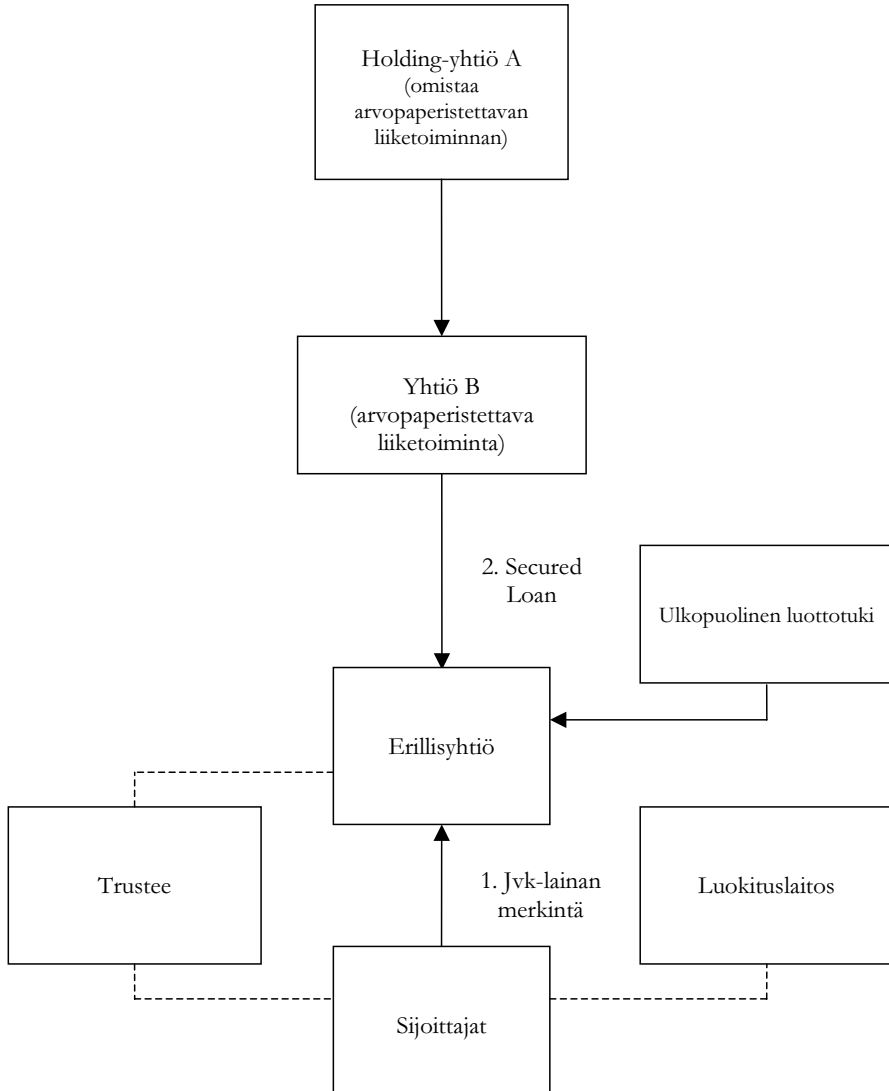
Perinteisessä arvopaperistamisessa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua turvaava saatavakanta pyritään kokoamaan siten, että se tuottaa tasaisia ja ennustettavissa olevia kassavirtoja. Vaikka liiketoiminnan arvopaperistamisessa kassavirrat syntyvät eri tavoin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, on liiketoiminnan arvopaperistamisen tuottamille kassavirroille asetettava tiettyjä vaatimuksia, jotta transaktiota voitaisiin pitää järkevänä. Vaikka kassavirrat kertyvätkin tulevaisuudessa syntyvistä saatavista, tulisi näiden saatavien syntymisaikataulua ja -todennäköisyyttä pystyä ennustamaan jonkinlaisella tarkkuudella. Tärkeää on myös se, että kassavirtoja synnyttävää liiketoimintaa on mahdollista harjoittaa ainakin joukkovelkakirjan takaisinmaksuperiodin ajan.⁶⁵

Secured loan -järjestelyssä lainan takaisinmaksun vakuutena on niin kutsuttu vakuuskokonaisuus (security package), johon on syytä sisällyttää ainakin seuraavat vakuudet ja oikeuksien siirrot:⁶⁶

⁶⁵ Moody's 2000 s. 4.

⁶⁶ *Xin* 2000 (b) s. 323.

Kuvio 2



- kiinnitykset ja panttioikeudet yrityksen kaikkeen vakuuskelpoiseen omaisuuteen
- floating charge (yrityskiinnitys) nykyiseen ja tulevaan yritysvarallisuuteen
- arvopaperistettavan liiketoiminnan omistavan yrityksen osakkeet
- asiakassopimuksiin liittyvien oikeuksien siirtäminen erillisyyhtiölle.

Englannin oikeusjärjestelmä mahdollistaa tulevien ja siten vielä ansaitsemattomien saatavien tehokkaan siirron. Oikeuskirjallisuudessa tulevien saatavien siirtoedellytyksistä todetaan seuraavaa:

*”...though a mere expectancy is thus incapable of actual assignment, an agreement for valuable consideration to assign such an expectancy operates in equity to transfer the right to the chose in action as soon as it comes to existence provided only that it is sufficiently identifiable under the agreement”.*⁶⁷

Englannin oikeuden mukaan tulevien ja vielä ansaitsemattomien saatavien tehokas siirtäminen ei edellytä siirrettävien saatavien velallistaholle tehtävää erillistä notifikaatiota.⁶⁸ Tulevien saatavien siirto edellyttää kuitenkin kahta asiaa: siirronsajan tulee olla velkoja-asemassa saatavien siirtäjään ja siirrettävät saatavat on yksilöitävä riittävällä tarkkuudella siirtosopimuksessa.⁶⁹

Tulevien saatavien siirtämisen ohella myös niiden panttaaminen on Englannissa mahdollista. Maan yhtiöoikeudellinen perussäädös, vuoden 1985 Companies Act, mahdollistaa tulevien saatavien panttaamisen edellytyksin, että panttaus tulee voimaan heti saatavan synnyttyä edellyttämättä panttaajalta tai panttinsaajalta lisätoimenpiteitä. Jos sovittu panttaus täyttää nämä vaatimukset, voidaan se rekisteröidä.⁷⁰

Vakuudet ja yritysikiinnitystä muistuttava floating charge -vakuusmuoto yhdessä muodostavat niiden vakuuksien kokonaisuuden (security package), joka annetaan trusteeen hoidettavaksi. Trustee edustaa useimmiten sekä joukkovelkajirjaan sijoittaneita että myös muita vakuusvelkojia.⁷¹ Kattavien vakuuksien

⁶⁷ Chitty 1999 s. 1044.

⁶⁸ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa kyseinen velallistaho (operatiivisen yhtiön asiakkaat) saattaa monesti olla lukumääräisesti varsin suppea, joten ilmoituksen tekeminen on suhteellisen vaivatonta ja siten suositeltavaa. Pätevän siirron edellytys tämä ei kuitenkaan siis ole.

⁶⁹ Yleinen käytäntö lienee se, että siirtosopimuksessa mainitaan maksuosoite, johon kassavirrat tulee siirtää. Sopimukseen on myös syytä liittää maininta siitä, että tilinhaltijana on sijoittajien edustajana toimiva trustee. *Xin* 2000 (b) s. 318.

⁷⁰ Companies Act 1985, section 395. Suomalaista Patentti- ja rekisterihallitusta vastaavana rekisteriviranomaisena toimii Registrar of Companies.

⁷¹ Tällaisia vakuusvelkojia voivat olla esimerkiksi ulkopuolista luottotukea myöntävät tahot.

tarkoituksena on turvata joukkovelkakirjan takaisinmaksu myös silloin, jos liiketoimintaa harjoittava yhtiö tulee maksukyvyttömäksi. Toisin kuin esimerkiksi Suomessa ei Englannissa vakuuskokonaisuuden perimmäisenä tarkoituksena kuitenkaan ole tuottaa velan takaisinmaksuun tarvittavia varoja vakuuksien realisoinnin avulla. Englannin yritysten insolvenssilanteita sääntelevä vuoden 1986 Insolvency Act antaa vakuusvelkojille varsin laajat mahdollisuudet yritysvarallisuuden realisoinnin sijaan jatkaa maksukyvyttömyystilaan ajautuneen yrityksen liiketoimintaa.⁷²

Velkojat, joiden saamisen turvana on ominaisuuksiltaan suomalaista yrityskiinnitystä muistuttava floating charge, voivat Insolvency Act'in 9 §:n 3 momentin nojalla nimittää selvitysmiehen (administrative receiver), joka siirtyy hallinnoimaan liiketoimintaa harjoittavaa yritystä. Selvitysmies hallinnoi vakuutena olevaa yritysvarallisuutta puhtaasti vakuusvelkojien intressissä. Tämä johtaa käytännössä siihen, että liiketoimintaa jatketaan ja siitä saatavat kassavirrat käytetään erillisyyhtiöltä saadun lainan takaisinmaksuun.⁷³

Velkojien nimittämän selvitysmiehen käyttäminen on Englannin insolvenssilainsäädännön mukainen järjestely, joka mahdollistaa velkojien suorittaman konkurssiselvityksen virallisjohtoisen prosessin sijaan.⁷⁴ Käytännön tasolla tämä merkitsee useimmiten sitä, että konkurssiin ajautuneen yrityksen liiketoimintaa jatketaan ja näin vältetään yritysvarallisuuden realisointi. Velkojien valitsemalla selvitysmiehellä on Insolvency Act'in 14 §:n nojalla mahdollisuus myös realisoida yhtiön varallisuutta, missä tapauksessa velkojilla on saamiensa vakuuksien nojalla etuoikeus myynnistä saataviin varoihin.⁷⁵

Vakuudellisen lainan (secured loan) tärkeimpänä ominaisuutena voidaan pitää sen velkojataholla suomia oikeuksia erityisesti tilanteessa, jossa liiketoimintaa harjoittava yritys joutuu maksuvaikeuksiin. Järjestely mahdollistaa lii-

⁷² Itse asiassa Insolvency Act ei pelkästään anna mahdollisuuksia velkojalähtöiseen selvitykseen vaan se jopa pyrkii ohjaamaan velkojia ei-virallisjohtoiseen selvitysmenettelyyn, Wood 1995 (b) s. 192. Sääntelyn taustalla lienee ajatus siitä, että yritysvarallisuuden arvo osana liiketoimintaa on korkeampi kuin sen realisointiarvo itsenäisenä omaisuuseränä. On kuitenkin syytä huomata, etteivät Englannin ja Suomen oikeusjärjestelmien velkojataholla antamat mahdollisuudet jatkaa maksukyvyttömyystilaan ajautuneen yrityksen liiketoimintaa ole maksukyvyttömyysmenettelyn lopputuloksen valossa aina kovinkaan kaukana toisistaan. Kuten jäljempänä jaksossa 5. ("Liiketoimintaa harjoittavan yhtiön insolvenssi") käy ilmi, voi konkurssipesä muun muassa jatkaa velallisyriksen liiketoimintaa tai myydä yhtiön osakekannan nimelliseen hintaan velkojataholla (liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa erillisyyhtiölle, joka jatkaa liiketoimintaa).

⁷³ Ovaska 1992 s. 133.

⁷⁴ Englannin insolvenssilainsäädännöstä tarkemmin jaksossa 5.1.

⁷⁵ Kun selvitysmiehen nimittäneiden vakuusvelkojien saatavat on maksettu, päättyy selvitysmiehen toimeksianto ja hänen tulee luovuttaa mahdollinen ylijäämä takaisin yhtiölle. Ovaska 1992 s. 139.

ketoiminnan jatkamisen velkojien päätöksellä siinäkin tapauksessa, että liiketoiminnan omistava yritys ajautuu konkurssiin. Tämä on ensiarvoisen tärkeää liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta, sillä tarpeeksi korkean luottoluokituksen saaminen liikkeeseenlaskettavalle joukkovelkakirjalainalle edellyttää, ettei velallisyhtiön insolvenssi vaaranna joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua.

Secured loan -rakennetta hyväksikäyttämällä on mahdollista yksinkertaistaa arvopaperistamisessa usein ongelmalliseksi osoittautuvaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun jaksottamista. Käytännön vaikeuksia aiheuttaa lähinnä se, että takaisinmaksuun käytettävät varat kertyvät usein epätasaisesti.⁷⁶ Vakuudellisen lainan takaisinmaksuehdot on mahdollista määritellä siten, että niissä otetaan huomioon kassavirtojen kertyminen. Tämä tekee joukkovelkakirjalainan jakamisen eri luokkiin (tranches) yksinkertaisemmaksi, sillä joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuaikataulu voidaan mukauttaa noudattamaan vakuuslainan takaisinmaksuaikataulua.⁷⁷

Secured loan -rakennetta käytettäessä vakuudellisen lainan myöntää erillisyyhtiö, joka hankkii lainavarat laskemalla liikkeeseen sijoittajille suunnatun joukkovelkakirjalainan. Samoin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa on myös liiketoiminnan arvopaperistamisessa käytettävän erillisyyhtiön pääfunktiona muodostaa neutraali työkalu, jonka välityksellä liiketoiminnasta saatava kassavirta voidaan kanavoida sijoittajille siten, ettei se sekoitu järjestelyyn osallisina olevien tahojen tuottamiin muihin kassavirtoihin.⁷⁸ Erona tavalliseen arvopaperistamiseen on kuitenkin se, ettei erillisyyhtiötä tarvita true sale -opin mukaisen aidon kaupan mahdollistamiseen, sillä liiketoiminnan arvopaperistamiseen ei sisälly yksilöidyn saatavakannan kauppaa.

Perinteisen arvopaperistamisen ja liiketoiminnan arvopaperistamisen peruserot ovat edellä esitetyn tavoin siirrettävän saatavakannan luonne ja sitä kautta true sale -ongelman välttäminen. Siitä huolimatta, että liiketoiminnan arvopaperistamista eivät vaikeuta tavalliseen arvopaperistamiseen liittyvät aitoa kaup-

⁷⁶ Kassavirtojen epätasainen kertyminen on eri asia kuin vaikeasti ennustettavissa oleva kertyminen. Epätasaisuudella voidaan tarkoittaa esimerkiksi sitä, että kassavirtoja kertyy huomattavasti enemmän tilikauden ensimmäisellä neljänneksellä kuin muilla neljänneksillä. Tämä ei ole arvopaperistamisen kannalta kuitenkaan ylitsepääsemätön ongelma, sillä kassavirtojen ”kertymisjakauma” voidaan tilastollisen analyysin avulla ennustaa varsin tarkasti etukäteen. Moody’s 2001 s. 2.

⁷⁷ Takaisinmaksuaikataulun laadinnalla ja joukkovelkakirjalainan jakamisella eri luokkiin on myös mahdollista alentaa transaktion pääomakustannuksia. Näin on siksi, että eri luokkien painotettu keskiarvokustannus on useimmiten pienempi kuin pääoman kustannus siinä tilanteessa, että joukkovelkakirjalaina laskettaisiin liikkeelle yhtenä, saman riskitason omaavana kokonaisuutena. *Din* 2000 s. 30.

⁷⁸ Moody’s 2002 s. 4.

paa koskevat ongelmat, on transaktio varsin monimutkainen. Itse asiassa liiketoiminnan arvopaperistamisen ongelmat johtuvat siitä, että minkäänlaista saatavakannan kauppaa ja siten konkurssiturvaa (bankruptcy remoteness) ei transaktiossa synny.

Ongelmat korostuvat, kun transaktio pyritään tekemään muun kuin Englannin tai jonkin sitä läheisesti muistuttavan oikeusjärjestyksen alaisuudessa.⁷⁹ Tutkimuksen seuraavissa jaksoissa yksilöidään ne oikeudelliset ongelmat, jotka vaikeuttavat kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiota. Tämän yksilöinnin pohjalta pyritään strukturoimaan transaktiomalli, joka mahdollistaa liiketoiminnan arvopaperistamisen kotimaisen lainsäädännön alaisuudessa.

3. LIIKETOIMINNAN ARVOPAPERISTAMINEN SUOMESSA

3.1. Tutkimuksen kohteina olevat transaktiorakenteet

Saatavakannan aito kauppa ja saatavakannan tuottamien kassavirtojen ennustettavuus ovat perinteisen saatavien arvopaperistamistransaktion onnistumisen perusedellytyksiä. Saatavakannan siirtyminen pois originaattorilta aidon kaupan kautta turvaa sijoittajia originaattorin ajautuessa konkurssiin. Homogeeninen saatavakanta taas mahdollistaa järjestelyn suunnittelun siten, että saatavakannan tuottama kassavirta voidaan varsin tarkasti ennustaa etukäteen. Jos saatavakannan arvopaperistamistransaktio voidaan rakentaa siten, että se perustuu homogeenisen saatavakannan aidolle kaupalle, voidaan järjestelyä ainakin lähtökohtaisesti pitää toteuttamiskelpoisena ja sijoittajien kannalta turvallisena sijoituskohteena.

Liiketoimintaa arvopaperistettaessa ei transaktiota voida toteuttaa samalla periaatteella kuin perinteistä arvopaperistamista. Saatavakanta ei siirry pois originaattorilta, sillä mitään ennalta määriteltävää ja siten myyntikelpoista saatavakantaa ei ole olemassa. Näin ollen riski siitä, että originaattorin konkurssi vaarantaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun, on varsin suuri. Koska joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun käytettävät kassavirrat syntyvät tulevaisuudessa harjoitettavasta liiketoiminnasta, eivät kassavirrat myöskään ole samalla tavoin ennustettavia kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, jossa siir-

⁷⁹ Tällaisia ovat esimerkiksi eräät Aasian valtioiden (muun muassa Intia ja Malesia) oikeusjärjestykset. *Wood* 1995 (a) s. 74–76.

rettävät saatavat ovat syntyneet useimmiten jo transaktiota käynnistettäessä.⁸⁰

Englannin oikeuden alaisuudessa toteutetuissa transaktioissa edellä mainitut ongelmat on ratkaistu hyväksikäyttämällä secured loan -rakennetta. Koska secured loan -rakenne pohjautuu Suomessa tuntemattomiin oikeudellisiin konstruktioihin, on kotimaiseen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioon liittyvät ongelmat ratkaistava muulla tavoin. Tämän tutkimuksen ensisijaisena tavoitteena onkin *analysoida liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion toteuttamiskelpoisuutta Suomessa sekä rakentaa suomalaisen lainsäädännön alaisuuteen sopiva transaktiorakenne*. Tämän lisäksi tutkitaan liiketoiminnan arvopaperistamisen erityismuodon, niin kutsutun synteettisen listautumisannin toteuttamiskelpoisuutta kotimaisena transaktiona.⁸¹

Tutkimuksen pohjana on kuvion 3 englantilaista mallia muistuttava transaktiorakenne.⁸² Yllä olevassa transaktiorakenteessa Holding-yhtiö A haluaa arvopaperistaa omistamansa liiketoiminnan tai ainakin tietyn osan siitä. Mahdollistaakseen arvopaperistamisen yhtiöittää Holding-yhtiö A tämän liiketoiminnan siirtämällä sen perustamaansa Osakeyhtiö B:hen.⁸³ Tämän jälkeen transaktiota varten perustettu erillisyhtiö laskee liikkeeseen joukkovelkakirjalainan, josta saatavat varat se lainaa edelleen Osakeyhtiö B:lle.⁸⁴ Erillisyhtiöltä saadun lainan takaisinmaksu tapahtuu liiketoiminnan tuottamalla kassavirroilla, jotka erillisyhtiö puolestaan käyttää liikkeeseenlaskemansa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun.⁸⁵

⁸⁰ Jo syntyneitä saatavia arvopaperistetaan esimerkiksi asuntolainojen arvopaperistamistransaktiossa.

⁸¹ Synteettisen listautumisannin perusrakenne ja -tavoitteet esitetään sivuilla 162–165.

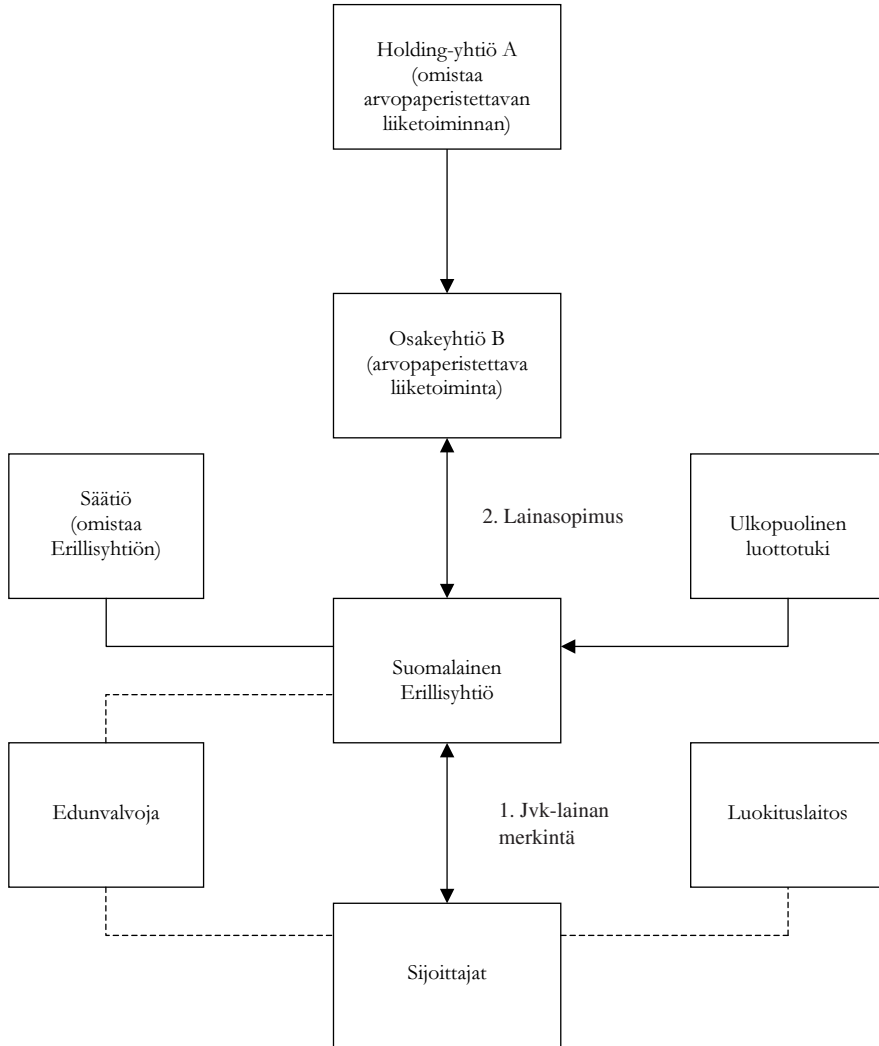
⁸² Vaikka nyt valittu transaktiorakenne muistuttaakin secured loan -rakennetta, on vielä syytä painottaa sitä, että secured loan -rakenne on englantilaisen oikeusjärjestelmän tuote eikä sitä ole sellaisenaan mahdollista tuoda kotimaisen oikeusjärjestyksen alaisuuteen.

⁸³ Yhtiöittäminen ei sinällään ole edellytys transaktion onnistumiselle, vaikka se todennäköisesti yksinkertaistaa muun muassa vakuusjärjestelyjä. On toki huomattava, että esimerkiksi yritysKiinnitys, joka on keskeinen osa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion vakuuskokonaisuutta, voidaan yritysKiinnityslain 5.2 §:n mukaisesti antaa rajattuna koskemaan vain tiettyä osaa elinkeinonharjoittajan elinkeinotoiminnasta.

⁸⁴ Joukkovelkakirja-anti mitoitetaan pääomamäärältään alhaisemmaksi kuin liiketoiminnan joukkovelkakirjalainan juoksuajan aikana tuottamat kassavirrat, millä pyritään kompensoimaan kassavirtojen kertymiseen liittyvää riskiä (nin kutsuttu epävarmojen saamisten kauppa, *Tepora – Takki* 1994 s. 27). Lisäksi osa annin tuottamista varoista käytetään transaktiokulujen kattamiseen.

⁸⁵ Liiketoiminnan tuottamalla kassavirroilla tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä rahamäärää, joka jää jäljelle, kun liiketoiminnan bruttokassavirroista vähennetään kassavirtojen ansaitsemisen vaatimat liiketoimintamenot.

Kuvio 3



Transaktion avulla Holding-yhtiö A voi muuntaa omistamansa liiketoiminnan likvidimpään muotoon samalla periaatteella kuin perinteisessä arvopaperistamisessa muunnetaan epälikvidejä saatavakantoja likvideiksi arvopapereiksi. Holding-yhtiö A ei kuitenkaan ole originaattori vaan originaattorina toimii

arvopaperistettavan liiketoiminnan yhtiöittäminen johdosta Osakeyhtiö B.

Yllä esitetystä, yhden erillisyhtiön sisältävässä transaktiorakenteessa liiketoimintaa harjoittava Osakeyhtiö B (operatiivinen yhtiö, originaattori) jää Holding-yhtiö A:n suoraan omistukseen. Liiketoiminnan arvopaperistamisen kotimaassa Englannissa rakennetta on varioitu lisäämällä transaktiorakenteeseen toinen erillisyhtiö, joka ostaa Holding-yhtiö A:lta Osakeyhtiö B:n osakkeet. Rakennetta on kutsuttu nimellä synteettinen listautumisanti (synthetic IPO), millä on haluttu kuvata sitä tapaa, jolla Holding-yhtiö A voi hankkia omistamalleen liiketoiminnalle julkisen noteerauksen.⁸⁶ Kahden erillisyhtiön rakennetta hyväksikäyttäen on mahdollista järjestää liiketoimintaa harjoittavalle yhtiölle ”keinotekoinen listautuminen”, sillä osakkeita ei myydä sijoittajille vaan erillisyhtiölle, joka lainaa varat toisen erillisyhtiön välityksellä markkinoilta.⁸⁷ Liiketoimintaa harjoittava yhtiö hinnoitellaan näin ollen osakemarkkinoiden sijaan joukkovelkakirjamarkkinoilla.

Kahden erillisyhtiön rakenteelle perustuvaa transaktiota tutkitaan kuvion 4 rakenteen pohjalta. Myös kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa Holding-yhtiö A yhtiöittää omistamansa liiketoiminnan siirtämällä sen perustamaansa Osakeyhtiö B:hen. Tämän jälkeen transaktiota varten perustettu Erillisyhtiö 2 laskee liikkeeseen joukkovelkakirjalainan, josta saatavat varat se lainaa edelleen niin ikään transaktiota varten perustetulle Erillisyhtiö 1:lle, jonka omistaa Holding-yhtiö A. Erillisyhtiö 1 käyttää saamansa lainavarat ostaakseen Holding-yhtiö A:lta arvopaperistettavaa liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n osakkeet.⁸⁸ Erillisyhtiö 2:lta saadun lainan takaisinmaksu tapahtuu Osakeyhtiö B:n liiketoiminnan tuottamalla kassavirroilla, jotka Erillisyhtiö 2 käyttää liikkeenlaskemansa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun.

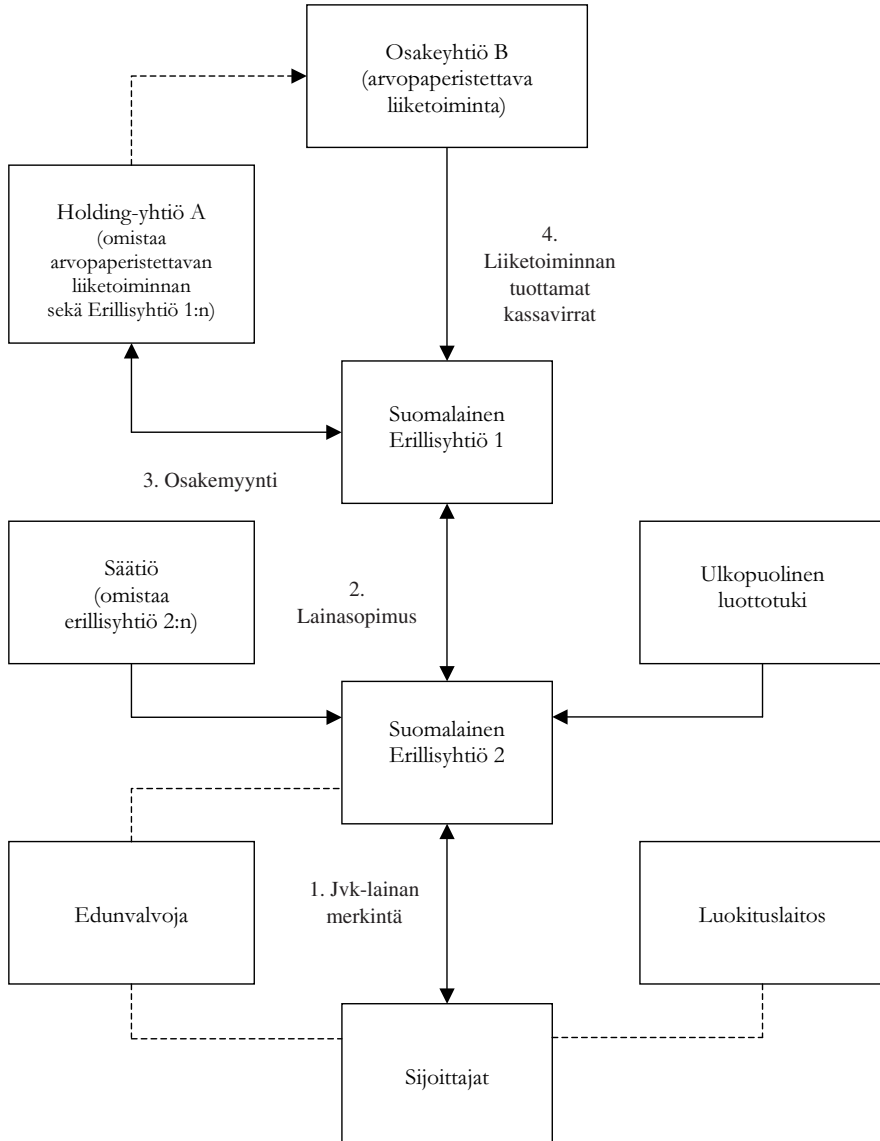
Transaktion avulla Holding-yhtiö A voi muuntaa omistamansa liiketoiminnan likvidimpään muotoon samalla periaatteella kuin yhden erillisyhtiön transaktiossa. Kahden erillisyhtiön käyttö kuitenkin mahdollistaa sen, että Holding-yhtiö A saa osakekaupasta saatavat varat välittömästi haltuunsa eivätkä ne

⁸⁶ Kyseistä nimitystä käytettiin ensimmäisen kerran Formula One Finance BV:n tekemän liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä. *Mannix* 1999 s. 13.

⁸⁷ Osakeannille ominaisella tavalla osakkeiden omistaja (Holding-yhtiö A) saa annin tuottamat varat välittömästi käyttöönsä. Synteettisessä listautumisannissa sijoittajille kuitenkin myydään operatiivisen yhtiön osakkeiden sijasta sen tulevaisuudessa tuottamia kassavirtoja.

⁸⁸ Osakeannan kauppahinta on hieman alhaisempi kuin joukkovelkakirja-annin tuottamat pääomat, sillä osa annin tuottamista varoista käytetään transaktiokulujen kattamiseen. Formula One Finance BV:n tekemässä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalainamissiossa laskettiin liikkeeseen 1,4 miljoonan dollarin laina, josta 1,25 miljardia ohjautui originaattorille osakekannan kauppahinnan muodossa. *Mannix* 1999 s. 13.

Kuvio 4



jää sen tytäryhtiöön eli Osakeyhtiö B:hen, joka yhden erillisyhtiön transaktiomallissa vastaanottaa erillisyhtiön liikkeeseenlaskemasta joukkovelkakirjalainasta saadut varat.

Verrattaessa kahden erillisyhtiön transaktiorakennetta perinteiseen saatavakannan arvopaperistamiseen on tärkeää ottaa huomioon, ettei Holding-yhtiö A:n ja Erillisyhtiö 1:n välinen osakekauppa ole saatavakannan kauppaan vertautuva ja true sale -teorian valossa arvioitava oikeustoimi. Kyseessä on osakekannan kauppa, jonka tavoitteena on siirtää liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n omistus Erillisyhtiö 1:lle. Huomattavaa tässä kaupassa on se, että Holding-yhtiö A ei tosiasiallisesti luovu liiketoiminnasta vaan omistaa sen edelleen välillisesti Erillisyhtiö 1:n kautta.⁸⁹

Kahden erillisyhtiön rakennetta hyväksikäyttämällä tehty arvopaperistaminen on itse asiassa osittain vaihtoehtoinen varainhankintaväline tilanteessa, jossa yritys voisi listata omistamansa liiketoiminnan.⁹⁰ Päädyttyessä ”aitoon listautumiseen” osakemarkkinoilla sijoittajien mielenkiinto kohdistuu suoraan listattavaan osakeyhtiöön (Osakeyhtiö B). Joukkovelkakirjamarkkinoille suunnatussa synteettisessä listautumisannissa sijoittajien ensisijaisen mielenkiinnon kohteena on Erillisyhtiö 2:n kyky maksaa sen liikkeeseenlaskema joukkovelkakirja takaisin, mutta koska Osakeyhtiö B tuottaa takaisinmaksuun tarvittavat kassavirrat, kiinnostaa sijoittajia tosiasiallisesti Osakeyhtiö B ja sen taloudellinen tila. Näin ollen joukkovelkakirjalainan hinnoittelussa otetaan huomioon vastaavia tekijöitä kuin tavallisen listautumisannin hinnoittelussa.⁹¹ Voidaankin

⁸⁹ Nimitys ”erillisyhtiö” on Erillisyhtiö 1:n osalta hieman harhaanjohtava, sillä se ei ole omistuksellisesti erillinen yksikkö vaan Holding-yhtiö A:n täysin omistama tytäryhtiö. Koska arvopaperistamisessa käytettäviä apuyhtiöitä kutsutaan perinteisesti erillisyhtiöiksi ja Englannissa tehtyjen liiketoiminnan arvopaperistamisten yhteydessä Erillisyhtiö 1:n asemassa olevaa yhtiötä on myös kutsuttu SPV:ksi (Special Purpose Vehicle), käytetään tässä tutkimuksessa samaa terminologiaa. Terminologiasta *Xin* 2000 (b) s. 322.

⁹⁰ Kyseessä olisi tällöin niin sanottu equity carve out -tyyppinen listautuminen, jossa osa yhtiön liiketoiminnasta irrotetaan omaksi yhtiökseen. *Brealey – Myers* 2000 s. 984. Vastaavankaltaiseen lopputulokseen voidaan päästä myös käyttämällä niin sanottua tracking stock -järjestelyä, jossa emoyhtiö laskee liikkeeseen osakesarjan, jonka tuotto on sidottu liikkeeseenlaskijan tietyn liiketoimintayksikön taloudelliseen tulokseen. *Haas* 1996 s. 2121.

⁹¹ Selvää toki on, että osakesijoittajat painottavat tekijöitä eri tavoin kuin velkainstrumentteihin sijoittavat tahot. Osakesijoittajille tärkeää saattavat olla esimerkiksi yhtiön kasvunäkymät, kun taas joukkovelkakirjasijoittajat painottavat yrityksen kykyä tuottaa lainan takaisinmaksun vaatimaa tasaista kassavirtaa. Sijoittajien mahdollisuutta saada tietoa liiketoimintaa harjoittavasta yhtiöstä – ainakin Englannissa tehtävissä transaktioissa – vaikeuttaa myös se, etteivät arvopaperimarkkinalainsäädännön liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskevat säännöt edellytä kahden erillisyhtiön transaktiorakenteen vuoksi/ansiosta liiketoimintaa koskevien tietojen ilmoittamista kovinkaan suuressa laajuudessa. Tästä tarkemmin jaksossa 6.2.

perustellusti sanoa, että arvopaperistettavalle liiketoiminnalle on saatu osittain pörssinoteeraukseen vertautuva noteeraus joukkovelkakirjamarkkinoilla.

Kahden erillisyhtiön malli luo myös uusia ja mielenkiintoisia vaihtoehtoja yrityskaupan rahoitusjärjestelyihin. Yrityskauppatilanteessa ostajan (Holding-yhtiö A) tavoitteena on ostaa liiketoimintaa harjoittava yritys (Osakeyhtiö B) vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella. Tavoitteen saavuttaminen on mahdollista käyttämällä kahden erillisyhtiön arvopaperistamisrakennetta. Ostettuaan Osakeyhtiö B:n esimerkiksi lyhytaikaisen pankkilainan avulla ostaja perustaa erillisyhtiön (Erillisyhtiö 1), joka ostaa kohdeyrityksen osakkeet. Kauppa rahoitetaan lainalla, joka saadaan toiselta erillisyhtiöltä (Erillisyhtiö 2). Lainavarat Erillisyhtiö 2 hankkii laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainan, jonka takaisinmaksuun käytettävät varat tuottaa Osakeyhtiö B.

Järjestelyn lopputuloksena ostaja on hankkinut omistukseensa alkuperäisen tavoitteensa mukaisesti Osakeyhtiö B:n. Synteettiselle listautumisjärjestelylle ominaisella tavalla Holding-yhtiö A säilyttää itsellään mahdollisuuden listauttaa ostettu yritys tulevaisuudessa osakemarkkinoilla. Tämä tapahtuu myymällä Erillisyhtiö 1:n osakkeita sijoittajille. Toisaalta jos kohdeyrityksen liiketoiminta on tappiollista ja se ajautuu konkurssiin, on ostajan asema varsin vahva: se on saanut joukkovelkakirjalainan tuottamat varat, joten sen menetykset ovat huomattavasti pienempiä kuin siinä tapauksessa, jos kauppa olisi toteutettu esimerkiksi oman pääoman ehtoisella rahoituksella. Yrityskauppa, jossa käytetään hyväksi synteettisen listautumisannin mahdollistavaa kahden erillisyhtiön rakennetta, vaikuttaa ostajan kannalta erinomaiselta ratkaisulta, sillä järjestelyn avulla tämä voi merkittävästi vähentää riskiään luopumatta silti mahdollisuudesta korkeaan tuottoon tulevaisuudessa tehtävän ”aidon listautumisannin” avulla.

Yhden erillisyhtiön sisältävään liiketoiminnan arvopaperistamisrakenteeseen verrattuna synteettisen listautumisannin mahdollistava arvopaperistamisrakente on hieman monimutkaisempi ja lisäksi jäljempänä esitettävien tavoin Suomen oikeusjärjestelmän kannalta varsin ongelmallinen. Ongelmista huolimatta ja toisaalta kyseisten ongelmien mielenkiintoisuuden sekä järjestelyn erityisesti yrityskaupan rahoitusjärjestelyille luomien mahdollisuuksien vuoksi on kahden erillisyhtiön transaktiorakenteen analysointi tutkimuksen kannalta perusteltua. Monimutkaisemman rakenteen esittely toivottavasti myös selvittää niitä taustamotiiveja, joiden vuoksi rahoitusmarkkinoilla kehitetään uudenlaisia ja usein aiempaa monimutkaisempia transaktiomalleja.⁹²

⁹² Jäljempänä esitetty koskee lähtökohtaisesti niin yhden kuin kahdenkin erillisyhtiön transaktiomalleja. Pelkästään toista rakennetta koskevan analyysin ja siten toisen rakenteen osalta vähemmän tai ei lainkaan relevantin tarkastelun kohdalla analyysin kohde (yhden/kahden erillisyhtiön rakenne) mainitaan erikseen.

3.2. Suomalaiset erillisyhtiöt

3.2.1. Erillisyhtiön tehtävä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa

Samalla tavoin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa toimii myös liiketoiminnan arvopaperistamisessa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana erillisyhtiö (Special Purpose Vehicle). Liikkeeseenlaskijana toimivasta erillisyhtiöstä pyritään tekemään neutraali apuväline, jonka kautta liiketoiminnan tuottamat kassavirrat kanavoidaan sijoittajille. Järjestelyjen peruseränteiden yhtenevyydestä huolimatta eroavat perinteisessä ja toisaalta liiketoiminnan arvopaperistamisessa käytettävien erillisyhtiöiden funktiot osittain toisistaan. Seuraavassa tutkitaan erityisesti liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön yritysmuotoa Suomen oikeusjärjestyksen valossa.⁹³

Liiketoiminnan arvopaperistamisessa käytettävän, joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskusta huolehtivan erillisyhtiön tehtävä on yksinkertaisempi kuin perinteisessä arvopaperistamisessa käytettävän erillisyhtiön. Näin on lähinnä siksi, että lukemattomien yksittäisten saatavien sijaan joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön saamat kassavirrat koostuvat sen liiketoimintaa harjoittavalle yhtiölle tai kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa toiselle erillisyhtiölle antaman lainan takaisinmaksueristä. Näin ollen joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun käytännön hoitaminen ei edellyttäne liikkeeseenlaskijana toimivalta erillisyhtiöltä kovinkaan aktiivista toimintaa.⁹⁴

Suomen oikeusjärjestelmään sopiviksi yritysmuodoiksi perinteisen arvopaperistamisen yhteydessä on esitetty sijoitusrahastoa, henkilöyhtiötä sekä osakeyhtiötä.⁹⁵ Tutkimuksen kohteena olevissa transaktiorakenteissa käytettävien erillisyhtiöiden yritysmuodosta päätettäessä on otettava huomioon liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion erot suhteessa perinteiseen arvopaperistamiseen. Perinteisten arvopaperistamistransaktioiden erillisyhtiöitä koskevat tutkimukset ja mielipiteet ovat kuitenkin hyvä lähtökohta liiketoiminnan arvopaperistamisjärjestelyssä käytettävien erillisyhtiöiden oikeudelliselle analyysille.

⁹³ Kahden erillisyhtiön rakenteessa osakekannan ostajana toimivan Erillisyhtiö 1:n yritysmuoto ei jäljempänä mainituin syin muodostune ongelmaksi, koska se toimii käytännössä vain kassavirtojen kanavoitinvälineenä ilman suoraa kosketusta rahoitusmarkkinoihin ja sijoittajiin.

⁹⁴ Kahden erillisyhtiön mallissa Erillisyhtiö 1:n tehtäviä lisää hieman se, että Osakeyhtiö B:n omistajana se ainakin lähtökohtaisesti osallistuu operatiivisen yhtiön hallintaan. Toki on syytä muistaa, että tavallisessa saatavakannan arvopaperistamisessa erillisyhtiö ei vastaa saatavakannan hoidosta, sillä hoitotoimet (esimerkiksi perimistoimenpiteet) on yleensä siirretty originaattorille hallinnointisopimuksen perusteella. *Tepora* 1995 (b) s. 173.

⁹⁵ *Tepora* 1995 (b) s. 188 sekä *Tuomisto* 1996 s. 33.

3.2.2. Sijoitusrahasto

Sijoitusrahastotoiminta määritellään sijoitusrahastolain 2 §:ssä, jonka mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten, näiden varojen sijoittamista pääasiassa arvopaperimarkkinan lain 1 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitettuihin arvopapereihin tai kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain 1 luvun 2 §:ssä tarkoitettuihin johdannaissovimuksiin sekä sijoitusrahaston hallintoa.

Sijoitusrahastolla, jota hallinnoi osakeyhtiömuotoinen rahastoyhtiö, tarkoitetaan sijoitusrahastolain 2 §:n perusteella sijoitusvaroja sekä niistä johtuvia velvoitteita. Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa sijoitusrahasto hankkisi omistukseensa saatavakannan ja sijoittajat ostaisivat sijoitusrahaston rahasto-osuuksia, jotka tuottavat yhtäläisen oikeuden rahastossa olevaan omaisuuteen. Tässä mallissa sijoittajille ei perusteta erillistä panttioikeutta saatavakantaan, vaan rahastoyhtiö käyttää sijoitusrahaston omaisuuden kuuluvia oikeuksia sijoittajien puolesta.⁹⁶ Sijoituksille maksettava tuotto realisoituu rahasto-osuuden merkintähinnan ja lunastuspäivän arvon erotuksena eikä siis joukkovelkakirjalle maksettavan koron muodossa.⁹⁷

Arvopaperistamistransaktion onnistumisen kannalta on tärkeää, ettei erillisyhtiön perustaminen vaadi suuria pääomia. Sijoitusrahastolain 27 §:n mukaan sijoitusrahaston varojen tulee olla vähintään 10 miljoonaa markkaa ja sillä on oltava vähintään 50 rahasto-osuudenomistajaa. Rahastoyhtiön osakepääoman tulee sijoitusrahastolain 6 §:n mukaan olla vähintään miljoona markkaa. Tämän lisäksi sijoitusrahastolaissa edellytetään, että rahastoyhtiön osakepääoman on aina oltava vähintään puoli sadasosaa rahastoyhtiön hallinnoimien sijoitusrahastojen yhteenlasketusta arvosta.

Nämä vaatimukset ovat ongelmallisia arvopaperistamistransaktion yhteydessä. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevasta erillisyhtiöstä pyritään tekemään mahdollisimman ”kevyt”, millä tarkoitetaan lähinnä erillisyhtiön perustamiskustannusten vähäisyyttä. Jo rahastoyhtiölle asetettavaa miljoonan markan alkupääomavaatimusta voidaan pitää varsin korkeana. Koska arvopaperista-

⁹⁶ *Tepora* 1995 (b) s. 188. Järjestelyssä olennaista on se, ettei rahastoyhtiö omista sijoitusrahastossa olevaa saatava-kantaa ja vakuuksia, vaan ne kuuluvat rahasto-osuuksia merkinneille sijoittajille. Rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston varallisuuksien erillään pitämisellä pyritään varmistamaan sijoitusten turvallisuus. *Tuomisto* 1996 s. 31.

⁹⁷ Jos sijoitusrahasto on tuottorahasto, joka jakaa vuosittain osan voitostaan voitto-osuuksina rahasto-osuudenomistajille, eivät sijoitusrahastosijoituksen tuottamat kassavirrat jaksotukseltaan juurikaan eroa joukkovelkakirjalainan koroista ja lyhennyksistä (vrt. kasvurahasto, joka ei jaa vuosittain voitto-osuutta vaan voitto siirtyy rahasto-osuuden arvoon).

mistransaktioissa liikkuvat pääomat ovat varsin suuria, nousee vähimmäispääomavaatimus helpostikin yli miljoonan markan.⁹⁸

Sijoitusrahastolle asetettava 10 miljoonan markan vähimmäisvaravaatimus ei aiheuttane ongelmia, mutta sen sijaan vaatimus siitä, että sijoitusrahaston tulee sijoittaa varansa pääosin arvopapereihin tai optioihin aiheuttaa liiketoiminnan arvopaperistamisessa merkittäviä vaikeuksia. Toisin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa ei liiketoiminnan arvopaperistamisessa tapahdu saatavakannan tai muunkaan kohde-etuuden kauppaa. Liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö antaa joko liiketoimintaa harjoittavalle yritykselle tai kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa toiselle erillisyhtiölle lainan, joka maksetaan takaisin liiketoiminnan tuottamalla kassavirralla. Näin ollen liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö ei sijoita varojaan sijoitusrahastolain edellyttämällä tavalla.

Sijoitusrahastolain 11 luvussa säännellään varojen sijoittamisesta vielä tarkemmin. Sijoitusrahastolain 68 §:n mukaan sijoitusrahaston on hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja. Sijoitusrahaston on sijoitusrahastolain 71 §:n mukaan sijoitettava varansa niin, että korkeintaan yksi kymmenesosa varoista voidaan sijoittaa muihin kuin 69 §:ssä määriteltyihin säännellyllä ja julkisella markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin.

Lisäongelmia aiheutuu sijoitusrahastolain 73 §:n sijoitusvaroja koskevista lisävaatimuksista, sillä kyseisen säännöksen mukaan sijoitusrahasto saa sijoittaa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin korkeintaan määrän, joka vastaa yhtä kymmenesosaa sijoitusrahaston varoista. Sellaisia sijoituksia saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin, jotka ylittävät yhden kahdeskymmenesosan sijoitusrahaston varoista, saa olla yhteensä enintään kaksi viidesosaa. Rahastoyhtiön toimivaltaa on rajoitettu lisäksi siten, että se saa hankkia hallinnoimansa sijoitusrahaston omistukseen enintään kymmenesosan saman liikkeeseenlaskijan joukkovelkakirjoista.

Sijoitusrahastolain hajauttamissäännökset tekevät sijoitusrahastosta käyttökelvottoman yritysmuodon erillisyhtiötä varten. Perusmuodossaan liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö antaa operatiiviselle yhtiölle lainan, joka ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Tämä este olisi kenties mahdollista kiertää siten, että lainansaajan asemassa oleva yhtiö laskisi liikkeeseen niin ikään joukkovelkakirjalainan, jonka erillisyhtiönä toimiva sijoitusrahasto kokonaan merkitsisi. Näin tehdessään sijoitusrahasto kuitenkin rikkoisi sijoitusrahastolain hajautussäännöksiä.

⁹⁸ Alkupääomaa korkeampaa vähimmäispääomaa edellytetään jo siinä vaiheessa, kun sijoitusrahasto(je)n yhteenlaskettu arvo ylittää 200 miljoonaa markkaa (noin 33,6 miljoonaa euroa).

Vaikka sijoitusrahastolain 11 ja 12 luvuissa on säädetty tiettyjä poikkeuksia sijoitusvarojen hajauttamista koskevista säännöksistä esimerkiksi välittömästi rahaston perustamisen jälkeen (78 §) ja erikoissijoitusrahaston osalta (88 §), eivät nämä poikkeukset ole sellaisia, että ne mahdollistaisivat sijoitusrahaston varojen sijoittamisen yhden liikkeeseenlaskijan joukkovelkakirjoihin. Näin ollen jo sijoitusrahastolain varojen sijoittamista koskevat säännökset tekevät sijoitusrahastosta hyvin vaikeasti käytettävissä olevan yritysmuodon kotimaista liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiota silmälläpitäen.

Vaikka edellä mainittuja ongelmia ei olisikaan, vaikeuttaisi sijoitusrahastomallin käyttöä sijoitusrahastolain 49.1 §:n vaatimus siitä, että rahasto-osuus on rahasto-osuuden omistajan vaatimuksesta välittömästi lunastettava sijoitusrahaston varoista lunastuspäivän arvoonsa. Yksittäisten ja pääomamäärältään alhaisten lunastusvaatimusten kohdalla erillisyhtiön maksukyky saattaa riittää, mutta mikäli merkittävä osa sijoittajista haluaa samanaikaisesti lunastaa rahasto-osuutensa pois, saattaa erillisyhtiö ajautua vakaviin maksuvaikeuksiin. Näin siksi, että erillisyhtiön likvideinä varoina ovat pääsääntöisesti vain saatavista kertyneet lyhennykset ja korot, joiden kertyminen saattaa olla epätasaista.⁹⁹

Sijoitusrahastolain 49.1 § aiheuttaa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa merkittäviä ongelmia. Näin siksi, että toisin kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, jossa kassavirrat ovat suhteellisen helposti ennustettavissa, ovat liiketoiminnasta saatavat kassavirrat ainakin jossakin määrin epästabiileja. Näin ollen erillisyhtiönä toimivan rahastoyhtiön maksukyvyttömyysriski olisi erittäin suuri, sillä epästabiilien kassavirtojen vuoksi erillisyhtiön likvidit varat voivat vaihdella voimakkaastikin. Näin ollen sijoitusrahastoon kohdistetut lunastusvaatimukset saattavat olla liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta kohtalokkaita.¹⁰⁰ Edellä mainituilla perusteilla sijoitusrahastoa ei voida pitää sopivana yritysmuotona liikkeeseenlaskijana toimivalle erillisyhtiölle.

⁹⁹ Tuomisto 1996 s. 32. Arvopaperistamistransaktioiden yhteydessä erillisyhtiö hankkii sijoittajien saamista turvaksi ulkopuolista luottotukea (credit enhancement) varautuakseen mahdollisiin maksukyvyttömyystilanteisiin. Oman vaikeutensa ulkopuolisen luottotuen käytölle luo sijoitusrahastolain 47.3 §, jonka mukaan rahasto-osuuksien on tuotettava yhtäläiset oikeudet rahaston varoihin. Toisin kuin joukkovelkakirjalainoissa, joiden eri luokkien (tranches) turvaksi otetut vakuutukset voivat vaihdella, lienee rahastojen ottamien vakuutusten turvattava samantasoisesti kaikkia osuuksia, mikä nostaa transaktiokustannuksia. Lainaluokkien käytön kustannusvaikutuksista tarkemmin alaviitteessä 77.

¹⁰⁰ Perinteisessä arvopaperistamisessa lunastusvaatimusten maksamiseen voitaisiin pyrkiä hankkimaan varoja myymällä saatavakantaan kuuluvia saatavia, mikä jo sinällään voi olla hyvin vaikeaa. Tuomisto 1996 s. 32. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa tätäkään vaihtoehtoa ei ole, sillä yksilöitävän ja myyntikelpoisen saatava(kanna)n muodostaminen on käytännössä mahdotonta.

3.2.3. Henkilöyhtiö

Perinteisessä arvopaperistamisessa käytettävälle erillisyyhtiölle on sijoitusrahastoa sopivampana yritysmuotona pidetty henkilöyhtiötä, jota ei koske sijoitusrahastolain varsin tiukka sääntely.¹⁰¹ Henkilöyhtiöllä tarkoitetaan avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain 1 luvun 1 §:n nojalla yhteenliittymää, jossa kaksi tai useampi henkilö harjoittaa sopimuksen perusteella yhdessä elinkeinotoimintaa yhteisen taloudellisen tarkoituksen saavuttamiseksi. Avoimessa yhtiössä yhtiömiesten vastuuta ei ole rajattu, kun taas kommandiittiyhtiössä on avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain 7 luvun 1 §:n perusteella yhden tai useamman, ei kuitenkaan kaikkien, yhtiömiehen vastuun yhtiön velvoitteista rajoitettava yhtiösopimuksen osoittamaan määrään.

Perinteisessä, ennalta määritellyn saatavakannan arvopaperistamisessa henkilöyhtiö saattaisi olla sopiva yritysmuoto joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevalle erillisyyhtiölle.¹⁰² Henkilöyhtiö on hallinnollisesti varsin kevyt yritysmuoto, sillä kommandiittiyhtiössä vastuunalaisia yhtiömiehiä tarvitaan yksi ja avoimessa yhtiössäkin vain kaksi. Avoimesta ja kommandiittiyhtiöstä annetun lain 2 luvun 1 § ja 7 luvun 2 § antavat henkilöyhtiölle myös varsin suuret vapaudet liiketoiminnan järjestämiselle yhtiömiesten keskinäisen yhtiösopimuksen mukaan.¹⁰³ Näin ollen henkilöyhtiö on yritysmuotona joustava ja siten kykenevä mukautumaan arvopaperistamistransaktion erillisyyhtiön yritysmuodolle asettamiin vaatimuksiin.

Siitä, että henkilöyhtiötä on pidetty käyttökelpoisena perinteisessä arvopaperistamisessa, ei voida tehdä johtopäätöstä, että henkilöyhtiö olisi sopiva yritysmuoto liiketoiminnan arvopaperistamisessa käytettäville erillisyyhtiöille. Pääsääntöisestihän henkilöyhtiötä käytetään yritysmuotona, kun kyse on pienestä tai keskisuuresta liiketoiminnasta, jossa osakkaita on vähän ja tappionvaara suhteellisen pieni.¹⁰⁴ Liiketoiminnan arvopaperistamisessa erillisyyhtiöiden roo-

¹⁰¹ *Tuomisto* 1996 s. 33.

¹⁰² Näin *Tuomisto* 1996 s. 41. Voitanee katsoa, että henkilöyhtiön käyttämistä koskevalla tutkimuksella on lähinnä teoreettista mielenkiintoa. Suomalaisenkin arvopaperistamistransaktioiden yhteydessä luokituslaitokset edellyttänevät sitä, että liikkeellelaskijana toimivan erillisyyhtiön yritysmuotona on osakeyhtiö, jonka oikeudellinen luonne ei merkittävästi eroa eri oikeusjärjestelmien välillä. Näin esimerkiksi Standard & Poor's 2000 s. 151.

¹⁰³ Arvopaperistamistransaktion kannalta järkevää olisi yhtiösopimusmääräyksiin esimerkiksi solmia yhtiösopimus määräaikaisena kestäväksi arvopaperistamistransaktion loppuun, jolloin erillisyyhtiön pysyvyys olisi turvattu ainakin yhtiömiesten taholta mahdollisesti tehtäviltä ennenaikaisilta irtisanomisilta. *Tuomisto* 1996 s. 40.

¹⁰⁴ *Koski – Immonen* 1990 s. 23. On toki mahdollista, ettei henkilöyhtiötä voida pääomansa ja yhtiömiesten lukumäärän perusteella pitää pienyyhtiönä. Tällaisista yhtiöistä voidaan esimerkkinä mainita niin kutsuttu kommandiittiosakeyhtiö, jossa yhtiömiesten suuren lukumäärän vuoksi on

lit – kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa erityisesti Erillisyhtiö 1:n – saattavat olla varsin aktiivisia ja liikuteltavat pääomat suuria. Näin ollen liiketoiminnan arvopaperistamista ei voida pitää henkilöyhtiölle soveltuvana toimintana.

Henkilöyhtiön käyttäminen liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön yhtiömuotona on transaktion monimutkaisuuden vuoksi vaikeaa. Henkilöyhtiöiden käyttäminen on myös oikeudellisesta näkökulmasta ongelmallista. Näin on muun muassa siksi, että vastuunalaisten yhtiömiesten rajoittamaton vastuu aiheuttaisi todennäköisesti sen, ettei halukkaita yhtiömiehiä – ei edes institutionaalisia – löytyisi. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa olennaisen tärkeitä ja jäljempänä tarkemmin esiteltävät vakuus- ja insolvenssioikeudelliset tekijät aiheuttavat osaltaan sen, että henkilöyhtiötä ei voida pitää mielekkäänä yritysmuotona järjestelyssä mukana oleville erillisyhtiöille.¹⁰⁵ Koska sijoitusrahasto ja henkilöyhtiö sopivat heikosti liiketoiminnan arvopaperistamisessa käytettävien erillisyhtiöiden yritysmuodoksi, jää arvopaperistamistransaktioissa käyttökelpoisina pidetyistä yritysmuotovaihtoehdoista jäljelle osakeyhtiö.

3.2.4. Osakeyhtiö

Osakeyhtiötä on pidetty käyttökelpoisena vaihtoehtona erillisyhtiön yhtiömuodoksi useissa maissa, joissa on laadittu arvopaperistamista koskevaa erityissääntelyä.¹⁰⁶ Osakeyhtiötä voidaan käyttää arvopaperistamistransaktion erillisyhtiönä kahdessa eri roolissa. Osakeyhtiö voi toimia joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana, jolloin sijoittajien vastaanottamat kassavirrat koostuvat joukkovelkakirjalainan lyhennyksistä ja koroista. Toinen mahdollinen toimintamalli on se, että joukkovelkakirja-annin sijaan sijoittajat merkitsevät suoraan erillisyhtiön osakkeita, jolloin sijoittajien vastaanottamat kassavirrat koostuvat

päädytty osakeyhtiölainsäädännön tarjoaman mallin mukaiseen organisaatioon. *Wilhelmsson – Jääskinen* 2001 s. 11. Koska kommandiittiosakeyhtiön käyttöön on päädytty yhtiömiesten suuren lukumäärän eikä arvopaperistamistransaktion kannalta keskeisten seikkojen eli liikuteltavien pääomien suuruuden ja potentiaalisesti korkean tappionvaaran vuoksi, ei tätä vaihtoehtoa tarkastella sen tarkemmin.

¹⁰⁵ Järjestelyn edellyttämien vakuuksien osalta tämä johtuu lähinnä siitä, ettei henkilöyhtiön yhtiöosuutta pidetä panttikelpoisena objektina. *Havansi* 1992 s. 92. Jäljempänä esiteltävässä osakeyhtiömallissa erillisyhtiön omistajana toimivan säätiön vastuu on *yhtiöoikeudellisesti* rajattu, mutta tosiasiallisesti vastuu saattaa olla varsin suuri, sillä transaktiosopimuksissa säätiölle osoitetaan todennäköisesti varsin laaja *sopimusperusteinen* vastuu.

¹⁰⁶ Näin on esimerkiksi Ruotsissa, jossa saatavien arvopaperistamista koskevassa erityissääntelyssä erillisyhtiön yritysmuodoksi parhaiten sopivina pidetään osakeyhtiötä tai taloudellista yhdistystä (ekonomisk förening). RP 2000/01:19 s. 19.

osingoista ja erillisyhtiön purkautuessa jaettavasta osakepääomasta.¹⁰⁷ Koska arvopaperistamistransaktioissa käytetään säännönmukaisesti velkainstrumentteja pääoman keräämiseen markkinoilta, käsitellään seuraavassa vaihtoehtoa, jossa osakeyhtiö toimii joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana.

Arvopaperistamisessa käytettävät erillisyhtiöt pyritään perustamaan mahdollisimman yksinkertaisella tavalla, millä tarkoitetaan lähinnä sitä, että yhtiön perustamisen edellyttämät pääomat ja sen hallinto-organisaatiolle asetettavat vaatimukset ovat pieniä.¹⁰⁸ Osakeyhtiölain 1 §:n mukaan yksityisen osakeyhtiön osakepääoman on oltava vähintään 8.000 euroa ja julkisen osakeyhtiön 80.000 euroa. Koska julkisille osakeyhtiöille asetetut pääomavaatimukset ovat yksityiselle osakeyhtiölle asetettuja vaatimuksia ankarampia, on yksityinen osakeyhtiö lähtökohtaisesti parempi vaihtoehto erillisyhtiöiden yritysmuodoksi.

Julkisen osakeyhtiön valinta liikkeeseenlaskijaerillisyhtiön yhtiömuodoksi saattaa kuitenkin olla järkevää ja tietyissä tilanteissa jopa välttämätöntä. Tutkimuksen lähtökohtana on kokonaan Suomen lainsäädännön alaisuudessa tapahtuva transaktio, mikä tarkoittaa myös sitä, että joukkovelkakirjalaina lasketaan yleiseen liikkeeseen Suomessa. Jos liikkeeseenlaskijana on osakeyhtiö, tulee sen olla julkinen, sillä osakeyhtiölain 1 luvun 2 §:n mukaan yksityisen osakeyhtiön arvopapereita ei saa ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi.¹⁰⁹

Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa julkisen osakeyhtiön valintaa saattavat tukea myös arvopaperistettavan liiketoiminnan alun perin omistaneen Holding-yhtiö A:n mahdolliset pyrkimykset listauttaa liiketoiminta myöhemmässä vaiheessa, mikä on mahdollista siten, että Erillisyhtiö 1 listataan osakemarkkinoille. Tämä voi olla houkutteleva mahdollisuus yhtiölle, jolla on omis-

¹⁰⁷ Osakkeet voisivat tällöin olla etuosakkeita, jotka voidaan ominaisuuksiensa puolesta muotoilla siten, että ne ovat tosiasialliselta luonteeltaan lähellä velkainstrumentteja. *Villa* 2001 s. 25. Jos erillisyhtiönä käytettäisiin kommandiittiyhtiötä, vastaavanlainen rakenne olisi mahdollista muodostaa siten, että sijoittajat olisivat yhtiössä äänettöminä yhtiömiehinä. Tällä ei kuitenkaan ratkaiseta aiemmin esitettyä vastuunalaisen yhtiömiehen rajoittamattomaan vastuuseen liittyvää problematiikkaa.

¹⁰⁸ Arvopaperistamistyöryhmän mietinnössä pidettiin tärkeänä, että erillisyhtiön vähimmäispääomalle ei pitäisi asettaa valitun yhtiömuodon yleisen minimin ylittäviä vaatimuksia. Arvopaperistamistyöryhmä 1993 s. 11.

¹⁰⁹ Yksityisen osakeyhtiön liikkeeseenlaskemilla arvopapereilla ei siis voida käydä kauppaa arvopaperimarkkinalain tarkoittamassa julkisessa kaupankäynnissä, mutta kaupankäynti on mahdollista muussa ammattimaisesti järjestetyssä ja yleisön käytettävissä olevassa kaupankäyntimenettelyssä. HE 184/2001 s. 56. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa liikkeeseenlaskettava joukkovelkakirja on pääomamäärältään niin suuri, että liikkeeseenlaskufoorumista (julkinen kaupankäynti tai muu kaupankäyntimenettely) riippumatta on todennäköistä, että sijoittajat edellyttävät liikkeellelaskijan olevan rahoitusrakenteeltaan oletettavasti vakaampi (korkeampi oma pääoma) julkinen osakeyhtiö.

tuksessaan arvopaperistamiskelpoista liiketoimintaa, sillä halutessaan se voi ensin arvopaperistaa kyseisen liiketoiminnan ja tässä transaktiossa liikkeeseen-lasketun joukkovelkakirjalainan tultua maksetuksi listata velattoman erillisyhtiön (Erillisyhtiö 1). Jos tähän vaihtoehtoon päädytään ja Erillisyhtiö 1:n osakkeet halutaan saattaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on yhtiön yritysmuotona oltava julkinen osakeyhtiö.

Valitusta transaktiorakenteesta riippumatta lähtökohtana voidaan pitää sitä, että ainakin joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevan erillisyhtiön yritysmuotona tulisi olla julkinen osakeyhtiö, ellei joukkovelkakirjalainaa lasketa liikkeeseen ennalta määritellylle sijoittajakunnalle. Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa liiketoiminnan omistavan erillisyhtiön (Erillisyhtiö 1) yritysmuotona voi olla yksityinen osakeyhtiö, sillä jos erillisyhtiö halutaan listauttaa myöhemmin, voidaan se muuttaa julkiseksi osakeyhtiöksi vasta listautumisvaiheessa. Pääoman sitominen osakeyhtiölain vaatimaan 80.000 euron vähimmäispääomaan ei Erillisyhtiö 1:n kohdalla ole lähtökohtaisesti järkevää.

Arvopaperistamisen onnistumisen kannalta on *tärkeää kiinnittää huomiota erillisyhtiön yhtiöjärjestykseen* ja kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa *erillisyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin*. Koska erillisyhtiöiden harjoittaman toiminnan sisältö on ennalta varsin hyvin tiedossa ja toisaalta koska yhtiöiden toiminta on syytä rajata pelkästään arvopaperistamisen edellyttämiin toimiin, ovat erillisyhtiön yhtiöjärjestyksen toimialamääräykset keskeisiä.¹¹⁰ Koska osakeyhtiölain yhtiöjärjestyksiä koskevat osakeyhtiölain 2 luvun 3 §:n määräykset ovat varsin yleisluontoisia, voidaan määräykset muotoilla varsin vapaasti transaktion ehdoilla.

Toimialamääräykset on syytä muotoilla mahdollisimman selkeästi, sillä jo pelkästään sijoittajien turvallisuuden kannalta on tärkeää, ettei erillisyhtiö voi ryhtyä toimenpiteisiin, jotka saattavat vaarantaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun.¹¹¹ Varsin tiukoiksikaan määräytyt toimialarajoitukset eivät normaalitilanteessa vaikeuta erillisyhtiön toimintaa, sillä osakeyhtiön toimialamääräyksien tulkinta pyritään sovittamaan järkevästi yhteen yhtiöjärjestyksen muiden määräysten kanssa.¹¹²

¹¹⁰ Henderson 1997 s. 12.

¹¹¹ Tällaisia toimia voivat olla perinteisessä arvopaperistamisessa uusien ja mahdollisesti riskitasoltaan korkeampien saatavakantojen ostaminen ja siten erillisyhtiön aseman heikentäminen. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa on syytä erillisyhtiöiden yhtiöjärjestyksimääräyksin estää erillisyhtiöltä liiketoimintaa koskevaan päätöksentekoon ”sekaantuminen”, sillä nämä päätökset on syytä tehdä liiketoimintaa harjoittavan ja siten liiketoimintaympäristön parhaiten tuntevan yhtiön (Osakeyhtiö B) tasolla. Väärinkäytösten estämiseksi yhtiöjärjestyksessä voidaan ja on jopa suositeltavaa nimenomaisesti kieltää muut kuin transaktion kannalta välttämättömät toimenpiteet.

¹¹² Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 178. Näin ollen vaikka jotakin tiettyä arvopaperistamistransaktioon kuuluvaa toimenpidettä ei olisikaan toimialamääräykseen sisällytetty, voidaan toimenpiteen katsoa kuuluvan yhtiön toimialaan tilanteessa, jossa päinvastainen tulkinta tekisi transaktion toteuttamisen mahdottomaksi.

Tämän tulkintatyön selkeyttämiseksi on joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön yhtiöjärjestykseen syytä ottaa maininta ainakin siitä, että osakeyhtiön tavoitteena ei ole tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen vaan toimia vain kassavirtojen kanavoitinvälineenä.¹¹³

Kahden erillisyhtiön transaktiomallissa erillisyhtiöiden tehtävät ovat erilaiset ja näin ollen myös niiden yhtiöjärjestykset ja toimialasäännökset eroavat toisistaan. Erillisyhtiö 1:n toimialamääräykset on syytä muotoilla siten, että ne sallivat vain lainanoton osakekauppaa varten, arvopaperistettavaa liiketoimintaa harjoittavan yhtiön (Osakeyhtiö B) osakekannan oston, Osakeyhtiö B:n tuottamien osinkojen käytön lainan takaisinmaksuun sekä edellä mainittuihin tehtäviin liitännäiset toimenpiteet. Erillisyhtiö 2:n tehtävänä puolestaan on joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku sekä lainananto edelleen Erillisyhtiö 1:lle liitännäistoimenpiteineen.

Joukkovelkakirjalainaan sijoittavien kannalta tärkeää on se, etteivät transaktiossa mukana olevien *erillisyhtiöiden oikeudellinen asema tai toimintavaltuudet muutu joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuaikana*. Näin ollen yhtiöjärjestyksessä olisi syytä määrätä, ettei yhtiöjärjestyksestä voida edes yhtiökokouksen yksimielisin päätöksin muuttaa ennen kuin transaktio on täydellisesti loppuunsaatu.¹¹⁴ Tämä koskee kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa kumpaakin erillisyhtiötä, sillä kummankin yhtiön vakaa toiminta on edellytyksenä transaktion onnistumiselle. Koska tällaiset säännökset eivät ole sisällöltään osakeyhtiölain tai muun sääntelyn vastaisia, on niitä pidettävä sallittuina.¹¹⁵

Se, että muutoskieltosäännöt ovat sallittuja, ei kuitenkaan takaa sitä, että yhtiöjärjestyksestä ei kielloista huolimatta muutettaisi, sillä mitään yhtiöoikeudellisia takeita tälle ei ole. Erillisyhtiön toimintaa rajoittavien *yhtiöjärjestyksessä määrättyjen pysyvyyttä voidaan kuitenkin vahvistaa joukkovelkakirjalainasopimuksen sisällytettävillä kovenanttiehdoilla*, joissa voidaan määritellä erillisyhtiöille esimerkiksi raportointivelvollisuus säännöllisin väliajoin.¹¹⁶ Raportointivelvollisuuden laiminlyönnin – samoin kuin muidenkin kovenanttien rikkomisen – seuraukset on syytä määritellä sellaisiksi, että ne mahdollisimman hyvin ehkäisevät rikkomistilanteiden syntyä.

¹¹³ Maininta on tärkeä, koska osakeyhtiön perustavoitteena pidetään voiton tuottamista ja sen jakamista edelleen osakkeenomistajille. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 143. Näin yhtiöjärjestyksestä tulkitaan tätä voitontavoittelupäämäärää vasten, ellei yhtiöjärjestyksessä muuta mainita.

¹¹⁴ Tämä on tärkeää, sillä nyt tarkasteltavissa transaktiorakenteissa erillisyhtiöillä on jäljempänä esitetyin tavoin vain yksi omistajataho, joka hallitsee yhtiön koko osakekantaan.

¹¹⁵ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 162.

¹¹⁶ *Tuomisto* 1996 s. 35 ja 47. Kovenantit voidaan jakaa kahteen eri pääluokkaan, tunnuslukukovenantteihin ja muihin kovenantteihin, *Hemmo* 2001 s. 327. Nyt puheena oleva raportointivelvollisuus kuuluu muihin kovenantteihin, joiden laajempikin käyttö joukkovelkakirjalainan yhteydessä on suositeltavaa. Näistä tarkemmin jaksossa 4.5.

Transaktion sujuvan loppuunsaattamisen kannalta yhtiöjärjestykseen on syytä ottaa myös maininta siitä, että joukkovelkakirjalainen liikkeeseenlaskeva erillisyhtiö purkautuu joukkovelkakirjalainan tultua kokonaisuudessaan takaisinmaksetuksi. Sen sijaan kahden erillisyhtiön transaktiomallissa Erillisyhtiö 1:n kohdalla vastaavanlaisista määräystä ei ole tarvetta ottaa yhtiöjärjestykseen, sillä ainakin lähtökohtaisesti erillisyhtiö jatkaa liiketoimintaa harjoittavan yhtiön omistajana joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuajan jälkeenkin.

3.3. Erillisyhtiöiden omistajat

Perinteisessä arvopaperistamisessa käytettävästä joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevasta erillisyhtiöstä pyritään tekemään neutraali työkalu, joka on itsenäinen suhteessa transaktion muihin osapuoliin. Tämä on tärkeää erityisesti siksi, että saatavakannan kauppa tulkittaisiin aidoksi kaupaksi. Jos erillisyhtiö ei ole itsenäinen yksikkö suhteessa originaattoriin – erillisyhtiön katsotaan toisin sanoen kuuluvan ainakin välillisesti originaattorin omistuspiiriin – ei transaktio ole sijoittajien kannalta turvallinen tilanteessa, jossa originaattori ajautuu konkurssiin ja konkurssipesä katsoo myydyin saatavakannan olevan konkurssipesän omaisuutta.¹¹⁷

Erillisyhtiön omistajina pyritään käyttämään oikeushenkilöitä, jotta luonnollisten henkilöiden henkilökohtainen velkavastuu voitaisiin välttää.¹¹⁸ Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevan erillisyhtiön itsenäisyys voidaan varmistaa sillä, ettei yhtiöiden välille luoda ristikkäisiä omistussuhteita. Common law -maissa, joiden oikeusjärjestysten alaisuuteen valtaosa arvopaperistamistransaktioiden erillisyhtiöistä on perustettu, omistussuhteet on järjestetty siten, että erillisyhtiön osakkeet on asetettu trustiin. Trustee on tällöin osakkeiden muodollinen omistaja¹¹⁹, minkä vuoksi erillisyhtiön voidaan katsoa olevan originaattorista erillinen ja siten itsenäinen oikeushenkilö.¹²⁰

¹¹⁷ True sale -problematiikasta ja yhtiöiden erillisyydestä (bankruptcy remoteness) tarkemmin jaksossa 2.2.

¹¹⁸ Tuomisto 1996 s. 53.

¹¹⁹ Trustee voi muodollisen omistusoikeutensa turvin disponoida kohdevarallisuudesta vapaasti. Trusteen tulee kuitenkin toimia niin kutsuttujen fidusiaaristen velvollisuuksiensa mukaisesti. Näihin velvollisuuksiin kuuluu muun muassa se, että trusteeen tulee toimia trustin edunsaajien etujen mukaisesti. Näin trusteeen tulee esimerkiksi aktiivisesti valvoa edunsaajien intressejä ja informoida heitä seikoista, jotka koskettavat näitä intressejä. Poutiainen 2001 s. 334.

¹²⁰ Trust on tällaisessa tapauksessa usein niin kutsuttu yleishyödyllinen charitable trust, joka nauttii useista verohelpotuksista, Burn 1990 s. 322. Vuoden 2001 pääomamäärältään suurimmassa kotimaisessa arvopaperistamistransaktiossa (Fennica No. 6, erillisyhtiö Irlannissa) käytetyn trustijärjestelyn statuksesta ei ole antisitteissä eksplisiittistä mainintaa, mutta on ainakin lähtökohtai-

Liiketoiminnan arvopaperistamisessa erillisyyhtiöiden itsenäisellä asemalla ei ole yhtä suurta merkitystä kuin perinteisessä arvopaperistamisessa. Näin on lähinnä siksi, että transaktioon ei sisälly saatavakannan siirtoa ja aitoa kauppaa ei tarvitse näin ollen tavoitella.¹²¹ Arvopaperistettava liiketoiminta säilyy operatiivisen yhtiön (originaattori) omistuksessa. Osakekaupan sisältävässä kahden erillisyyhtiön transaktiorakenteessa Osakeyhtiö B:n osakkeet ostavan Erillisyyhtiö I:n omistussuhteet on järjestetty siten, että yhtiön omistaa Holding-yhtiö A.

Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyyhtiön omistussuhteiden järjestely ei ole näin yksinkertaista. Perinteisissä saatavakannan arvopaperistamisissa liikkeeseenlaskijana toimivalta erillisyyhtiöltä edellytetään itsenäistä asemaa suhteessa originaattoriin. Vaikka liiketoimintaa harjoittavalta Osakeyhtiö B:ltä ei liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa vaaditakaan omistuksen erillisyyttä suhteessa liikkeeseenlaskijaerillisyyhtiöön, on tällainen erillisuus jäljempänä esitetyin perustein edellytyksenä onnistuneelle joukkovelkakirjalainaemiselle.

Liiketoiminnan arvopaperistamisessa ei ole vastaavanlaisia true sale- ja bankruptcy remoteness -vaatimuksia kuin saatavakannan arvopaperistamisessa, mutta transaktion onnistuminen edellyttää erillisyyhtiöltä kuitenkin varsin itsenäistä asemaa. Jotta sijoittajat olisivat valmiita sijoittamaan varojaan joukkovelkakirjalainaan, edellyttävät he todennäköisesti sitä, etteivät liikkeeseenlaskijan maksukykyä heikennä sidokset muihin yhtiöihin. Näin ollen liikkeeseenlaskijaerillisyyhtiölle asetettavan itsenäisyysvaatimuksen voidaankin katsoa tosiasiallisesti muistuttavan varsin paljon perinteisessä arvopaperistamisessa keskeistä bankruptcy remoteness -vaatimusta.

Joukkovelkakirjalainaan sijoittavien kannalta tärkeää on myös se, etteivät liikkeeseenlaskijaerillisyyhtiön toiminta tai toimintavaltuudet muutu joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuaikana. Erillisyyhtiönä toimivan osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä on mahdollista asettaa toiminnalle tietyt rajat, mutta kuten edellä on todettu, ei näiden toimintarajojen pysyvyyttä voida yhtiöjärjestyssäännöksin taata. Tämä johtuu siitä, että yhtiötä koskeva päätöksentekovalta on sen omistajilla, jotka voivat halutessaan ryhtyä kolmansien osapuolien kannalta vahingollisiin toimenpiteisiin.

Suomalaisen joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyyhtiön omistuksen tulisi olla sillä tavoin neutraali, ettei omistuksellista yhteyttä

sesti mahdollista tulkita, että trust-järjestelystä on pyritty tekemään yleishyödyllinen. Tätä tulkin-
taa tukee ainakin listalleottoesitteeseen otettu maininta "... the entire issued share capital of
Holdings is held on trust for bodies, the objects of which are to promote the provision of social
housing and consumer oriented housing policies in the Republic of Finland". Fennica 2001 s. 62.

¹²¹ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa olennaista on omistusoikeuden siirtymisen (aito kauppa) sijasta vakuuskokonaisuuden kattavuus.

erillisyyhtiön ja holding-yhtiön välille voidaan konstruoida. Common law -maissa käytettyä ja sijoittajien hyväksymää charitable trust -konstruktiota muistuttaa suomalaisista oikeussubjekteista säätiö, jonka perustamista ja toimintaa sääntelee säätiölaki.¹²²

Säätiö on määrättyyn tarkoitukseen käytettäväksi luovutetun omaisuuden hoitamista varten perustettu itsenäinen oikeushenkilö.¹²³ Säätiöllä ei ole omistajia, osakkaita eikä jäseniä eikä sitä siten voida lukea yhteisöihin kuuluvaksi oikeushenkilöksi. Säätiön omaisuuden vähimmäismäärä on säätiöasetuksen 1 §:n mukaan 25.000 euroa. Säätiölle sen sääntöjen mukaisesti valittujen toimielinten tehtävänä on hoitaa säätiön omaisuutta lain ja säätiölle vahvistettujen sääntöjen mukaisesti sekä päättää omaisuuden käyttämisestä säätiölle määrättyyn tarkoitukseen.

Patentti- ja rekisterihallituksen on säätiölain 5.3 §:n perusteella *annettava perustamislupa, jos säätiön tarkoitus on hyödyllinen*. Hyödyllisyysvaatimuksen sisältöä ei ole tarkasti määritelty, eikä sen täyttymiselle voida asettaa kovinkaan tiukkoja edellytyksiä. Päinvastoin voitaneen katsoa, että hyödyllisyysvaatimus on syytä asettaa varsin alhaiseksi perustamislupaa myönnettäessä.¹²⁴ Hyödyllisyydeltä ei myöskään voida edellyttää yleishyödyllistä luonnetta, vaan säätiön tehtävänä voi olla jonkin varsin tarkastikin yksilöidyn ja vain tiettyä tahoja hyödyttävän tarkoituksen edistäminen.¹²⁵

Säätiön käyttämiselle liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön omistajana ei liene lähökohtaisia esteitä, jos sen tarkoitus on tulkittavissa hyödylliseksi. Tämä on mahdollista liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kohdalla esimerkiksi silloin, jos säätiön tarkoitukseksi määrätään kotimaisten rahoitusmarkkinoiden ja erityisesti arvopaperistamisen kehityksen tukeminen.¹²⁶

¹²² Tuomisto 1996 s. 57. Charitable trust –rakenteen yleishyödyllistä luonnetta suomalaisessa säätiössä ilmentää esimerkiksi säätiölain 5.3 §:n säännös siitä, ettei säätiön tarkoituksena saa olla taloudellisen edun hankkiminen sääntäjälle tai säätiön toimihenkilölle.

¹²³ Säätiö on siis oikeussubjekti toisin kuin trust, joka on oikeudellinen järjestely, ei oikeussubjekti. Halila 1998 s. 21.

¹²⁴ Aro 1971 s. 89.

¹²⁵ Vaikka perustamisluvan antaminen perustunee objektiiviseen harkintaan, on siinä viime kädessä otettava kantaa siihen, voidaanko säätiön tarkoitusta pitää perustajatahon subjektiivisesta näkökulmasta hyödyllisenä. Vaikka tarkoitus olisi subjektiivisesti katsoen hyödyllinen, ei lupaa tule kuitenkaan myöntää, jos säätiön perustamisen tarkoituksiperät ovat lain tai hyvien tapojen vastaisia. Tuomisto 1996 s. 61.

¹²⁶ Patentti- ja rekisterihallitus on suhtautunut alustavan myönteisesti perustamisluvan myöntämiseen säätiölle, jonka tarkoitus on sanotunlainen. Haapaniemi 2001 s. 7. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty kannanottoja jopa sen ajatuksen tueksi, että sanottu tarkoitus on yleishyödyllinen, jos se vaikuttaa myönteisesti kansantalouteen esimerkiksi ulkomaisten pääomavirtojen lisääntymisen myötä. Tuomisto 1996 s. 61. Tähän tulkintaan on syytä suhtautua varsin varauksellisesti, sillä samalla perusteella mikä tahansa kansantalouteen myönteisesti vaikuttava liiketoiminta voitaisiin katsoa yleishyödylliseksi.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa säätiön tulee toteuttaa tarkoitustaan omistamalla erillisyhtiön osakkeet ja käyttämällä omistajuuteen kuuluvaa toimivaltaa siten, että säätiövarojen käyttö vastaa niille asetettua tarkoitusta. Vaikka säätiölaissa ei asiasta suoraan mitään lausutakaan, ei esteitä ole sille, että suomalainen säätiö omistaa osakkeita.¹²⁷ Säätiölain 10.2 § sisältää kuitenkin vaatimuksen siitä, että säätiön hallituksen on huolehdittava varojen sijoittamisesta varmalla ja tuloa tuottavalla tavalla. Jos varoja ei sijoiteta tällä tavoin, voi patenti- ja rekisterihallitus säätiölain 14.1 §:n nojalla määrätä hallituksen oikaisemaan virheellisen sijoitus päätöksen tai kieltää virheellisen päätöksen täytäntöönpanon.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa vaatimus säätiövarojen sijoittamisesta varmalla tavalla täyttyy, koska liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö toimii kassavirtojen kanavoitinvälineenä eikä sen toiminta siten ole korkeariskistä. Sen sijaan tuottovaatimuksen täytyminen on tulkinnanvaraisempaa, koska erillisyhtiö ei tavoittele voittoa.¹²⁸ Voidaan kuitenkin katsoa, että arvopaperistamistransaktion yhteydessä säätiön tarkoituksen toteuttaminen edellyttää varojen sijoittamista liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön osakkeisiin eikä sijoitus siten ole sellainen, joka tulisi säätiölain 14.1 §:n nojalla peruuttaa. Päinvastainen tulkinta estäisi säätiön tarkoituksen toteuttamisen. Näin ollen lähtökohtana voidaan pitää sitä, että säätiö voi toimia liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön omistajana.¹²⁹

Säätiön säännöissä ei tule ohjata omistajanvallan käyttöä niin, että säätiön voitaisiin katsoa harjoittavan liiketoimintaa. Näin siksi, että säätiölain 5.3 §:n mukaan perustamisluvaa ei tule myöntää säätiölle, jos sen tarkoituksena on liiketoiminnan harjoittaminen tai jos sen pääasiallisena tarkoituksena on taloudellisen edun hankkiminen säätäjälle tai säätiön toimihenkilölle.

Vaikka säätiön säännöissä ei nimenomaisesti määrättäisi säätiön tarkoitukseksi liiketoiminnan harjoittamista, voi tilanne olla sellainen, että tarkoituksen

¹²⁷ Suomen säätiölakia sisällöllisesti muistuttavan Ruotsin Stiftelselagin 5 §:ssä mainitaan nimenomaisesti, että ruotsalainen säätiö voi omistaa osakeyhtiön osakkeita. *Tuomisto* 1996 s. 57 alav. 116.

¹²⁸ Osakeyhtiön voitontuottamistavoitteesta tarkemmin alaviitteessä 113.

¹²⁹ Tämän tulkinnan puolesta puhuu myös se, että säätiö voi säätiölain 8a §:n nojalla harjoittaa liiketoimintaa, jos se välittömästi edistää säätiön tarkoituksen toteuttamista. Tämä poikkeussäännös ilmentää sitä painoarvoa, joka säätiön tarkoitukselle on lainsäädännön tasolla annettu. Voitaan perustellusti katsoa, että säätiön tarkoitusta edistävä säätiövarallisuuden sijoittaminen varmaan, mutta heikosti tai ei lainkaan tuottavaan kohteeseen (kuten liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön osakkeet) on säätiön kannalta vähemmän riskialtista kuin liiketoiminnan harjoittaminen. Säätiölain 8a §:ää argumenttina käyttäen voidaan perustellusti päätyä tulkintaan, jonka mukaan liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön osakkeiden omistaminen on säätiölle sen tarkoitusta edistävänä sallittua.

toteuttaminen tosiasiallisesti edellyttää liiketoiminnan harjoittamista. Tämä on kuitenkin sallittua, sillä välittömästi kyseisen tarkoituksen toteuttamiskeinona on säätiön säätiölain 8a §:n nojalla mahdollista harjoittaa säännöissä mainittua liiketoimintaa.¹³⁰

Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskeva erillisyhtiö on kassavirtojen kanavoivaväline, joka ei ole liiketoiminnallisessa yhteydessä kassavirtoja tuottaviin tahoihin. Näin ollen erillisyhtiön tarkoituksena ei ole hankkia itselleen taloudellista etua ja onkin vaikea tulkita tilannetta siten, että säätiön voitaisiin katsoa harjoittavan liiketoimintaa. Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa Osakeyhtiö B:n omistava erillisyhtiö (Erillisyhtiö 1) saattaa olla hyvinkin läheisessä yhteydessä arvopaperistettavaan liiketoimintaan. Tällä ei kuitenkaan ole säätiölainsäädännön kannalta merkitystä, sillä Erillisyhtiö 1:n omistajana ei ole säätiö vaan osakeyhtiö (Holding-yhtiö A).

Samalla tavoin kuin liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön yhtiöjärjestyksestä *on myös säätiön säännöistä syytä tehdä mahdollisimman selkeät*. Kun säätiön säännöt on muotoiltu yksiselitteisesti ja tarkoin, voivat sijoittajat ainakin lähtökohtaisesti luottaa siihen, ettei erillisyhtiön omistajataho toimi arvopaperistamistransaktion etujen vastaisesti. Tätä luottamusta suojaa myös säätiölain 17 §, jonka mukaan säätiön tarkoitusta voidaan muuttaa vain, jos varojen käyttäminen sille määrättyyn tarkoitukseen on mahdotonta tai olennaisesti vaikeutunut, varojen vähyys tai muusta syystä kokonaan tai huomattavasti osalta hyödyttömiä taikka lain tai hyvien tapojen vastaista. Ilman jonkin edellä mainitun edellytyksen olemassaoloa ei säätiön tarkoituksen muuttamista voida hyväksyä arvopaperistamistransaktion ollessa kesken.¹³¹

Joukkovelkakirjalainaan sijoittaneiden on tärkeää saada varmuus siitä, ettei erillisyhtiön omistaja muuta yhtiöjärjестystä tai tee liiketoiminnallisia päätöksiä, jotka saattaisivat vaarantaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun. Valitsemalla säätiö erillisyhtiön omistajaksi voidaan tätä riskiä pienentää huomattavasti, sillä tällöin omistus on yksissä käsissä ja sellaisella taholla, jonka toimivalta ja toiminnan tavoitteet voidaan määrätä hyvin sitovasti säätiön säännöissä.

¹³⁰ Kielletynä toimintana on mahdollista pitää myös sitä, että säätiön tosiasiallinen rooli on olla pelkästään omistaja ilman, että omistaminen tukee säätiön tarkoitusta. Huolimatta siitä, että tällainen säätiön toiminta ei ole sallittua, on Suomessakin säätiöitä, joiden ainoana tosiasiallisena tehtävänä on toimia omistajana. *Halila* 1998 s. 32. Säätiön harjoittamasta liiketoiminnasta ja sen määrittelystä tarkemmin *Olsson* 1996 s. 369–387.

¹³¹ Säätiön sääntöjen asianmukaisuuden ohella on varmistuttava siitä, että transaktiosopimuksissa säätiö sidotaan ennalta sovittuun, transaktion onnistumista edistävään menettelyyn.

3.4. Transaktion muut osapuolet

Sijoittajien näkökulmasta erillisyhtiön toimialan ja laajemmin toimintatapojen ”betonointi” ei riitä takaamaan sijoitusten turvallisuutta. Vaikka transaktiossa pystyttäisiin takaamaan se, ettei erillisyhtiö ryhdy sijoittajien intressien vastaisiin toimenpiteisiin, voi joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu vaarantua muista syistä. Näistä merkittävin on luonnollisesti se, etteivät liiketoiminnasta kertyvät varat syystä tai toisesta ole riittävän suuria kattamaan joukkovelkakirjalainan lyhennyksiä ja korkoja. Tämän riskin pienentämisessä voidaan ja tulee käyttää kolmansien osapuolien apua.

Jos erillisyhtiö laskee joukkovelkakirjat liikkeeseen siten, että ne ovat julkisen kaupankäynnin kohteina, on joukkovelkakirjoille hankittava *luottoluokitus ulkopuolisilta luokituslaitoksilta*.¹³² Peruseriaatteena voidaan pitää, että mitä paremman luottoluokituksen velkakirjat saavat sitä edullisempi laina on originaattorin kannalta.¹³³ Antaessaan luottoluokitusta arvopaperistamistransaktiossa liikkeeseenlaskettaville joukkovelkakirjoille luokituslaitokset tutkivat lähinnä sitä pystyykö liikkeeseenlaskija maksamaan lainan takaisin niin kutsutun huonoimman vaihtoehdonkin toteutuessa (worst-case scenario).¹³⁴

Arvioidessaan liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioita luokituslaitokset kiinnittävät erityishuomiota liiketoiminnan kykyyn tuottaa mahdollisimman vakaita kassavirtoja, joukkovelkakirjan takaisinmaksua turvaaviin vakuuksiin sekä mahdollisuuksiin jatkaa liiketoimintaa myös silloin, jos liiketoimintaa harjoittava yhtiö ajautuu konkurssiin.¹³⁵ Luokituslaitokset pyrkivät toisin sanoen analysoimaan millä todennäköisyydellä joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö ajautuu insolvenssitilanteeseen ja jos näin käy, millä tavoin sijoittajien saatavat on turvattu.

Valittavasta transaktiorakenteesta riippuen transaktiossa on mukana kaksi tai kolme yhtiötä – liiketoimintaa harjoittava Osakeyhtiö B sekä erillisyhtiö(t) – mikä tarkoittaa sitä, että joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun voi vaarantaa minkä tahansa yhtiön maksukyvyttömyys. Sijoittajien kannalta tärkeää on se,

¹³² *Tepora* 1995 (b) s. 173, jossa luottoluokitusta pidetään välttämättömänä myytäessä joukkovelkakirjoja kansainvälisille markkinoille. Voitaneen perustellusti olettaa, että myös pelkästään kotimaisille sijoittajille suunnatuille joukkovelkakirjoille on hankittava luottoluokitus ainakin silloin, kun liikkeeseenlaskettava joukkovelkakirjalaina on pääomamäärältään merkittävä (kuten on liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa).

¹³³ Näin on siksi, että sijoittajat vaativat riskittömämmältä sijoitukselta alhaisempaa tuottoa. Tärkeimmät luokituslaitokset Standard & Poor's ja Moody's arvioivat luottokelpoisuutta asteikolla AAA-D (S&P) ja Aaa-D (Moody's). Luokkia, jotka ovat vähintään BBB/Baa kutsutaan investment grade -luokiksi, heikompia luokkia junk bond -luokiksi. *Leppiniemi – Puttonen* 1996 s. 126.

¹³⁴ *Marsland-Shaw* 1991 s. 212.

¹³⁵ Standard & Poor's 1998 s. 91 ja Moody's 2000 s. 3.

että joukkovelkakirjalainan velallisena oleva erillisyhtiö kykenee maksamaan joukkovelkakirjalainan takaisin. Vaikka lainan takaisinmaksun takeena on tosiasiallisesti liikkeeseenlaskijan taustalla oleva liiketoiminta, on sijoittajien ensisijaisen mielenkiinnon kohteena liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö ja erityisesti liikkeeseenlasketun joukkovelkakirjalainan saama luottoluokitus.¹³⁶

Saadakseen joukkovelkakirjalainalle parhaan mahdollisen luottoluokituksen hankkii liikkeeseenlaskija transaktiolle *ulkopuolista luottotukea* turvaamaan sijoittajien maksunsaantia myös tilanteissa, joissa arvopaperistettavan liiketoiminnan kassavirrat eivät kerry suunnitellulla tavalla. Ulkopuolisen luottotuen merkitys korostuu liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa, sillä liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen vakuusarvo ei todennäköisesti ole yhtä korkea kuin perinteisessä arvopaperistamisessa siirrettävien saatavien.¹³⁷

Ulkopuolista luottotukea tarjoavat perinteisesti luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt, joista osa on erikoistunut pelkästään luottotuen antamiseen. Transaktion kannalta kyse on palveluntarjoajista, joiden tuen ansiosta joukkovelkakirjalaina tulee liikkeeseenlaskijalle edullisemmaksi, mutta jonka käyttö toisaalta nostaa transaktiokustannuksia. Luottotuen tarjoajien rooli on lähtökohtaisesti varsin passiivinen, sillä ne eivät ota osaa liiketoimintaa koskeviin päätöksiin, mutta sijoittajien maksunsaannin vaarantuessa niiden rooli saattaa muuttua hyvinkin aktiiviseksi.¹³⁸

Joukkovelkakirjalainoihin sijoittavien maksunsaantia turvaamassa on kansainvälisissä transaktioissa käytetty *trust-järjestelyä*. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskun yhteydessä trusteena toimiva taho ja erillisyhtiö laativat erillisen sopimuksen, joka sisältää määräykset velallisasemassa olevan erillisyhtiön velvollisuuksista trusteeen nähden. Arvopaperistamistransaktiossa mukana olevan trusteeen tärkeimpiin tehtäviin kuuluu vakuuksien hallinnointi sekä transaktion maksuliikenteen valvonta. Tämän lisäksi trusteeen on ryhdyttävä tilanteen niin vaatiessa sijoittajien etujen turvaamisen kannalta tarpeellisiin toimenpiteisiin.¹³⁹

Trusteen nimenomaisiin velvollisuuksiin kuuluu erillisyhtiön taloudellisen tilanteen tarkkailu, lainan mahdollisesta irtisanomisperusteesta ilmoittaminen

¹³⁶ *Palin* 1997 s. 638. Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa ainakin osalle joukkovelkakirjoista pyritään saamaan paras mahdollinen (AAA/Aaa) luokitus, *Tepora* 1995 (b) s. 173. Liiketoiminnan arvopaperistaminen on sijoittajan kannalta riskialttiimpi sijoituskohte, joten korkeimman mahdollisen luokituksen saaminen saattaa olla hankalaa. Suuntaa-antavana nyrkkisääntönä jo tehtyjen transaktioiden pohjalta voidaan pitää sitä, että kaikille joukkovelkakirjaluokille olisi syytä saada investment grade -luokitus.

¹³⁷ Kassavirtojen vakuusarvoa alentaa niiden epästabiili luonne.

¹³⁸ Luottotukisopimusten kovenanteissa saatetaan sopia esimerkiksi siitä, että luottotuenantajan antaman tuen noustessa jonkin ennalta määritellyn kriittisen rajan yli, saa luottotuenantaja nimittää edustajansa liiketoimintaa harjoittavan yrityksen toimivaan johtoon.

¹³⁹ Arvopaperistamistyöryhmä 1993 s. 63.

sijoittajille, lainan irtisanominen asianmukaisen irtisanomisperusteen synnyttyä sekä lainan periminen.¹⁴⁰ Mikäli joukkovelkakirjalle on annettu vakuus, mikä on tilanne arvopaperistamistransaktioissa, on trusteen tehtävänä hallinnoida vakuutta ja tarvittaessa realisoida se.

Suomessa liikkeeseenlaskettujen joukkovelkakirjojalainojen ehdot ovat yleensä olleet niin yksinkertaisia, ettei velkojien yhteistä edunvalvojaa ole tarvittu.¹⁴¹ Kansainvälisissä arvopaperistamistransaktioissa käytetään lähes poikkeuksetta trusteeta sijoittajien edunvalvojana. Suomessa tapahtuvassa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalaina lasketaan liikkeeseen kotimaassa, mutta on todennäköistä, että sijoittajat tulevat ainakin osaksi ulkomailta, missä trusteen käyttö on vakiintunut käytäntö. Trusteen tai sitä vastaavan järjestelyn käyttäminen onkin todennäköisesti edellytys ulkomaisten sijoittajien osallistumiselle joukkovelkakirja-antiin. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan ehdot ovat myös todennäköisesti erittäin monimutkaisia, mikä lisää tarvetta sijoittajien edunvalvojan nimittämiseksi.

Ongelmaksi tässä tilanteessa muodostuu se, ettei trusteen ominaisuuksia sisältävää suomalaista oikeudellista konstruktioita ole mahdollista rakentaa nykyisen lainsäädännön varaan. Varteenotettavimpana vaihtoehtona sijoittajien edunvalvojana toimivalle trusteelle on esitetty valtuutuksen varaan perustuvaa rakennetta.¹⁴² Oikeustoimilain 2 luvun säännöksille perustuva valtuutus voisi olla mahdollinen oikeudellinen perusta kotimaisen sijoittajien edustajan nimeämiselle. Sijoittajien turvallisuuden ja ennen kaikkea yhdenvertaisuuden kannalta olennaista on, että edunvalvoja on toimessa koko transaktion ajan eikä hänen sijoittajataholta saamaansa valtuutusta voida peruuttaa. Jos edunvalvojan valtuutus voidaan vaikka vain yhdenkin sijoittajan toimenpitein peruuttaa, ei transaktiota voida pitää koko sijoittajatahon näkökulmasta turvallisena. Suomessa lähtökohtana on kuitenkin pidetty sitä, että peruuttamaton valtuutus ei sovellu Suomen oikeusjärjestelmään.¹⁴³ Näin ollen peruuttamattoman valtuutuksen käyttö edellyttäisi lainsäädännöllisiä uudistuksia.

¹⁴⁰ Trusteen valtuudet näiden toimien hoidossa ovat laajat. Näistä valtuuksista tarkemmin *Craik* 1991 s. 324–346.

¹⁴¹ Ajalta ennen vuotta 1993 Arvopaperistamistyöryhmä 1993 s. 63. Kotimaassa liikkeeseenlaskettujen tavallisten – ei siis arvopaperistamistransaktioihin liittyvien – joukkovelkakirja-antien osalta tilanne lienee edelleen samanlainen.

¹⁴² Arvopaperistamistyöryhmä s. 63.

¹⁴³ Oikeustoimilakitoimikunta 1990 s. 189. Mielenkiintoista on, että Norjassa ja Tanskassa peruuttamaton valtuutus sallitaan, vaikka niiden oikeusjärjestelmä on hyvin samankaltainen kuin Suomessa. Oikeustoimilakitoimikunta 1990 s. 187.

Peruuttamattoman valtuutuksen ohella sijoittajien edustajan asema voisi perustua myös niin sanotulle välilliselle edustukselle. Välillisellä edustuksella tarkoitetaan tilannetta, jossa välihenkilö toimii yksinomaan päämiehen lukuun, mutta sivulliseen nähden omissa nimissään.¹⁴⁴ Arvopaperistamistransaktiossa sijoittajien edustaja voisi toimia välillisenä edustajana eli omissa nimissään, mutta sijoittajien lukuun.

Kotimaisessa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa välillisen edustajan käyttäminen saattaisi olla mahdollinen tapa hoitaa sijoittajien edunvalvontaa. Eräänä toteuttamiskelpoisena vaihtoehtona voisi olla järjestää sijoittajien edunvalvonta välillisen edustuksen varaan siten, että erillisyhtiön perustamisen yhteydessä jokin erillisyhtiöstä täysin riippumaton luottolaitos tai muu instituutio sitoutuisi toimimaan sijoittajien edunvalvojana samalla tavoin kuin trustee. Jo olemassa olevan instituution ohella kyseeseen voisi tulla varta vasten transaktiota perustettu oikeushenkilö, joka purkautuisi transaktion jälkeen tai jota vaihtoehtoisesti voitaisiin käyttää myös uusissa vastaavanlaisissa transaktioissa edunvalvontatehtävissä.

Järjestely rakentuisi välillisen edustuksen periaatteelle siten, että edunvalvoja tulisi omissa nimissään ja transaktiosopimuksissa määritellyin tavoin toimimaan sijoittajien lukuun.¹⁴⁵ Sijoittajat luovuttaisivat muodollisesti oikeusasemansa edunvalvojalle, joka saamansa omistaja-aseman perusteella voisi muun muassa hallinnoida sijoittajien maksunsaannin turvaksi annettuja vakuuksia.¹⁴⁶ Perustamalla edunvalvojan asema omistajuuteen olisi myös mahdollista pyrkiä pienentämään edunvalvojan mahdollisia intressejä ryhtyä sijoittajien kannalta epäedullisiin toimenpiteisiin.¹⁴⁷ Ongelmaksi tässä järjestelyssä muodostuneen kuitenkin se, ettei välillisen edustajan käyttö sijoittajien edunvalvojana ole sillä tavoin vakiintunut käytäntö, että sen pysyvyyteen ja oikeudelliseen pätevyteen

¹⁴⁴ *Tepora – Kartio – Koulu – Wirilander* 1998 s. 155.

¹⁴⁵ Välillisen edustuksen erona avoimeen edustukseen on katsottu olevan päämiehen salassa pitäminen, *Sarvi* 1977 s. 87. Arvopaperistamistransaktiossa sijoittajien ja edunvalvojan välistä suhdetta ei voida pitää salaisena, joten voitaneen perustellusti kysyä, antaako termin ”välillinen edustus” käyttö tässä yhteydessä oikean kuvan edunvalvontajärjestelyn luonteesta. Kysymystä ei kuitenkaan ole mahdollista tässä tutkimuksessa tarkemmin selvittää.

¹⁴⁶ Järjestelystä, jossa esineen omistaja on luovuttanut omistusoikeuden muodollisesti toiselle henkilölle, ei ole oikeuskirjallisuudessamme käytetty nimitystä välillinen edustus, vaikka näin perustellusti voitaisiinkin tehdä. *Sarvi* 1998 s. 11.

¹⁴⁷ Kysymystä edunvalvojan mahdollisista väärinkäytöksistä voidaan käsitellä niin kutsutun päämies-agenttiteorian valossa. Rahoitusteoriassa on tutkittu omistajuuteen perustuvien järjestelyjen käyttöä yritysten sijoittaja-osakkeenomistajien (päämies) intressien turvaamisessa. Sijoittajien kannalta hyviä tuloksia on saavutettu muun muassa antamalla yritysjohdolle (agentti) omistaja-asema yrityksessä. *Grinblatt – Titman* 1998 s. 129.

voitaisiin esimerkiksi mahdollisessa oikeudenkäynnissä luottaa.¹⁴⁸

Kuten edellä esitetystä käy ilmi, ei sijoittajien edunvalvojan nimeäminen ole yksinkertaista Suomen nykyisen lainsäädäntöjärjestelmän alaisuuteen. Jotta kokonaisuudessaan Suomen lainsäädännön alaisuudessa toteutettavat liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiot olisivat kansainvälisten sijoittajien kannalta potentiaalisia sijoituskohteita, olisi toivottavaa, että suomalaisen oikeusjärjestelmään voitaisiin joko vanhoja konstruktioita muuttamalla tai täysin uuden instituution perustamisella luoda trusteea muistuttava oikeudellinen instituutio.

Tämänkaltaiset uudistukset ovat kuitenkin varsin epätodennäköisiä. Vallitsevassa lainsäädäntöympäristössä eräs toteuttamiskelpoinen vaihtoehto voisi olla järjestää sijoittajien edunvalvonta siten, että transaktiosopimuksissa jokin hyvämaineinen ja vakavarainen luottolaitos tai muu instituutio sitoutuisi toimimaan sijoittajien edunvalvojana samalla tavoin kuin trustee. Tällöin kyseessä ei olisi välilliseen edustukseen perustuva järjestely vaan niin kutsuttu fidusiaarinen oikeussuhde, joka perustuu osapuolten väliselle luottamukselle.

Fidusiaaristen oikeussuhteiden teoriasta on rakentunut esimerkiksi saksalainen Treuhand-välihenkilöjärjestely, mutta Suomessa fidusiaaristen oikeussuhteiden teoria ei ole saanut suurta jalansijaa.¹⁴⁹ Vaikka fidusiaaristen oikeussuhteiden varaan rakentuvia edunvalvontajärjestelyjä koskevaa vakiintunutta oikeudellista käytäntöä ei Suomessa siten ole, voidaan sijoittajien edunvalvontaa sekä sen jatkuvuutta pitää tämänkaltaisessa osapuolten väliseen sopimukseen ja viime kädessä luottamukseen perustuvassa järjestelyssä *tosiasiallisesti hyvinkin turvattuna*, koska hyvämaineisen edustajan väärinkäytökset tai laiminlyönnit edunvalvontatehtävässä olisivat kohtalokkaita sen uskottavuuden ja siten liiketoiminnan harjoittamisedellytysten kannalta.

¹⁴⁸ Omat lisäongelmansa aiheuttaa se, että edunvalvojasta olisi pyrittävä tekemään itsenäinen ja erillisyhtiöstä täysin riippumaton oikeushenkilö. Tämä merkitsee sitä, että edunvalvojan omistusjärjestelyt aiheuttavat samankaltaisia ongelmia kuin aiemmin jaksossa 3.3. esitetyt erillisyhtiön omistusjärjestelyt.

¹⁴⁹ *Sarvi* 1998 s. 14.

4. KASSAVIRTOJEN SIIRTÄMINEN JA VAKUUSKOKONAISUUS

4.1. Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen siirtäminen erillisyyhtiölle

Perinteisessä arvopaperistamisessa originaattori myy erillisyyhtiölle saatavakanan hintaan, joka kaupan osapuolien arvion mukaan vastaa saatavakannasta tulevaisuudessa kertyvien kassavirtojen nykyarvoa. Kauppahinnan ja sitä kautta myös liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan suuruus on varsin tarkasti laskettavissa, koska siirrettävät saatavat ovat syntyneet jo ennen siirtoa.¹⁵⁰ Liiketoimintaa arvopaperistettaessa siirron kohteena ei ole ennalta yksilöitävissä oleva saatavakanta vaan liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat. Liikkeeseenlaskettavaa joukkovelkakirjalainaa eivät ole tukemassa sen liikkeeseenlaskuhetkellä olemassaolevat saatavat, vaan lainan takaisinmaksu on riippuvainen liiketoimintaa harjoittavan yhtiön kyvystä tuottaa palveluita tai tuotteita, joista saatavat kassavirrat käytetään joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun.

Sijoittajien kannalta on olennaista, etteivät liiketoimintaa harjoittava yhtiö tai muutkaan transaktiossa mukana olevat osapuolet toimi tavalla, joka voisi vaarantaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun. Osapuolten vahingollisia toimenpiteitä voidaan ennaltaehkäistä sekä yhtiöoikeudellisin säännöksin että joukkovelkakirjalainaan liitettävien kovenanttiehdoin.

Ennaltaehkäisevät toimet eivät kuitenkaan turvaa sijoittajia tilanteessa, jossa harjoitettava liiketoiminta ei pysty tuottamaan joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun edellyttämiä kassavirtoja.¹⁵¹ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa onkin tärkeää varmistua siitä, että arvopaperistettava liiketoiminta on luonteeltaan sellaista, että se kykenee suhdanteista riippumatta tuottamaan joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun edellyttämät kassavirrat.

Arvioitaessa liiketoiminnan sopivuutta arvopaperistamisen kohteeksi on huomiota kiinnitettävä erityisesti liiketoiminnan tuottavuuteen pidemmällä aikavälillä ja toisaalta liiketoiminnan haavoittuvuuteen esimerkiksi muutoksille kilpailu- tai sääntely-ympäristössä.¹⁵² Liiketoiminnan tuottojen on oltava tasai-

¹⁵⁰ Saatavalla tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, mitä velkoja tulee saamaan velalliselta velvoitteen täytymisen myötä. Käsitteiden saatava ja saamisoikeus välisistä eroista *Kaisto* 2001 s. 152–153.

¹⁵¹ Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa kassavirtojen riittämättömyys johtuu itse liiketoiminnan luonteesta eikä esimerkiksi liiketoimintaa koskevista virheellisistä liikkeenjohdollisista päätöksistä.

¹⁵² Moody's 2000 s. 4.

sesti sen kuluja korkeampia, sillä jos liiketoimintaa harjoittavan yrityksen käyttörahoituksen tarve on suurempi kuin sen liiketoiminnan tuottamat kassavirrat, ei liiketoiminta ole sopiva arvopaperistamiskohde. Ollakseen sopiva kohde arvopaperistamiselle on liiketoiminnan myös oltava sillä tavoin immuuni liiketoimintaympäristön muutoksille, etteivät nämä muutokset merkittävästi vaikuta liiketoimintaan ja sen kykyyn tuottaa kassavirtoja.

Se, että kassavirrat hyvin todennäköisesti riittävät joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun, ei kuitenkaan riitä turvaamaan sijoittajien asemaa. Kassavirtojen syntymisen lisäksi sijoittajille on myös pystyttävä takaamaan se, että kassavirrat voidaan tehokkaasti ja pätevästi siirtää liiketoimintaa harjoittavalta yhtiöltä joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivalle erillisyhtiölle. Vallitsevan käsityksen mukaan saamisoikeus on pääsääntöisesti siirtokelpoinen.¹⁵³ Kassavirtojen siirtämistä vaikeuttaa se, että kassavirrat (saatavat) eivät ole syntyneet vielä siinä vaiheessa, kun transaktioon sijoittavat investoivat varojaan joukkovelkakirjalainaan. Sijoittajien maksunsaannin turvaamisen kannalta tärkeää onkin lähinnä se, voidaanko ansaitsemattoman saatavan siirrosta sopia etukäteisesti siten, että siirtosopimuksella on myös kolmansia osapuolia sitova vaikutus.

Saatavien – niin ansaittujen ja ansaitsemattomien – siirtoa koskevat keskeisimmät ongelmat aktualisoituvat tilanteessa, jossa liiketoiminnasta syntyneistä kassavirroista disponoidaan siten, etteivät ne saavuta joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivaa erillisyhtiötä.¹⁵⁴ Näin ollen transaktion onnistumisen kannalta on tärkeää, että saatavavelallisenä olevat tahot maksavat saatavansa oikealle taholle ja edelleen se, että maksunsaajat siirtävät vastaanottamansa maksut joukkovelkakirjalainan takaisinmaksusta huolehtivalle erillisyhtiölle.

Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa saatavien keräämisestä huolehtii useimmiten originaattori, jolla on tähän tehtävään parhaat edellytykset.¹⁵⁵ Originaattori ja erillisyhtiö solmivat hallinnointisopimuksen, jonka perusteella originaattori kerää saatavista kertyvät varat ja tilittää ne edelleen erillisyhtiölle joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua varten. Kysymyksessä on hallinnointisopimukseen perustuva niin sanottu collection agent -järjestely, jossa originaattori toimii erillisyhtiön edustajana.¹⁵⁶ Saatavakannasta syntyvät va-

¹⁵³ *Kaisto* 1999 s. 139.

¹⁵⁴ Koska ansaitsemattomaan saatavaan kytkeytyvät ongelmat aktualisoituvat erityisesti saatavaa pantattaessa, käsitellään ansaitsemattoman saatavan problematiikkaa tarkemmin tutkimuksen jaksossa 4.4.

¹⁵⁵ *Palin* 1997 s. 618.

¹⁵⁶ Syynä järjestelyn käytölle on ensisijaisesti se, että erillisyhtiöllä ei ole sen ”keveyden” vuoksi edellytyksiä kerätä huomattavia ja useasti tapahtuvia maksuja. Lisäksi esimerkiksi asiakassuhteen ylläpito ja kuluttajansuojaoikeudelliset kysymykset vaikuttavat usein siihen, että originaattori jää hallinnoimaan siirrettyjä saatavia. *Wood* 1995 (c) s. 47.

rat ohjautuvat originaattorin tilille, josta ne kanavoidaan edelleen joukkovelkakirjan liikkeeseen laskeneelle erillisyyhtiölle. Järjestely on perusperiaatteeltaan yksinkertainen, mutta ongelmia saattaa syntyä tilanteessa, jossa originaattori ajautuu konkurssiin.

Ongelmia voi aiheutua lähinnä kahdesta eri syystä. Ensinnäkin on olemassa varojen sekoittumisvaara tilanteessa, jossa siirretyistä saatavista kertyvät varat sekoittuvat originaattorin tai jonkin muun transaktio-osapuolen varoihin.¹⁵⁷ Jos tämänkaltaisen sekoittuminen tapahtuu ja originaattori ajautuu konkurssiin, on saatavakannan ostaneen erillisyyhtiön erottamisoikeuden toteuttaminen vaikeaa ja varat voivat pahimmassa tapauksessa jäädä osaksi originaattorin konkurssipesää.¹⁵⁸ Tältä riskiltä on mahdollista suojautua perustamalla siirretystä saatavakannasta kertyville varoille oma tili, jonka tunnistetietoihin merkitään selkeästi, että tilivarat kuuluvat saatavakannan ostajalle.

Sijoittajien kannalta ei ole kuitenkaan riittävää, että heitä suojataan ainoastaan varojen sekoittumiselta. Näin on siksi, että varojen jääminen originaattorin hallintaan – vaikkakin edellä mainitulla tavalla omistajatiedoilla varustettuna – saattaa vaarantaa erillisyyhtiön ja sitä kautta sijoittajien maksunsaannin. Näin tapahtuu esimerkiksi silloin, jos originaattori joko tahallisesti tai epähuomiossa panttaa pankkitilin, jolla olevat varat kuuluvat erillisyyhtiölle. Tässä tilanteessa edes sen, että tilitunnistetiedoissa on merkintä varojen kuulumisesta erillisyyhtiölle, ei voida katsoa tarpeeksi tehokkaasti suojaavan sijoittajia.¹⁵⁹

Jotta saatavakannasta kertyviä varoja ei ainakaan merkittävässä määrin jäisi originaattorin hallintaan, on varat syytä siirtää mahdollisimman nopeasti erillisyyhtiölle. Tehokkain suoja saavutetaan siten, että originaattori ei talleta varoja hallinnassaan olevalle tilille vaan siirtää ne suoraan erillisyyhtiölle. Mahdollinen ratkaisu on myös se, että varat siirretään niin kutsutulle collection account -tilille, joka pantataan erillisyyhtiölle.¹⁶⁰

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa törmätään samankaltaisiin ongelmiin. Omat lisäongelmansa luo se, ettei liiketoiminnasta kertyvien varo-

¹⁵⁷ *Henderson* 1997 s. 73.

¹⁵⁸ Jos omaisuutta ei kyetä yksilöittävästi erottamaan pesässä olevasta muusta samankaltaisesta omaisuudesta, on omistajan tyytyminen korvausvaateeseen, joka on etuoikeudeton saaminen ja sellaisena useimmiten arvoton. *Havansi* 1991 s. 185.

¹⁵⁹ Ongelmana on siis se, että tilinomistajana on originaattori.

¹⁶⁰ Kyseisen tilin omistajana toimii riippumaton kolmas osapuoli, joka kansainvälisissä transaktioissa on useimmiten trustee. *Standard & Poor's* 1998 s. 91. Jos kotimaisessa arvopaperistamistransaktiossa käytetään sijoittajien edunvalvojaa, voi tämä hyvin olla luottolaitos, jonka omistuksessa collection account -tili on ja jonka tilin varoja se sitoutuu olemaan käyttämättä muuhun tarkoitukseen kuin joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun. Tilitietoihin tulee lisätä merkintä tilin panttauksesta.

jen kertymistä voida täysin tarkasti ennustaa, mikä vaikeuttaa siirto-ohjelmien solmimista liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n ja kassavirrat vastaanottavan osapuolen välillä.¹⁶¹ Kassavirtojen siirtämistä monimutkaistaa synteettisen listautumisannin mahdollistavassa kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa myös se, että siirtovariaatioita on useita. Mahdollisia vaihtoehtoja ovat ainakin kassavirtojen siirtäminen Osakeyhtiö B:n kautta Erillisyhtiö 1:lle, kassavirtojen siirtäminen suoraan Osakeyhtiö B:n velallisilta Erillisyhtiö 1:lle tai jopa kassavirtojen siirtäminen suoraan joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivalle Erillisyhtiö 2:lle.¹⁶²

Sijoittajien kannalta tärkeintä on, ettei heidän maksunsaantinsa liiketoiminnan kassavirroista vaarannu ainakaan sen vuoksi, että varojen siirto ei tapahdu ajoissa tai muuten tehokkaalla tavalla. Sijoittajien maksunsaannin kannalta keskeisenä riskinä samalla tavoin kuin perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa on se, ettei liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö saa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun tarvittavia varoja liiketoimintaa harjoittavan yhtiön ajautuessa konkurssiin.¹⁶³

Kassavirtojen siirron muotoa valittaessa olennaista on siirron oikeudellinen pätevyys. Yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa tilanne on varsin selkeä, koska liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n ja liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön välillä on velkasuhde. Näin ollen erillisyhtiölle siirrettävät kassavirrat ovat velan takaisinmaksueriä ja lyhennyksiä.

Sijoittajien maksunsaannin turvaamiseksi liiketoiminnan tuottamat kassavirrat on syytä siirtää välittömästi niiden ansaitsemisen jälkeen joko suoraan liikkeeseenlaskija-erillisyhtiölle tai vaihtoehtoisesti collection account -tilille, josta varat siirretään Osakeyhtiö B:n ja liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön välisen lainasopimuksen ehtojen määrittämällä tavalla lyhennyksinä ja korkoina erillisyhtiölle. Jälkimmäinen vaihtoehto yksinkertaistaa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön tehtäviä merkittävästi kuitenkin heikentämättä sijoittajien maksunsaantiasemaa, minkä vuoksi collection account -järjestelyä voitaneen pitää suoraa tilittämistä parempana vaihtoehtona kassavirtojen siirrolle.¹⁶⁴

¹⁶¹ Toisin sanoen jos kassavirrat ovat volatiileja, eivät siirto-ohjelmat pidä ellei niitä ole laadittu hyvin löysiksi.

¹⁶² Tarkastelu rakentuu sivuilla 163 (Kuvio 3) ja 165 (Kuvio 4) esiteltujen transaktiorakenteiden pohjalta.

¹⁶³ Juuri aiemmin mainittu varojen sekoittuminen on keskeisin niitä syistä, joiden vuoksi saatavakannasta kertyvät varat voivat päätyä erillisyhtiön sijasta originaattoriin konkurssipesään, ja minkä johdosta varojen säilyttämiseen sekä siirtämiseen on kiinnitettävä erityistä huomiota. Standard & Poor's 2000 s. 130.

¹⁶⁴ Yleinen käytäntö Englannin oikeuden alaisissa transaktioissa on ollut se, että siirtosopimuksessa mainitaan maksuosioite, johon kassavirrat tulee siirtää. Sopimukseen on tällöin myös syytä liittää maininta siitä, että tilinhaltijana on sijoittajien edustajana toimiva trustee. *Xin* 2000 (b) s. 318.

Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa siirron oikeudellinen perusta ei ole yhtä selväpiirteinen. Koska transaktiorakenteessa Erillisyhtiö 1 maksaa Erillisyhtiö 2:lta saamansa lainan takaisin, on seuraavan tarkastelun lähtökohtana se, että liiketoiminnasta saatavat kassavirrat ohjataan Erillisyhtiö 1:lle ennen niiden siirtämistä Erillisyhtiö 2:lle. Liiketoiminnan kassavirtoja ei näin ollen siirretä suoraan joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivalle Erillisyhtiö 2:lle. Tutkittaessa minkälaisesta oikeustoimesta liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen siirrossa on kysymys voidaan mahdollisina ratkaisuihin esittää seuraavat vaihtoehdot: 1) saatavan kauppa, 2) saatavan siirto velan maksuna (*datio in solutum*), 3) saatavan perimistoimeksianto, 4) saatavan vakuusluovutus ja 5) kassavirtojen siirto osinkoina.¹⁶⁵

Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n omistaja on Erillisyhtiö 1, jolle kassavirrat siirretään. Osakeyhtiö B ei saa siirrosta vastiketta, joten kyseessä ei ole saatavan kauppa. Siirto voi ulkoisesti muistuttaa perimistoimeksiantoa tilanteessa, jossa Osakeyhtiö B ei toimi saatavien kerääjänä vaan saatavien keräys- ja hoitotoimenpiteet on transaktiosopimuksissa siirretty suoraan Erillisyhtiö 1:lle. Koska perimistoimeksiantoon kuuluu perittyjen varojen jatkotilitys toimeksiantajalle, ei tämä konstruktiokaan sovellu perustaksi kassavirtojen siirron oikeudelliselle arvostelulle, sillä Erillisyhtiö 1 ei tilitä saamiaan varoja Osakeyhtiö B:lle vaan siirtää ne edelleen lainalyhennyksinä ja korkoina Erillisyhtiö 2:lle. Koska Erillisyhtiö 1:n ja Osakeyhtiö B:n välillä ei ole velkasuhdetta ei kyseessä voida myöskään katsoa olevan saatavan siirto velan maksuna (*datio in solutum*). Velkasuhteen puuttumisen vuoksi ei kassavirtojen siirtoa voida myöskään pitää vakuusluovutuksena.¹⁶⁶

Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen siirto ei näin ollen vastaa minkään edellä mainitun oikeustoimen luonnetta. Tällöin luonteva ratkaisu onkin, että kassavirtojen siirto tapahtuu osinkoina, jotka perustuvat Osakeyhtiö B:n ja Erillisyhtiö 1:n väliseen omistukselliseen yhteyteen. Varojen siirtäminen Osakeyhtiö B:stä tapahtuisi tällöin niin, että Erillisyhtiö 1 saisi ennalta määriteltynä ajankohtina osinkoina lainan takaisinmaksuun vaadittavat varat. Tällöin Osakeyhtiö B toimisi kassavirtojen säilytyspaikkana, josta varat yhtiökokouspäätöksin voitaisiin siirtää Erillisyhtiö 1:lle. Sijoittajien maksunsaannin turvaa-

¹⁶⁵ *Tepora – Takki* 1994 s. 25. Vaikka kyseiset vaihtoehdot onkin osinkoa lukuun ottamatta esitetty factoring-rahoitusta tutkittaessa, käytetään niitä tarkastelun lähtökohtana siksi, että factoring-rahoituksen kolmikantamalli myyjä – asiakas – rahoitusyhtiö muistuttaa rakenteeltaan arvopaperistamistransaktion kolmikantaa Osakeyhtiö B – Osakeyhtiö B:n velallinen – Erillisyhtiö 1.

¹⁶⁶ Irtaimen esineen vakuusluovutuksenhan on perinteisesti tulkittu olevan oikeusvaikutuksiltaan panttausluvanta sopimusosapuolten välisessä suhteessa ja täytettynä vakuusluovutus on rinnastettu panttaukseen. Tästä tarkemmin edellä jaksossa 2.2.

misen kannalta tämä ei ole kuitenkaan tyydyttävä ratkaisu ja olisikin hyvä, jos varat siirrettäisiin odottamaan osingonmaksua collection account -tilille. Osingonmaksuhetkellä varat siirtyvät Erillisyhtiö 1:lle ja suositeltavaa on, että Erillisyhtiö 1 tallettaa varat niin ikään collection account -tilille, joka pantataan erillisyhtiöiden välisen lainan vakuudeksi.

Tämä ratkaisun etuna voidaan pitää sitä, että ulkopuolisen luottotuen määrä olisi yksinkertaista laskea siinä vaiheessa, kun Erillisyhtiö 1 on vastaanottanut osingot. Jos osingot eivät riitä seuraavan maksukauden korkoihin ja mahdollisiin lyhennyksiin, on liikkeeseenlaskijana toimivan Erillisyhtiö 2:n turvauduttava ulkopuoliseen luottotukeen. Osinkojen maksu voidaan ajoittaa myös niin, että ne ovat mahdollisimman lähellä joukkovelkakirjalainan koronmaksuhetkeä, jolloin kummankaan erillisyhtiön ei tarvitse toimia kassavirtojen varastointipaikkana.

4.2. Vakuudenantajatahot

Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa sijoittajat käytännössä edellyttävät, että siirrettävät saatavat ovat vakuudellisia ja että nämä vakuudet siirtyvät erillisyhtiölle saatavakannan mukana.¹⁶⁷ Tällaisessa tilanteessa sijoittajien maksunsaanti on ainakin lähtökohtaisesti turvattu, mikä mahdollistaa transaktiolle paremman luottoluokituksen. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa vastaavanlainen vakuuksien siirto ei ole mahdollista. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, ettei transaktiossa tapahdu saatavakannan kauppaa, jossa vakuudet voitaisiin siirtää. Useimmiten lienee myös niin, ettei liiketoiminnan tuottamalla kassavirroilla (saatavilla) ole vakuuksia, koska kysymys on yleensä tavallisista asiakassaatavista. Näin ollen sijoittajien maksunsaannin turvana olevan vakuuskokonaisuuden rakentaminen ei onnistu samalla tavalla kuin perinteisessä arvopaperistamistransaktiossa.

Selvää kuitenkin on, että arvopaperistamistransaktion onnistuminen edellyttää kattavia vakuuksia, sillä liiketoiminnan arvopaperistamista voidaan pitää sijoittajien kannalta korkeariskisempänä transaktiona kuin perinteistä arvopaperistamista.¹⁶⁸ Valitussa transaktiorakenteessa kaikki lähtökohtaisesti va-

¹⁶⁷ *Tepora* 1995 (b) s. 181.

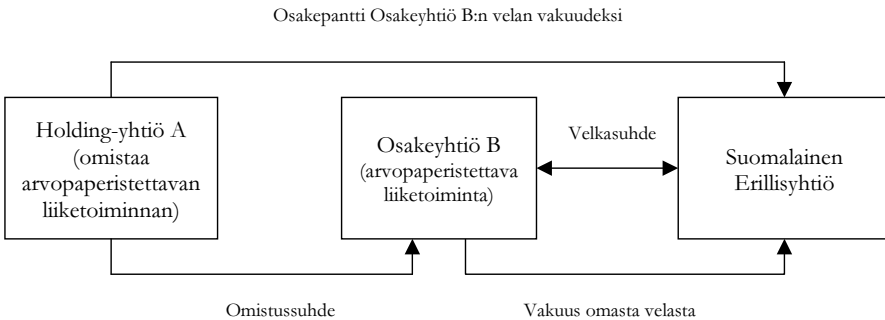
¹⁶⁸ Riskitasolla tarkoitetaan tässä tilanteessa itse saataviin ja niiden kertymiseen liittyviä riskejä. Liikkeeseenlaskettavien joukkovelkakirjalainojen riskitasoa kuvaava luokitus on useimmiten kummankin tyypissä transaktioissa investment grade -luokkaa, mutta luokitukseen vaikuttavat saatavien luonteen ohella muun muassa transaktiossa käytetyt luottotukikeinot, joiden merkitys korostuu liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa.

kuuskelpoinen varallisuus on liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n omistuksessa. Näin ollen sen varallisuuden panttikelpoisuus ja toisaalta panttausten tehokkuus suhteessa kolmansiin osapuoliin on ensiarvoisen tärkeää transaktion onnistumisen kannalta.

Ennen yksittäisten vakuustyyppien esittelyä ja niiden käyttökelpoisuuden analysointia on kuitenkin tarpeellista yksilöidä ne transaktio-osapuolet, joiden välillä vakuussopimuksia voidaan solmia ja vakuuksia antaa. Yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa tilanne on varsin selkeä, sillä lähes kaiken vakuuskelpoisen omaisuuden omistava Osakeyhtiö B on velkasuhteessa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöön ja näin ollen se antaa vakuuden omasta velastaan, mille ei lähtökohtaisesti ole lainsäädännöllisiä esteitä.

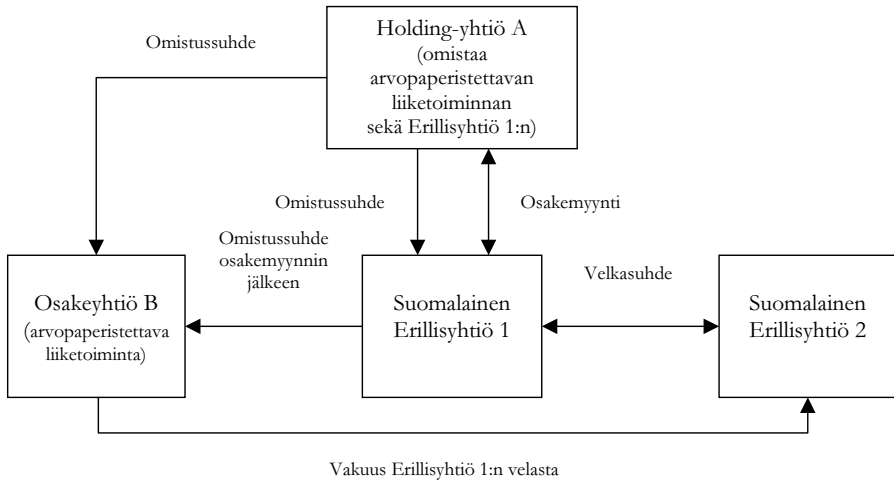
Sijoittajien maksunsaannin kannalta on tärkeää, että liiketoimintaa harjoittavan Osakeyhtiö B:n osakkeet pantataan liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön ja Osakeyhtiö B:n välisen velan vakuudeksi. Kysymys on tällöin vierasvelkapantista, jonka antaa Holding-yhtiö A. Yhtiöoikeudellisesti vakuuden antaminen yhtiön lähipiiriläiselle on sitovuudeltaan kyseenalainen toimenpide, mutta jäljempänä esitetyin perustein ongelmia ei tässä tapauksessa pitäisi syntyä.

Kuvio 5



Myös kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa Osakeyhtiö B omistaa lähes kaiken vakuuskelpoisen omaisuuden. Näin ollen erillisyhtiöiden välisen lainan vakuuksia ei annakaan velallinen vaan tämän tytäryhtiö. Toisin kuin yhden erillisyhtiön transaktiorakenteen kohdalla on tilanne kahden erillisyhtiön rakenteen kohdalla seuraavassa esitetyllä tavalla ongelmallinen.

Kuvio 6



Yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa keskeisen vakuuden muodostaa Holding-yhtiö A:n antama osakepankki; Holding-yhtiö A antaa toisin sanoen vakuuden tytäryhtiönsä velasta. Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa Osakeyhtiö B:n myöntämien vakuuksien osalta kysymys on emoyhtiön velasta annetuista vakuuksista. Näissä tapauksissa osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n säännökset osakeyhtiön lähipiirille myönnettävistä vakuuksista ovat lähtökohtaisesti relevantteja arvioitaessa transaktiorakenteiden sisältämiä vakuusjärjestelyjä.

Osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n 1 momentin mukaan osakeyhtiö saa antaa vakuuden sen lähipiiriin kuuluvan henkilön velvoitteista vain voitonjakokelpoisten varojen rajoissa ja turvaavaa vakuutta vastaan.¹⁶⁹ Kielto koskee lähtökohtaisesti kaikkia mahdollisia vakuuksia, joita yhtiö voi antaa.¹⁷⁰ Osakeyhtiölain 1 luvun 1 §:n mukaan yhtiön lähipiiriin kuuluu muun muassa se, jolla on yhtiössä osakeyhtiölain 1 luvun 3 §:n tarkoitetulla tavalla määräysvalta. Yhtiön lähipiiriin kuuluu myös se, joka kuuluu yhtiön kanssa samaan konserniin.¹⁷¹

¹⁶⁹ Osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n laina- ja vakuuskieltojen keskeisimpiä tavoitteita ovat velkojien suojaaminen sekä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden turvaaminen. HE 27/1977 s. 92–93 ja HE 11/1981 s. 6.

¹⁷⁰ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 912.

¹⁷¹ Konsernikäsitettä ei ole suoranaisesti laissa määritelty. Konserni voidaan määritellä kahden tai useamman juridisesti itsenäisen yrityksen muodostamaksi taloudelliseksi kokonaisuudeksi, jossa yhdellä yrityksellä on määräysvalta muihin yrityksiin nähden. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 59.

Yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa Holding-yhtiö A ja Osakeyhtiö B muodostavat yhdessä konsernin. Kahden erillisyhtiön rakenteessa Erillisyhtiö 1 omistaa Osakeyhtiö B:n ja nämä muodostavat niin ikään yhdessä konsernin. Näin ollen vakuudenanto muiden kuin voitonjakokelpoisten varojen rajoissa ja turvaavaa vakuutta vastaan on Osakeyhtiö B:lle lähtökohtaisesti kiellettyä.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kohdalla tämä vaatimus estäisi käytännössä vakuudenannon, sillä Osakeyhtiö B:llä ei ole vakuudenannon edellyttämiä voittovaroja eikä vakuudelle voida myöskään antaa turvaavaa vakuutta.¹⁷² Osakeyhtiölain 12 luvun 7.2 §:n 2-kohdan mukaan vakuudenantokielto ei kuitenkaan koske tilannetta, jossa lähipiiriläinen, jonka puolesta vakuus annetaan, on yhtiön kanssa samaan konserniin kuuluva osakeyhtiö tai siihen rinnastettava ulkomainen yhtiö. Näin ollen osakeyhtiölain vakuudenantokielto ei yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa estä Holding-yhtiö A:ta antamasta osakepanttia tytäryhtiönsä eli Osakeyhtiö B:n velasta.

Synteettisen listautumisannin mahdollistavassa kahden erillisyhtiön rakenteessa tilanne on huomattavasti ongelmallisempi. Vaikka vakuudenantokielto ei osakeyhtiölain 12 luvun 7.2 §:n 2-kohdan mukaan koske samaan konserniin kuuluvaa velallista, Osakeyhtiö B ei voi – ei ainakaan lähtökohtaisesti – kahden erillisyhtiön sisältävässä transaktiomallissa antaa omaisuuttaan emoyhtiön velan vakuudeksi.

Holding-yhtiö A:lle kahden erillisyhtiön rakenteen merkittävin etu on se, että myymällä Osakeyhtiö B:n osakkeet Erillisyhtiö 1:lle se saa joukkovelkakirjalainan tuottamat varat haltuunsa jo transaktion alussa. Suomen yhtiöläinsäädännön kannalta osakemyynti on kuitenkin erittäin ongelmallinen, sillä osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n mukaan *osakeyhtiö ei saa antaa vakuutta siihen tarkoitukseen, että vakuudensaaaja tai tämän lähipiiriin kuuluva hankkisi yhtiön tai samaan konserniin kuuluvan toisen yhteisön osakkeita*. Jos Osakeyhtiö B antaa vakuuden Erillisyhtiö 1:n lainasta, käyttää se varallisuuttaan mahdollistaakseen osakekaupan, jolla vakuudensaaaja hankkii vakuudenantajayhtiön osakkeita. Tämä toimenpide on osakeyhtiölain vastaisena pätemätön. Nyt esitelty ja Englannissa onnistuneesti tehtyihin transaktioihin pohjautuva kahden erillisyhtiön rakenne ei näin ollen sellaisenaan sovellu kotimaisen transaktion malliksi.

Vakuudenanto-ongelman kiertämiseksi transaktiota voitaisiin muokata siten, että Osakeyhtiö B antaisi vakuudet Erillisyhtiö 1:n sijasta suoraan Erillisyhtiö 2:lle niin, että vakuudet turvaisivat joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua.

¹⁷² Koska vakuus annetaan rajoittamattomana velasta, joka on pääomaltaan vähintään kymmeniä miljoonia euroja, ei ole kovin todennäköistä, että operatiivisen yhtiön voittovarot tai turvaavat vakuudet voisivat olla riittäviä.

Tämä ratkaisu on kuitenkin vaikeasti perusteltavissa sen yleisen yhtiöoikeudellisen vaatimuksen kannalta, että osakeyhtiön myöntämän vierasvelkavakuuden tulisi edistää sen liiketoimintaa.¹⁷³ Vaikka vakuuden antaminen edistääkin transaktion toteuttamista, ei sen voitane katsoa edistävän Osakeyhtiö B:n liiketoimintaa, mikä asettaa panttauksen pätevyuden kyseenalaiseksi. Koska vakuudenannon ei tällaisessa tilanteessa voida katsoa tarpeeksi turvaavan sijoittajien maksunsaantia, ei tätä ratkaisua tarkemmin tutkita.

Osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n vakuudenantokieltoa voitaisiin pyrkiä kiertämään myös siten, että Erillisyhtiö 1 ottaisi ulkopuoliselta rahoittajalta lyhytaikaisen lainan (niin kutsuttu bridge-laina), josta saatavat varat käytettäisiin osakekaupan rahoittamiseen. Tämän lainan vakuutena ei olisi Osakeyhtiö B:n varallisuutta, vaan Erillisyhtiö 1 olisi yksin vastuussa lainan takaisinmaksusta. Osakkeiden siirryttyä Erillisyhtiö 1:n omistukseen ottaisi se Erillisyhtiö 2:lta uuden lainan, josta saatavat varat käytettäisiin bridge-lainan takaisinmaksuun. Tämän uuden lainan takaisinmaksun vakuutena olisivat Osakeyhtiö B:n yhtiövarallisuus sekä sen tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat.

Tämänkaltaisessa järjestelyssä Osakeyhtiö B ei anna vakuutta sellaisesta velasta, jonka käyttötarkoituksena on yhtiön osakkeiden hankinta, sillä Erillisyhtiö 2:lta saadut lainavarat on tarkoitus käyttää ulkopuoliselta rahoittajalta saadun bridge-lainan takaisinmaksuun. Kyseessä on kuitenkin välillinen järjestely, joka tosiasiallisesti johtaa samaan lopputulokseen kuin se, että Osakeyhtiö B olisi antanut vakuuden velasta, josta saatavat varat käytetään sen omien osakkeiden hankintaan.¹⁷⁴ Koska osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n vakuudenantokielto on ehdoton, ei esitetyn kaltaista järjestelyä voida pitää tehokkaana tapana kiertää vakuudenantokieltoa.¹⁷⁵

¹⁷³ Vierasvelkavakuuden myöntäminen ei kuulu yhtiölle sallittuun toimintaan, ellei yhtiö nimenomaisesti harjoita tällaista toimintaa. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 658. Osakeyhtiö B:n harjoittama liiketoiminta ei ole luonteeltaan tämänkaltaista.

¹⁷⁴ Ruotsissa, jonka yhtiöainsäädäntö tuntee vastaavanlaisen omien osakkeiden rahoituskiellon, on oikeuskirjallisuudessa katsottu, että lainanantajalla tulee olla todellinen luottoriski (verklig kreditrisk), jottei transaktiota katsottaisi peitejärjestelyksi. Luottoriski on olemassa, jos luotto on ollut ”aito” eli lainanantaja ei ole lainan myöntäessään voinut olettaa, että sen takaisinmaksu tapahtuu viime kädessä ostattavan yhtiön lainaamilla varoilla. *Rodhe* 1993 s. 118.

¹⁷⁵ Rahoitus- ja vakuudenantokielto oli tarkoitettu jo sen säätämisen yhteydessä täydelliseksi, HE 11/1981 s. 6. Rahoittaminen voi tapahtua muullakin tavalla kuin rahalainalla, esimerkiksi yllä esitetyn kaltaisen välillisen järjestelyn avulla. Tällaisen järjestelyn hyväksyminen sotisi vahvasti lain tavoitteita vastaan. Vuonna 1997 tapahtuneen laajan osakeyhtiölain uudistuksen yhteydessä oikeustilaa haluttiin selkeyttää ja näin ollen lain perusteluissa todettiin suoraan, että rahoitus- ja vakuudenantokieltoa tulee tulkita siten, että se kattaa kaikki mahdolliset järjestelyt, joilla rahoitetaan yhtiön omien osakkeiden hankkimista. HE 89/1996 s. 132.

Osakeyhtiölain sisältämän vakuudenantokiellon aiheuttamat ongelmat olisi periaatteessa mahdollista kiertää myös siten, että operatiivisen yhtiön yritys-
muodoksi valittaisiin jokin muu kuin osakeyhtiö, jolloin osakeyhtiölain vakuu-
denantokielto ei koskisi operatiivista yhtiötä.¹⁷⁶ Kyseeseen tulisi tällöin lähinnä
henkilöyhtiö. Tätäkään ratkaisua ei voida pitää kovin käyttökelpoisena, sillä
henkilöyhtiötä käytetään yritysmuotona pääsääntöisesti silloin, kun kyse on
pienestä tai keskisuuresta liiketoiminnasta, jossa osakkaita on vähän ja tappion-
vaara suhteellisen pieni.¹⁷⁷ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa mu-
kana olevan operatiivisen yhtiön toimintaa ei voida pitää tällaisena liiketoimin-
tana.

Suomen ollaan parhaillaan valmistelemassa kokonaan uutta osakeyhtiölakia.
Uudistusten tavoitteena on joustava osakeyhtiölaki, jonka avulla yritykset voi-
vat järjestää toimintansa mahdollisimman tehokkaalla tavalla mutta joka samal-
la takaa riittävän oikeussuojan vähemmistöosakkeenomistajille ja velkojille.¹⁷⁸
Joustavaan lainsäädäntöön tähtäävän uudistuksen yhteydessä ei kuitenkaan
näillä näkymin tulla muuttamaan nykyistä vakuudenantokieltoa, sillä uuden
lain varojen jakamista koskevat säännökset vastaavat periaatteiltaan pääasiassa
voimassa olevan lain 12 luvun säännöksiä. Uuteen lakiin ehdotetaan otetta-
vaksi pääpiirteissään nykyisen lain 12 luvun 3 §:ää vastaava säännös.¹⁷⁹

Vaikka nykyisen osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 § aiheuttaneekin sen, ettei
kahden erillisyhtiön rakenne ainakaan tässä tutkimuksessa esitetyssä muodos-
saan ole käyttökelpoinen kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransak-
tiossa, tarkastellaan rakennetta vielä tutkimuksen myöhemmissä insolvenssi- ja
arvopaperimarkkinaoikeudellisissa jaksoissa.¹⁸⁰ Näin tehdään siitä syystä, että
kahden erillisyhtiön mallin käyttäminen luo erityisesti yrityskaupan rahoitusjär-

¹⁷⁶ Erillisyhtiö 1:n yritysmuodon muuttaminen ei olisi ratkaisu vakuudenantokielto-ongelmaan, sillä osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 § soveltuminen ei edellytä, että vakuudensaajan tulisi olla osakeyhtiö. Näin ollen Erillisyhtiö 1:n yritysmuodon muuttamisella ei voida kiertää vakuudenantokieltoa.

¹⁷⁷ Koski – Immonen 1990 s. 23.

¹⁷⁸ Osakeyhtiölakityöryhmä 2003 s. 44.

¹⁷⁹ Osakeyhtiölakityöryhmä 2003 s. 178 ja 186. Uuden säännöksen ei ehdoteta lähtökohtaisesti koskevan aikaisemmin (ennen rahoitusta) tehtyjä kauppvoja, mikä mahdollistaa esimerkiksi niin sanotut Management Buy Out -järjestelyt. Työryhmämietinnössä kuitenkin nimenomaisesti todetaan, että näissä tapauksissa, kuten muissakin yhtiöjärjestelyissä, on kiinnitettävä huomiota järjestelyn todelliseen luonteeseen, eikä pelkästään siihen, minkälainen muoto järjestelylle on annettu. Osakeyhtiölakityöryhmä 2003 s. 186. Näin ollen voitaneen katsoa, että myös uudessa osakeyhtiölaissa pyritään estämään sellaiset välilliset rahoitusjärjestelyt, joiden tarkoituksena on kiertää vakuudenantokieltoa.

¹⁸⁰ Osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 § ei estä Erillisyhtiö 1:tä antamasta Osakeyhtiö B:n osakkeita saamansa lainan pantiksi. Tämän vakuuden ei kuitenkaan voida katsoa riittävästi turvaavan sijoit-

jestelyissä ostajayhtiölle selviä uusia rahoitusvaihtoehtoja. *Seuraava vakuusoi-
keudellinen osuus koskee osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n vakuudenantokiellon
vuoksi kuitenkin vain yhden erillisyhtiön transaktiorakennetta.*

4.3. Kattavan vakuuskokonaisuuden rakentaminen

Englannin oikeuden mukaisessa arvopaperistamismallissa transaktion ytimenä on niin kutsuttu secured loan -järjestely, jossa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön operatiiviselle yhtiölle myöntämän lainan takaisinmaksun vakuutena on kattava vakuuskokonaisuus (security package). Tähän vakuuskokonaisuuteen pyritään sisällyttämään kiinnitykset ja panttioikeudet yrityksen kaikkeen vakuuskelpoiseen omaisuuteen, floating charge -vakuus nykyiseen ja tulevaan yritysvarallisuuteen, arvopaperistettavaa liiketoimintaa harjoittavan yrityksen osakkeet sekä asiakassopimuksiin liittyvien oikeuksien siirto liikkeeseenlaskijana toimivalle erillisyhtiölle.¹⁸¹

Liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön asema pyritään turvaamaan panttaamalla sille kaikki panttikelpoinen omaisuus, jonka liiketoimintaa harjoittava yritys omistaa. Kattavan vakuuskokonaisuuden rakentamista helpottaa – ja useimmiten sen edellytyksenä lienee – se, että liiketoimintaa harjoittava yritys uudelleenpääomitetään (recapitalisation) siten, ettei sillä ainakaan merkittävässä määrin ole ulkopuolisia panttivelkojia transaktion alkaessa.¹⁸²

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion onnistumisen kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että liiketoimintaa harjoittavan yhtiön ajautuessa konkurssiin tai muuhun maksukyvyttömyysmenettelyyn, on joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevalla erillisyhtiöllä ensisijainen oikeus yhtiövarallisuuteen. Tämä vaatimus on asetettava erityisesti siksi, että operatiivisen yhtiön maksukyvyttömyystilanteessa liiketoimintaa on pyrittävä jatkamaan, ja jos osa yhtiövarallisuudesta kuuluu esimerkiksi panttioikeuden vuoksi ulkopuolisille tahoille, voivat nämä tahot halutessaan estää tai ainakin vaikeuttaa liiketoiminnan jatkamista.

tajien maksunsaantia (esimerkiksi arvon kaksoispanttauksen riski, jota voidaan toki pyrkiä pienentämään jaksossa 4.5. esiteltävien kovenanttien avulla).

¹⁸¹ *Xin* 2000 (b) s. 323. Englantilaisesta arvopaperistamismallista tarkemmin jaksossa 2.3.

¹⁸² Uudelleenpääomituksella tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että liiketoimintaa harjoittavan yrityksen vanhat velat maksetaan pois, mikä myös mahdollistaa vakuuksien vapauttamisen transaktion käyttöön. *Brinkworth* 2002 s. 15. Vanhojen vakuuksien vapauttamisen voidaan katsoa olevan keskeinen osa liiketoiminnan arvopaperistamis-transaktion vakuuskokonaisuuden rakentamista ainakin silloin, jos operatiivisen yhtiön omaisuudesta valtaosa on yhtiön vanhojen velkojen vakuutena.

Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että operatiivisen yhtiön kaikki vakuuskelpoinen omaisuus olisi saatettava sen ja liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön välisen lainan vakuudeksi. Tämä tarkoittaa sitä, että niin operatiivisen yhtiön panttikelpoinen irtain omaisuus kuin myös kiinteistöt sekä rekisteröinti- ja kiinnityskelpoiset kulkuvälineet ja alukset on asetettava liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöltä saadun lainan vakuudeksi. Myös yrityksen panttikelpoinen immateriaalinen omaisuus tulee pantata.¹⁸³ Osakeyhtiö B:n vakuuskelpoisen omaisuuden panttaamisen lisäksi on tärkeää, että sen osakkeet annetaan liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöltä saadun lainan vakuudeksi. Osakepantti mahdollistaa sen, että operatiivisen yhtiön tullessa maksukyvyttömäksi liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö voi panttioikeutensa nojalla siirtää osakkeet omistukseensa ja omistajan ominaisuudessa ryhtyä hallinnoimaan operatiivista yhtiötä.¹⁸⁴ Antamalla Osakeyhtiö B:n osakkeet lainan pantiksi voidaan myös pienentää riskiä siitä, että osakkeiden omistaja (Holding-yhtiö A) disponoisi osakkeista vahingollisella tavalla.¹⁸⁵

Sijoittajien maksunsaannin turvaksi on Osakeyhtiö B:n antamat vakuudet syytä edelleenpantata liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön toimesta siten, että sijoittajien edunvalvojalla on sijoittajien lukuun panttioikeus Osakeyhtiö B:n antamiin vakuuksiin.¹⁸⁶ Irtaimisto-oikeudellisesti kysymys on panttioikeudesta panttioikeuteen, minkä on katsottu olevan sallittua kauppakaaren 10 luvun 6 §:n nojalla.¹⁸⁷ Pantinomistajaa suojaavan lainsäädännöksen mukaan toimenpiteestä on ilmoitettava pantinomistajalle. Panttausta ei myöskään saa tehdä suuremmasta arvosta tai muilla ehdoilla kuin se on ollut edelleenpantinantajalla itsellään. Ilmoitus ei ole tehokkaan edelleenpanttauksen edellytys, mutta sivullisittavuuden saavuttamiseksi julkivarmistus on suoritettava samalla tavoin kuin ensipanttioikeuden perustamisen yhteydessä.¹⁸⁸

Kunkin vakuuslajin panttaus tulee tehdä sitä koskevan säännösten mukaisesti.¹⁸⁹ Vakuuksien perustamisen tilanteessa, jossa yhtiön vanhat velat on makset-

¹⁸³ Näiden varallisuuserien panttaamisella pyritään turvaamaan liiketoiminnan jatkamismahdollisuudet tilanteessa, jossa operatiivinen yhtiö ajautuu konkurssiin. Liiketoiminnan jatkamismahdollisuuksia silmälläpitäen on transaktiosopimuksissa syytä sopia myös siitä, että asiakassopimuksiin liittyvät oikeudet siirtyvät liiketoiminnan jatkajalle. *Xin* 2000 (a) s. 28.

¹⁸⁴ Tästä järjestelystä tarkemmin jaksossa 5.2.

¹⁸⁵ Tällaisia toimenpiteitä voisivat olla osakkeiden myynti tai panttaus ulkopuoliselle taholle, jonka toiminnasta transaktion kannalta edullisella tavalla ei ole takeita.

¹⁸⁶ Sijoittajien edunvalvojasta ja tämän tehtävistä tarkemmin jaksossa 3.4. Arvopaperistamistransaktion yhteydessä edunvalvojalle tehtävän edelleenpanttauksen yhteydessä on syytä huomioida, ettei järjestelyn tehokkuus Suomen lain alaisuudessa ole täysin selvä. *Palkonen* 6.5.2002.

¹⁸⁷ *Havansi* 1992 s. 82.

¹⁸⁸ *Tepora* 1995 (b) s. 186.

¹⁸⁹ Huomioonotettavia säännöksiä sisältyy tällöin muun muassa velkakirjalakiin, maakaaren sekä yrityskiinnitys-, autokiinnitys- ja aluskiinnityslakeihin.

tu ja vakuudet vapautettu, ei lähtökohtaisesti pitäisi olla ongelmallista. Näin ollen tässä jaksossa ei tarkemmin esitellä näiden vakuuksien perustamismenettelyjä. Sen sijaan seuraavassa keskitytään tulevaisuudessa syntyvän saatavan panttausta koskeviin oikeudellisiin kysymyksiin. Näin tehdään siksi, että sijoittajien maksunsaantiturvan kannalta ainakin lähtökohtaisesti keskeisen vakuusmuodon eli tulevaisuudessa syntyvien saatavien panttaamisen osalta oikeustila on Suomessa jossain määrin epäselvä.

4.4. Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen panttaaminen

4.4.1. Yleistä saatavan panttaamisesta

Omaisusobjekti on panttikelpoinen, jos se on yksilöity, luovutus- ja ulosmittauskelpoinen sekä sillä on vaihdannallista varallisuusarvoa.¹⁹⁰ Pantinsaajan kannalta näistä edellytyksistä keskeisin on panttiobjektin varallisuusarvo, sillä vaikka objekti olisi muuten panttikelpoinen, ei siitä ole pantinsaajalle hyötyä, jos se on varallisuusarvoltaan olematon. Toisaalta korkeankin varallisuusarvon omaava objekti on pantinsaajan kannalta hyödytön, jos se ei ole yksilöitävissä ja siten erotettavissa muista vastaavista objekteista. Pantti on yhtäläillä hyödytön, jos se ei ole ulosmittauskelpoinen ja siten siirrettävissä pantinsaajan omistukseen.

Lähes kaikki irtain omaisuus on panttikelpoista sen tyypistä riippumatta. Irtaimen omaisuuden päätyypeiksi voidaan nimetä reaalisineet, saatavat, yhteisöosuudet sekä immateriaalioikeudelliset objektit.¹⁹¹ Näin ollen saatavia voidaan lähtökohtaisesti pitää panttikelpoisina varallisuusobjekteina. Jos saaminen pantataan asianmukaisine julkivarmistuksineen, turvaa se pantinsaajan asemaa velallisen insolvenssitilanteessa.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioissa joukkovelkakirjaan sijoittaneiden maksunsaannin vakuudeksi hankitaan mahdollisimman kattava suoja. Siksi myös liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat (saatavat) on pyrittävä panttaamaan joukkovelkakirjalainan vakuudeksi. Pantattaessa tulevaisuudessa syntyviä saatavia ei panttiobjektia ole panttaushetkellä vielä olemassa, mutta panttaus on kuitenkin rajoitetuin oikeusvaikutuksin mahdollista. Pant-

¹⁹⁰ *Havansi* 1992 s. 68. Nämä yleisluontoiset vaatimukset koskevat pääsääntöisesti omaisuutta oli se kiinteää tai irtainta, aineellista tai aineetonta.

¹⁹¹ *Havansi* 1992 s. 77. Panttikelvottomia ovat esimerkiksi objektit, joiden ei oikeuspoliittisten, lähinnä sosiaalipoliittisten syiden takia katsota olevan sopivia panttauskohteita (esimerkiksi sosiaalisatavat). *Havansi* 1992 s. 87.

tausluvanta sitoo lupaaajaa siinä tapauksessa, että panttaustahdonilmauksen mukainen saatava aikanaan syntyy ja on lupaaajan määräysvallassa.¹⁹²

Jo syntyneet saatavat täyttävät panttiomaisuudelle asetettavat edellytykset ja ellei niiden panttaamista esimerkiksi sosiaalipoliittisista syistä katsota sopimattomaksi, voidaan ne asettaa lainan vakuudeksi.¹⁹³ Syntymättömän saatavan panttaamisesta ei ole annettu erityissääntelyä. Voidaan kuitenkin katsoa, ettei lainsäädäntö kiellä syntymättömän saatavan panttausta, sillä esimerkiksi yritys-kiinnitys koskee myös yrityksen tulevaisuudessa syntyviä saatavia. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta onkin tärkeää selvittää, missä laajuudessa yritys-kiinnityksellä voidaan pantata ansaitsemattomia ja siten vasta tulevaisuudessa syntyviä saatavia sekä sitä, miten yritys-kiinnitys tässä suhteessa turvaa joukkovelkakirjalainasijoittajien maksunsaantia.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion onnistumisen edellytyksenä olevan kattavan vakuuskokonaisuuden kannalta on tärkeää, että yrityksen omaisuuden haetaan yritys-kiinnitys. Yritys-kiinnityslain 1 §:n mukaan elinkeinonharjoittaja voi kiinnittää omistamaansa elinkeinotoimintaan kuuluvan irtaimen omaisuuden ja sen hallintaa luovuttamatta pantata tämän omaisuuden saamisen vakuudeksi. Yritys-kiinnityslain 3 §:n mukaan kiinnityskelpoista on elinkeinonharjoittajan irtain omaisuus. Irtain omaisuus on ymmärretty varsin laajasti käsittäen niin reaalisineet, saatavat, yhteisöosuudet ja immateriaalioikeudelliset objektit.¹⁹⁴

Kiinnityksenhaltijan suojan kannalta merkittävää on se, että yritys-kiinnityslain 4.3 §:n mukaan yritys-kiinnityksen kohteena olevaa omaisuutta ei saa antaa pantiksi muulla tavoin kuin yritys-kiinnityslain säännöksiä noudattaen. Kielto on asetettu, jottei yritys-kiinnityksen vakuusarvoa pyrittäisi tietoisesti heikentämään.¹⁹⁵ Yritys-kiinnityslain 4.3 §:n mukaisen käteispanntikiellon ulkopuolelle on kuitenkin jätetty arvopaperit, arvo-osuudet ja saatavat, joita on mahdollisuus pantata yritys-kiinnityksestä huolimatta.¹⁹⁶ Se, että yritys panttaa arvopaperinsa, arvo-osuutensa ja saatavansa, ei kuitenkaan poista niitä yritys-kiinnityksen pii-

¹⁹² Tällaista tulevaisuudessa syntyvää panttiobjektia voidaan kutsua myös *res futuræ*ksi eli ”tulevaisuusesineeksi”, *Havansi* 1992 s. 71.

¹⁹³ *Havansi* 1992 s. 87.

¹⁹⁴ *Tepora* 1990 s. 867.

¹⁹⁵ *Ojanen – Sutinen* 1991 s. 50. Sinänsähän yritys-kiinnityksen vakuusarvo voi vaihdella voimakkaastikin, sillä yritys-kiinnityslain 9 §:n mukaan yritys-kiinnityksen estämättä kiinnitettyä omaisuutta saa luovuttaa ja käyttää siten kuin normaali liiketoiminta edellyttää. Yritys-kiinnityksen tuottama panttioikeus luovutettuun omaisuuteen lakkaa, mikä laskee ainakin hetkellisesti yritys-kiinnityksen vakuusarvoa.

¹⁹⁶ Poikkeuksen taustalla ovat käytännön syyt, sillä ilman poikkeusta esimerkiksi factoring-rahoituksen käyttö yritys-kiinnityksen rinnalla olisi mahdotonta. *Tepora* 1990 s. 868.

ristä, sillä yritys kiinnitysvelkojalla on näihin toissijainen oikeus.¹⁹⁷

Yrityskiinnityksen ja saatavien erillispanttauksen välisellä suhteella on merkitystä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa. Sijoittajien maksunsaannin kannalta on ensiarvoisen tärkeää, ettei saatavia pantata millegään ulkopuoliselle taholle, sillä toissijainen oikeus saataviin ei ole riittävä vakuus turvaamaan maksunsaantia tilanteessa, jossa maksunsaanti on riippuvainen juuri liiketoiminnan tuottamista kassavirroista.

Operatiivisen yhtiön konkurssissa yritys kiinnityksen kohteena olevalle saatavalle jaetaan ennen muita saatavia velkojien maksunsaantijärjestyksestä annetun lain 5.1 §:n mukaisesti 50 prosenttia kiinnitetyn omaisuuden arvosta sen jälkeen, kun kyseisessä lainkohdassa määritellyt parempisijaiset saatavat on suoritettu. Saatavapantantim haltijalla, jonka saatava kuuluu näihin parempisijaisiin saataviin, on oikeus saada maksu panttioikeuden kohteesta ennen muita saatavia. Näin ollen jo transaktiota suunniteltaessa on pyrittävä varmistumaan siitä, ettei liiketoiminnasta syntyneitä saatavia ole mahdollista erillispantata kolmansille tahoille.¹⁹⁸

Tilanne on vakuusoikeudellisesti ongelmallisempi silloin, kun arvioidaan mahdollisuuksia pantata etukäteen tehokkaasti saatava, joka ansaitaan vasta tulevaisuudessa. Ansaitsemattoman saatavan panttaukselta koskevan erityissääntelyn puuttuessa johtoa joudutaankin hakemaan muista saatavista ja niiden siirtoa sekä panttaukselta koskevista säännöksistä. Sinänsähän ansaitsemattoman saatavan panttaukselta ei ole nimenomaisesti kielletty eikä sille ole asetettu jo ansaitun saatavan panttaukselta poikkeavia vaatimuksia. Lähtökohtaisesti ansaitsemattoman saatava voi täyttää panttiohjettim yksilöinnille, luovutuskelpoisuudelle ja varallisuusarvolle asetetut vaatimukset. Myös tehokkaan panttiohjettim edellytyksenä olevan denuntiaation suorittaminen on useimmiten mahdollista saamisvelallisen ollessa selvillä.¹⁹⁹

4.4.2. Ansaintaperiaate ja saatavan panttikelpoisuus

Ansaitsemattoman saatavan panttaukselta ja sen tehokkuutta suhteessa panttikantajien velkoihin on mahdollista arvioida velkakirjalain 31.1 §:n valossa. Kyseisessä lainkohdassa säännellään tavallisen velkakirjan luovutuksensaajan suo-

¹⁹⁷ Ojanen – Sutinen 1991 s. 51.

¹⁹⁸ Pantantantajan eli operatiivisen yhtiön tekemiä vahingollisia toimenpiteitä voidaan pyrkiä estämään esimerkiksi yhtiöjärjestysmääräyksin ja kovenantein, näistä tarkemmin jaksoissa 3.2.4. ja 4.5.

¹⁹⁹ Havansi 1992 s. 159

jasta luovuttajan velkoihin nähden. Velkakirjalain 31.1 §:n mukaan luovutus ei ole luovuttajan velkojia sitova, jollei joko luovuttaja tai luovutuksensaaja ole ilmoittanut asiasta velalliselle. Velkakirjalain 31.1 § ei erottele saatavia niiden ansaitsemisasteen mukaan vaan kyseinen lainkohta soveltuu sanamuotonsa perusteella lähtökohtaisesti myös tilanteisiin, jossa saatavaa ei ole ansaittu siirtohetkellä.²⁰⁰ Näin ollen on mahdollista katsoa, että ansaitsemattomankin saatavan siirto voisi olla ainakin siirtäjän muita kuin pakkotäytäntöönpanovelkojia sitova, kunhan siirrosta denuntoidaan velalliselle asianmukaisesti.²⁰¹

Poissuljettua ei liene sekään, että etukäteispanttaus voisi ainakin lähtökohtaisesti saada velkakirjalain 31.2 §:n mukaista kollisiosuojaa myöhempää saatavan siirron- tai pantinsaajaa vastaan. Sen sijaan etukäteispanttauksen saaneen tahon kollisiosuoja suhteessa ulosmittaus- ja konkurssivelkojia kohtaan on kyseenalaisempi.²⁰² Ongelmalliseksi muodostuu erityisesti se, että vielä ansaitsematonta saatavaa ei ainakaan lähtökohtaisesti ole katsottu voitavan pitää ulosmittauskelpoisena varallisuusobjektina.²⁰³ Jos saatavan etukäteinen panttaus sallittaisiin pantiksiantajan velkojia sitovasti, voisi pantiksiantajan niin halutesaan siirtää kaikki tulevat ja vielä ansaitsemattomat saatavat pois yleisen velkojatahon ulottuvilta.²⁰⁴

Arvioitaessa ansaitsemattoman saatavan panttikelpoisuutta voitaneen lähtökohtana siis pitää sitä, ettei etukäteinen panttaus suojaa pantinsaajaa pantiksiantajan konkurssi- tai ulosmittausvelkojilta, jos saatavaa ei ollut ansaittu konkurssiinasettamis- tai ulosmittaushetkellä. Ansaitunkin saatavan kohdalla panttauksen sitovuutta on mahdollista pitää kyseenalaisena ainakin siinä tilanteessa, jossa uutta denuntiaatiota ei ole tehty saatavan ansaitsemisen jälkeen.²⁰⁵

Saatavan ansaitsemiseen liittyvää problematiikkaa on Suomessa lähestytty niin kutsutun ansaintaperiaatteen valossa. Tällä on pyritty selkiyttämään sopimuksesta johtuvien saatavien jakoa pantinsaajan ja konkurssipesän välillä. Ansaintaperiaate muistuttaa tausta-ajatuksiltaan Ruotsissa kehiteltyä niin kutsuttua ”frysningprincipen”-käsitettä.²⁰⁶ ”Frysningprincipen” eli ”jäädytysperiaate”

²⁰⁰ *Kaisto* 2001 s. 602.

²⁰¹ Toisaalta VKL 31.1 §:ssä ei myöskään suoranaisesti sanota, että luovutus olisi aina velkojia sitova, jos siitä on asianmukaisesti denuntoitu. *Kaisto* 2001 s. 602.

²⁰² *Havansi* 1992 s. 159

²⁰³ Näin muun muassa *Havansi* 1992 s. 159 sekä *Koulu* 1984 s. 181.

²⁰⁴ *Havansi* 1992 s. 159. Tällöin ei toisin sanoen syntyisi sellaista välitilaa, jolloin ennakkosiirto ei sitoisi ulosmittausvelkojia ja jolloin saatava voitaisiin ulosmitata yleisen velkojatahon saatavien maksuksi. *Koulu* 1984 s. 181.

²⁰⁵ *Havansi* 1992 s. 159.

²⁰⁶ Itse asiassa ”frysningprincipen”-termi ei ole puhtaasti ruotsalaista alkuperää, vaan se on johdettu englantilaisesta oikeudesta, jossa konkurssivarallisuuden sanotaan kristallisoituvan (”floating charge crystallizes”) konkurssipäivänä. *Håstad* 1994 s. 330.

kuvaa sitä tapaa, miten konkurssipesän varallisuus määräytyy riippuen siitä, miten ansaitsemattoman saatavan panttikelpoisuuteen suhtaudutaan.²⁰⁷

”Frynsingsprincipen”-käsitettä käytettiin oikeuskirjallisuudessa arvioitaessa Ruotsin korkeimman oikeuden (HD) tapausta NJA 1973 s. 635. Kyseisessä tapauksessa oli pantattu jo syntyneiden saamisten lisäksi myös vielä ansaitsemattomia saamisia. Osa panttauksista peräytettiin pantiksiantajan konkurssipesään sillä perusteella, että korkein oikeus katsoi panttauksen oikeusvaikutusten alkavan vasta saamisten tultua ansaituiksi.

Ratkaisua on tulkittu siten, että saamisvelalliselle tehty denuntiaatio on tehokas, vaikka saatavaa ei olisi ansaittu denuntiaatiota tehtäessä.²⁰⁸ Näin ollen velkojia sitovan panttauksen edellytyksenä ei ole uusi denuntiaatio saatavan syntymisen jälkeen.²⁰⁹ Panttauksen sitovuus suhteessa muihin velkoihin on kuitenkin sidottu saatavan ansaitsemiseen: pantinsaajalla ei ole etuoikeutta saatavaan, joka ansaitaan vasta konkurssiin asettamisen tai ulosmittauksen jälkeen. Jos saatava ansaitaan vasta pantiksiantajan konkurssiinasettamisen jälkeen, kuuluu saatava konkurssipesälle.²¹⁰

Jos pantatun ja konkurssiinasettamishetkellä ansaitsemattoman saatavan katsottaisiin kuuluvan vakuutena pantinsaajalle, ei konkurssipesällä todennäköisesti olisi suurtakaan intressiä tehdä saatavaa synnyttävää suoritustaan, sillä saatava kuuluisi ansaituksi tultuaan separatistivelkojan asemassa olevalle pantinsaajalle. Koska konkurssipesän varallisuus ei lisäännä, vaikka se ryhtyisi saatavan ansaitsemisen vaatimiin toimenpiteisiin, onkin pesän kannalta edullisempää ”jäädyttää” tilanne eli olla ryhtymättä saatavan ansaitsemisen vaatimiin toimenpiteisiin. Näin on ainakin silloin, jos pantinsaaja ei vastaa toimenpiteiden aiheuttamista kustannuksista.²¹¹

Jos pantattujen ja konkurssiinasettamishetken jälkeen syntyvien saatavien katsottaisiin kuuluvan konkurssipesälle eikä pantinsaajalle, olisi konkurssipesällä huomattavasti suurempi syy jatkaa liiketoimintaa ja siten saatavan ansaitsemista. Näin on erityisesti silloin, kun liiketoiminnan jatkaminen ei edellytä merkittäviä lisäpanostuksia, mutta voi potentiaalisesti kartuttaa pesävarallisuutta huomattavastikin.²¹²

Ansaintaperiaate toimii niissä tapauksissa, joissa konkurssipesä jatkaa alkuperäisen konkurssivelallisen tekemän sopimuksen täyttämistä. Sopimuksesta

²⁰⁷ *Ibidem.*

²⁰⁸ *Kaisto* 2001 s. 599.

²⁰⁹ *Hästad* 1994 s. 330.

²¹⁰ Tämä ansaitseminen edellyttää siis sitä, että konkurssipesä jatkaa saatavan taustalla olevan sopimusveloitteen täyttämistä (ansaitsemista). *Tepora – Takki* 1994 s. 56

²¹¹ *Hästad* 1994 s. 330.

²¹² *Tepora – Takki* 1994 s. 57.

johtuvat saatavat jaetaan tässä tilanteessa konkurssipesän ja pantinsaajan välillä sen mukaan, mikä sopimukseen perustuvan suorituksen valmiusaste oli konkurssiinasettamishetkellä. Ansaintaperiaatteen mukaan pantinsaajalle kuuluu se osa pantatusta saatavasta, jonka voidaan katsoa tulleen ansaituksi ennen konkurssiinasettamishetkeä.²¹³

Ansaintaperiaate luo eräänlaisen välimuodon ansaitsemattoman saatavan panttaamisen sallimisen ja toisaalta sen kieltämisen välille. Lähtökohtana ansaintaperiaatteessakin voidaan katsoa olevan sen, ettei saatava, jota ei ole kokonaan ansaittu, ole panttikelpoinen. Kuitenkin saatava, jota ei ole ennen konkurssia täysin ansaittu, mutta joka konkurssipesän toimin muuttuu täysin ansaituksi, katsotaan panttikelpoiseksi ennen konkurssia ansaitulta osaltaan.²¹⁴ Panttantaajan konkurssiinasettaminen ei siis lopullisesti poista saatavan panttikelpoisuutta.

Suomessa voidaan kuitenkin katsoa olleen vallalla kielteinen kanta ansaitsemattoman saatavan panttaukseen. Kannan taustalla on ajatus siitä, ettei ansaitsemattomaa saatavaa ole pidetty ulosmittauskelpoisena.²¹⁵ Viimeaikaisessa oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin esitetty kannanottoja sen puolesta, ettei ulosmittauskelpoisuudelle tarvitse antaa ratkaisevaa merkitystä.²¹⁶ Onkin perustellusti mahdollista katsoa, ettei ole olemassa – ei ainakaan kovin vahvoja – juridis-teknisiä tai oikeuspoliittisia perusteita kieltää ansaitsemattoman saatavan panttaus, jos panttauksen sivullissitovuus perustuu ansaintaperiaatteeseen.²¹⁷

Mielenkiintoista on, että vaikka ansaitsemattomaa saatavaa ei ainakaan kiistatomaasti ole pidetty ulosmittauskelpoisena, on uudemmassa ulosottokäytännössä ansaitsemattomiakin saatavia ulosmitattu tilanteessa, jossa saatavan syntyperuste tunnetaan ja saatava on riittävällä tavalla yksilöity.²¹⁸ Ongelmaksi ulos-

²¹³ Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa urakkasaatava on pantattu rahoittajalle. Urakoitsija asetetaan konkurssiin tilanteessa, jossa urakan valmiusaste on 80 %. Konkurssipesä suorittaa urakan loppuun ja ansaintaperiaatteen mukaisesti pantinsaaja on oikeutettu saamaan urakkasaatavasta 80 % loppujen varojen kuulussa konkurssipesälle. *Tepora – Takki* 1994 s. 57.

²¹⁴ Sitovan panttioikeuden edellytykseksi on mahdollista asettaa aiemmin esitetyn lisäksi se, että konkurssivelallisen vastapuoli on saanut konkurssivelkoja sitovan oikeuden velallisen suoritukseen. Ilman tätä edellytystä panttivelkojan asema on täysin konkurssihallinnon toimenpiteistä riippuvainen. *Tuomisto* 1995 s. 267. Tämä lisävaatimus on sinänsä perusteltu, mutta samalla se tosiasiallisesti tekee sitovan panttioikeuden saamisen varsin vaikeaksi.

²¹⁵ *Tepora – Takki* 1994 s. 59

²¹⁶ *Kaisto* 2001 s. 601.

²¹⁷ Järkevästi sovellettuna ansaintaperiaatteen ei voitane katsoa olevan panttivelkojen kanssa kilpailevien velkojen intressien vastaista, sillä osa ansaitusta saatavasta tulee konkurssipesän varallisuudeksi. *Tepora – Takki* 1994 s. 60.

²¹⁸ *Tepora – Takki* 1994 s. 60. Itse asiassa lainsäädäntömmekin tuntee mahdollisuuden ulosmitata ansaitsemattomia saatavia, sillä ulosottolain 4 luvun 6–9b sekä 18b–18e §:issä säännelty palkan ulosmittaus koskee tosiasiallisesti vielä ansaitsemattoman saatavan ulosmittausta.

mittaamiselle voi tällöin tosin muodostua se, miten ansaitsemattoman saatavan ulosmittaus vaikuttaa ulosmittausvelallisen vielä tekemättömään vastasuoritukseen. Ainakin tilanteessa, jossa ansaitsemattoman saatavan ulosmittauksesta on seurauksena velallisen käyttörahoituksen tyrehtyminen, ei yrityksellä liene kovin suuria intressejä täyttää tekemätöntä vastasuoritusta.²¹⁹

Korkein oikeus ei ole ennakkopäätöksissään ottanut ansaintaperiaatteeseen suoranaisesti kantaa.²²⁰ Viime vuosikymmenellä korkein oikeus otti kuitenkin välillisesti kantaa ansaitsemattoman saatavan problematiikkaan muutamassa ratkaisussaan, joista seuraavassa arvioidaan tapauksia 1995:133 ja 1996: 113.

Tapauksessa 1995:133 oli kysymys vuokrasopimuksiin perustuvien vuokrasaatavien – niin ennen konkurssia kuin konkurssin jälkeenkin ansaittujen – panttauksesta. Ratkaisun otsikko on seuraava:

”Kiinteistöyhtiö oli pantannut määräaikaisiin liikehuoneiston vuokrasopimuksiin perustuvat vuokrasaatavat rahoitusyhtiölle. Kun kiinteistöyhtiölle kiinteistön omistajana kuuluva oikeus vuokriin oli ulosmitattavissa vain itse kiinteistöä ulosmittaessa, panttaus ei sitonut kiinteistöyhtiön konkurssiin asetettamiensa vuokrasaatavien osalta. Nämä vuokrat kuuluivat siten konkurssipesälle.”

Tapauksessa oli korkeimman oikeuden perustelujen mukaan kysymys siitä, sitovatko kiinteistöön kuuluvista liikehuoneistoista kiinteistön omistajalle maksettavien, tulevien vuokrien panttaukset kiinteistöyhtiön konkurssivelkojia siltä osalta kuin vuokrat ovat kertyneet ja erääntyneet yhtiön konkurssiin asettamisen jälkeen. Kysymyksenasettelu siis viittaisi siihen, että tapauksen ydinkysymys olisi konkurssiinasettamishetkellä vielä ansaitsemattomien saatavien panttauksen sitovuus suhteessa konkurssivelkoihin.

²¹⁹ *Ibidem*. Vähittäispankkitoiminnassa on panttikelpoisiksi saataviksi katsottu muun muassa EU-tuet, joiden panttaus on voitu tehdä jo siinä vaiheessa, kun tukihakemus on vasta jätetty. *Svinhufvud* 28.8.2002. Tilanne on kuitenkin muuttunut pankkien kannalta, sillä Turun hovioikeus katsoi 5.3.2002 asiassa U 01/704 antamassaan ja lainvoimaiseksi tulleessa päätöksessä, että pankille syntyy panttioikeus pantattuihin EU-tukiihin vasta sen jälkeen, kun tukia koskeva valituskelpoinen päätös on annettu tai aikaisemmin tilanteessa, jossa maaseutuelinkeinoviranomainen on valinnut ja siirtänyt tuet maksettaviksi niin, että ne ovat tulleet pantiksiantajien tai pantinsaajan määräysvaltaan. Toisaalta oikeus kuitenkin katsoi, että tuet voidaan ulosmitata vastaisuudessa syntyvänä saatavana jo ennen edellä mainittuja ajankohtia. Turun hovioikeuden päätös on mielenkiintoinen, mutta laajempien ansaitsemattoman saatavan panttausta koskevien johtopäätösten tekeminen sen pohjalta ei liene mahdollista sen vuoksi, että päätös koskee vain EU-tukien panttausta.

²²⁰ Itä-Suomen hovioikeus on perustanut ratkaisunsa S 90/271 ansaintaperiaatteelle, *Tuomisto* 1996 s. 194. Koska kysymyksessä ei ole korkeimman oikeuden ennakkoratkaisu, ei ratkaisusta voitane kuitenkaan suoraan tehdä sitä johtopäätöstä, että ansaintaperiaate on hyväksytty ratkaisuperuste suomalaisessa tuomioistuinkäytännössä.

Mainitusta korkeimman oikeuden ratkaisunsa perusteluissa esittämästä kysymyksenasettelusta huolimatta ei ratkaisussa otettu kantaa ansaintaperiaatteen mukaiseen panttauksen sitovuuteen vaan kiinteistöpanthinaltijan ja vuokrasaatavien pantinsaaajan väliseen etusijajärjestykseen.²²¹ Ratkaisua voidaan tulkita siten, että kiinteistöpanthinaltijalla on aina etusija pakkotäytäntöönpanovaiheen jälkeen kertyneisiin vuokrasaataviin.

Korkeimman oikeuden ratkaisua on mahdollista tulkita siis siten, että sillä haluttiin ohjata kiinteistöpanthin käyttämiseen.²²² Näin ollen ratkaisussa ei ole otettu yleisemmin kantaa siihen, voidaanko ansaitsemattomia saatavia pantata ja jos voidaan, tulee ko tämän tapahtua esimerkiksi ansaintaperiaatteen mukaisesti. Ratkaisusta voitaneen kuitenkin tehdä se johtopäätös, että vaikka ansaitsemattoman saatavan panttaus olisikin konkurssipesää sitova, väistyy panttioikeus kiinteistöpanthinaltijan oikeuden tieltä, jos pantatut saatavat ovat kiinteistön vuokrasaatavia.²²³

Ansaintaperiaatteen mukaista argumentaatiota sivutaan myös korkeimman oikeuden ratkaisussa 1996:113, jonka otsikko on seuraava:

”Varustamo oli tilannut aluksen telakkayhtiöltä. Loppukauppahinta oli suoritettava, kun alus oli valmistunut. Omistusoikeus siirtyi tilaajalle, kun alus oli luovutettu sille. Telakkayhtiö panttasi kauppahintasaatavansa Valtiontakuukeskukselle yhtiölle myönnetyin valtiontakauksen vakuudeksi. Telakkayhtiö joutui konkurssiin ennen aluksen valmistumista. Konkurssipesä, joka ei sitoutunut tilaussopimukseen, myi keskeneräisen aluksen rungon varustamolle erikseen sovitusta kauppahinnasta. Panttaus ei koskenut viimeksi mainittua kauppahintaa.”

Tapauksessa panttauksen kohteena olivat kauppahintasaatavat, joiden perusteenä oli telakan ja toisaalta varustamon välinen laivanrakennussopimus. Telakkayhtiön konkurssipesä ei jatkanut laivanrakennusta vaan laivanrakennussopimus purkautui. Näin ollen panttioikeuden kohdetta ei enää ollut olemassa eikä panttauksen myöskään katsottu kattavan keskeneräisen rungon kauppaa koskevaa kauppahintasaatavaa. Panttioikeuden kattavuuden kannalta vailla merkitystä oli myös se, että konkurssipesään kuuluvien laivanrunkojen rahaksimuutossa niiden ostajina olivat alkuperäiset tilaajat.

Tilanne olisi muuttunut ansaintaperiaatteen kannalta mielenkiintoisella tavalla, jos laivanrakennussopimus ei olisi purkautunut vaan varustamot olisivat

²²¹ Tammi 1996 s. 110.

²²² Kaisto 2001 s. 609.

²²³ Tapauksessa oli näin ollen kysymys siitä kenelle kiinteän omaisuuden tuotto kuului. Irtaimen omaisuuden kohdalla lähtökohtana voidaan pitää sitä, ettei vuokratuotto kuulu vuokratiokeen ulosmittauksen piiriin. Kaisto 2001 s. 625.

ostaneet laivanrungot vanhan sopimuksen perusteella, mutta alunperin sovittua alhaisemmasta, alusten valmiusastetta vastaavasta hinnasta. Tällöin voitaisiin katsoa, että laivanrakennussopimukset olisivat yhä voimassa eivätkä panttauksen kohteena olevat kauppahintasaatavat siten rauenneet.

Jos tässä tilanteessa ansaintaperiaatteen mukaisesti katsottaisiin, että ennen konkurssiinasettamishetkeä syntyneet saatavat kuuluvat pantinsaajalle, kuuluisi konkurssipesän keskeneräisestä laivanrungosta saama kauppahinta kokonaisuudessaan pantinsaajalle. Näin olisi ainakin silloin, jos konkurssipesän ei voitaisi omilla toimillaan katsoa kartuttaneen kaupan kohteena olevan omaisuuden arvoa konkurssiinasettamishetken jälkeen. Tilanne ei välttämättä olisi kohtuuton konkurssipesänkään kannalta, jos kaupan kohteena olevan omaisuuden myynnillä pystyttäisiin saamaan säästöjä konkurssipesälle.²²⁴

Ansaintaperiaatteen mukaan saatava, jota ei ole ennen konkurssia täysin ansaittu, mutta joka konkurssipesän toimin muuttuu täysin ansaituksi, katsotaan panttikelpoiseksi ennen konkurssia ansaitulta osaltaan. Pantinhaltijan kannalta olisi erittäin edullista, jos saatavan tulkittaisiin tulleen ansaituksi siinä vaiheessa, kun konkurssipesä tekee saatavan – siis vaillinaisen valmiusasteen vuoksi alun perin sovittua alhaisemman – syntymisen edellytyksenä olevan suorituksen. Tässä tilanteessa pantti ei olisi täysin arvoton, vaikka konkurssipesä ei jatkaisikaan saatavan ansaitsemista.²²⁵

Jos ansaintaperiaatetta voitaisiin tulkita tällä tavoin hieman laajemmin, parantaisi se saatavapantinhaltijan asemaa velallisen konkurssitilanteessa. Koska tulkinta ei perustu oikeuskäytäntöön ja toisaalta koska ansaintaperiaatteen hyväksyttävyyteen ylipäätään ei ole lainsäädännössä otettu kantaa, ei ansaitsemattoman saatavan pantinhaltijan asemaa voida ainakaan nykyisessä oikeudellisessa ympäristössä pitää kovinkaan vahvana.

4.4.3. Liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen panttaaminen

Tutkimuksen kohteena olevassa yhden erillisyhtiön transaktiorakenteessa panttausproblematiikan kohteena on operatiivisen yhtiön tuottamien kassavirtojen panttaaminen sen liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöltä saaman lainan ja sitä kautta edelleen joukkovelkakirjalainan vakuudeksi. Ansaintaperiaatteen soveltaminen

²²⁴ Näin voi olla esimerkiksi silloin, jos omaisuuden varastointimenot nousevat pesän kannalta huomattavan korkeiksi.

²²⁵ Edellytyksenä tällaiselle tulkinnalle voidaan pitää sitä, että suoritteen täyttämisen taustalla oleva sopimus ei ole purkautunut (arg. KKO 1996:113).

on liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion vakuuskokonaisuuden kannalta lähtökohtaisesti merkityksellinen asia, pyritäänhän saatavien ansaitsemista jatkamaan myös konkurssiinasettamishetken jälkeen.²²⁶ Näin ollen sellaiset pantinhaltijat, joiden panttioikeuden kohteena olevia saatavia ei vielä ennen konkurssia olisi täysin ansaittu, saisivat ansaintaperiaatteen mukaisen osuutensa syntyneistä saatavista.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta merkillepantavaa on se, että vakuudet pyritään mahdollisimman laajasti keskittämään sijoittajien turvaksi. Näin ollen saatavapanttien – niin ansaittujen kuin ansaitsemattomienkin – kanssa mahdollisesti kilpailevat vakuustyytit ovat hyvin suurella todennäköisyydellä saman tahon hyväksi myönnettyjä. Jos yritys ajautuu konkurssiin, on tilanne siis siinä mielessä yksinkertainen, että riippumatta ansaintaperiaatteen soveltamisesta tulevat konkurssipesän jatkaman liiketoiminnan tuottamat varat ainakin hyvin suurelta osin pantinsaajataholle. Näin on siksi, että selkeästi merkittävin konkurssivelkojaryhmä on itse asiassa sama taho kuin saatavapantinhaltija (joukkovelkakirjasijoittajat).

Näin ollen tilanne on se, että joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu ei ole suoranaisesti riippuvainen siitä, onko liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamat saatavat Suomen lainsäädännön alaisuudessa mahdollista pantata joukkovelkakirjalainaan sijoittaneiden hyväksi. Sijoittajien kannalta on kuitenkin ensiarvoisen tärkeää, että jos ansaitsemattomia saatavia voidaan edes jossain mitassa pantata, tulee nämä panttaukset hankkia heidän hyväkseen.²²⁷ Jos näin ei tapahdu, voi osa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun käytettävistä varoista kanoitua jollekin kolmannelle osapuolelle, jolle on annettu panttioikeus liiketoiminnan tuottamiin saataviin.

Ansaitsemattoman saatavan panttaamisen yhteydessä on tärkeää ottaa huomioon myös takaisinsaannin mahdollisuus tilanteessa, jossa vakuudenantaja eli operatiivinen yhtiö ajautuu konkurssiin. Erityishuomiota on syytä kiinnittää takaisinsaantilain 14 §:ään, jonka mukaan velallisen myöhemmin kuin kolme

²²⁶ Transaktion ollessa vielä kesken on todennäköistä, että jo osaksi ansaittujen saatavien lisäksi konkurssipesän on hankittava myös uusia lisäsaamisia kyetäkseen tuottamaan joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun edellyttämät kassavirrat. Näin ollen kenties vain murto-osa saatavien pääomista on ansaintaperiaatteen valossa panttikelpoista omaisuutta.

²²⁷ Panttaukset tulevat tehtäväksi soveltuvin osin saatavan panttausta koskevien sääntöjen mukaan. Näistä tarkemmin jaksossa 2.2. Oman problematiikkansa ansaitsemattomien saatavien panttaamiseen tuo toki se käytännön ongelma, ettei tulevien velallisten identiteetti useinkaan ole tiedossa, mikä vaikeuttaa ennakkollisen denuntiaation tekemistä. Koska kysymyksessä on lähinnä käytännön tason eikä niinkään juridinen ongelma, ja toisaalta koska liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa potentiaaliset velalliset saatetaan usein varsin tarkasti ennakolta nimetä (operatiivisen yhtiön asiakaskunta), jätetään velallisten identiteettiä koskeva ongelma tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

kuukautta ennen määräpäivää²²⁸ velastaan luovuttama vakuus peräytyy, jos sellaisesta ei ollut sovittu velan syntyessä tai vakuusoikeuden kannalta merkityksellisiä toimia ei ole suoritettu ilman aiheetonta viivytystä velan syntymisen jälkeen. Pantattaessa ansaitsemattomia saatavia panttioikeus syntyy saatavan ansainnan yhteydessä, joka voi tapahtua ja useimmiten tapahtuukin vasta velaksiannon jälkeen.

Takaisinsaantilain 14 §:n edellytyksen vakuudesta sopimisesta velan syntymiseen mennessä voidaan katsoa täyttyvän, jos vakuussopimus solmitaan luottosumman luovuttamisen yhteydessä. Vakuusoikeus voi syntyä velkasuhdetta myöhemminkin, mutta näissä tilanteissa luottosopimuksen osapuolten tulee mahdollisimman pian huolehtia vakuusoikeuden perustamiseksi tarpeellisista toimista. Vakuusoikeuden perustamisen viivytyksettömyyttä tutkittaessa voidaan ottaa huomioon tapauksittain vakuustyyppi, vakiintuneet menettelytavat ja kulloinkin vallitsevat olosuhteet.²²⁹

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kohdalla vakuuksista sovitaan velan syntymiseen mennessä. Vakuusoikeuden perustamisen viivytyksettömyyttä arvioitaessa huomioonotettavat seikat tukevat sitä tulkintaa, ettei vakuutta voitaisi peräyttää operatiivisen yhtiön konkurssipesään, sillä vakuustyyppin (ansaitsematon saatava) perustaminen ei ole mahdollista vielä velan syntymisen aikana. Lisäksi vakuustyyppin voidaan katsoa olevan transaktiolle tyypillinen, joten vakiintuneita menettelytapoja ja olosuhteita koskevat arviointiperusteet puhuvat sen puolesta, ettei vakuutta tule peräyttää.²³⁰ Jos tulevalle saamisvelalliselle on vielä asianmukaisesti ilmoitettu ansaitsemattoman saatavan panttauksesta, on tämä lisäksi vahva argumentti sen puolesta, ettei ansaitsemattoman saatavan panttausta tule takaisinsaantilain 14 §:n perusteella peräyttää.²³¹

Englannissa tehtyjen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioiden yhtenä keskeisimpänä vakuutena ovat liiketoiminnan tulevaisuudessa synnyttämät kas-

²²⁸ Määräpäivällä tarkoitetaan takaisinsaantilain 2.1 §:n mukaan päivää, jolloin konkurssihakemus tehtiin tuomioistuimelle.

²²⁹ HE 102/1990 s. 62.

²³⁰ Tyypillisyyttä ei toki voida perustaa Suomessa vakiintuneille menettelytavoille ennen kuin on tehty useampia suomalaisia liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioita. Ennen näitä mahdollisesti tehtäviä transaktioita tietoa menettelytapojen tyypillisyydestä voidaan saada ulkomaisista liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioista. Tämän tiedon sitovuustaso esimerkiksi mahdollisessa oikeudenkäynnissä ei kuitenkaan liene kovin korkea.

²³¹ *Tepora – Takki* 1994 s. 133. Yleisempänä perusteena peräyttämisen torjumiselle voidaan pitää sitä, että takaisinsaantilain keskeisenä tavoitteena on suojata yleistä velkojatarhaa velallisen sopimattomilta oikeustoimilta, HE 102/1990 s. 7. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa pyritään siihen, että ylivoimaisesti merkittävimpiä ja optimaalisissa tilanteissa ainoana konkurssi-velkojana ovat joukkovelkakirjasijoittajat, joiden edun mukaista ei ole peräyttää heille myönnettyä vakuutta.

savirrat. Englannin yhtiöoikeudellinen perussäädös, vuoden 1985 Companies Act, mahdollistaa tulevien saatavien panttaamisen siten, että panttaus astuu voimaan välittömästi saatavan synnyttyä edellyttämättä panttaajalta tai pantin-saajalta lisätoimenpiteitä.²³² Panttioikeuden sitovuus on siis Englannissakin sidottu saatavan syntymiseen ja konkurssiinasettamisen jälkeen syntyneet saatavat ovat kokonaisuudessaan muita velkojia sitovasti panttattuja.²³³

Jos saatavan syntyminen kuitenkin edellyttää konkurssipesän toimenpiteitä, eivät nämä konkurssipesän synnyttämät saatavat kuulu enää panttauksen piiriin.²³⁴ Näin ollen Englannissa voidaan katsoa sovellettavan ansaintaperiaatetta muistuttavaa suhtautumista ansaitsemattoman saatavan panttaamiseen. Toisin kuin Suomessa, on tämä suhtautumistapa oikeuskäytännössä laajasti hyväksytty ja ansaitsematon saatava on siten pantinsaajan maksunsaannin kannalta ennakoitava ja näin ollen turvaava vakuusobjekti.

Kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamien saatavien panttauksen ei voida katsoa turvaavan sijoittajien maksunsaantia tarpeeksi kattavasti.²³⁵ Näin on erityisesti vallitsevan, ansaitsemattoman saatavan panttauksen kannalta epäselvän oikeustilan vuoksi, mikä aiheuttaa sen, ettei kassavirtojen voida katsoa nousevan vakuusarvoltaan kovinkaan korkealle. Näin ollen sijoittajien maksunsaannin turvaamiseksi on perustettava aiemmin mainituin tavoin mahdollisimman laajat vakuudet liiketoimintaa harjoittavan yrityksen muuhunkin varallisuuteen kuin vain tuleviin saataviin. Yrityksen uudelleenpääomituksen johdosta kattavien vakuuksien saamisen ei pitäisi muodostua merkittäväksi ongelmaksi.

4.5. Ulkopuolinen luottotuki ja riskinhallinta kovenanteilla

Saadakseen joukkovelkakirjalainalle parhaan mahdollisen luottoluokituksen on liikkeeseenlaskijan hankittava transaktiolle ulkopuolista luottotukea sekä tehtävä lisävakuusjärjestelyjä. Tavoitteena on sijoittajien maksunsaannin turvaaminen myös tilanteissa, joissa arvopaperistettavan liiketoiminnan kassavirrat eivät kerry suunnitellulla tavalla tai jokin muu ulkoinen seikka vaarantaa joukkovel-

²³² Tulevien saatavien panttaamisesta Englannin oikeusjärjestelmän alaisuudessa tarkemmin jaksossa 2.3.

²³³ *Wood* 1995 (a) s. 42.

²³⁴ *Ibidem*.

²³⁵ Tämän vuoksi sijoittajien maksunsaantiturvaa tulee parantaa muun muassa siten, että erillisyyhtiön lainasaatavan vakuudeksi haetaan yritysikiinnitys ja operatiivisen yhtiön ja erillisyyhtiön väliin lainasopimukseen sisällytetään vakuudenantokieltoehto (negative pledge). Vakuudenantokieltoehdosta tarkemmin jaksossa 4.5.

kakirjalainan takaisinmaksun.²³⁶ Merkittävimmät uhkatekijät, jotka voivat vaarantaa takaisinmaksun, on mahdollista luokitella seuraavasti: luottoriski, korko- ja valuuttariskit, likviditeettiriski, kuluriski, uudelleenrahoitus- ja uudelleeninvestointiriski sekä suoritusriski.²³⁷

Luottoriskillä tarkoitetaan sitä tappionvaaraa, joka syntyy, jos joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun käytettäviä saatavia ei pystytä keräämään siksi, ettei saatavavelallinen kykene ajallaan vastaamaan velvollisuuksistaan.²³⁸ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa luottoriski kohdistuu liiketoimintaa harjoittavan yrityksen asiakassaataviin.²³⁹ *Korkoriski* on olemassa, jos saatavien ja toisaalta liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan korkoperusteet määräytyvät eri tavalla. Näin on esimerkiksi silloin, jos saatavista muodostuvat kassavirrat määräytyvät kiinteän korkokannan perusteella liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan ollessa vaihtuvakorkoinen.²⁴⁰ *Valuuttariski* syntyy vastaavalla tavalla tilanteessa, jossa joukkovelkakirjalaina on liikkeeseenlaskettu eri valuutassa kuin mitä takaisinmaksuun käytettävät saatavat ovat.²⁴¹

Kuluriski, jolla tarkoitetaan transaktiokustannusten yllättävää kasvua, voi monimutkaisessa järjestelyssä – kuten liiketoiminnan arvopaperistaminen – olla ainakin lähtökohtaisesti merkittävä.²⁴² Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa, jossa liiketoiminnan kassavirtojen kertyminen saattaa olla hyvinkin epätasaista, kuluriskiä huomattavasti suurempia uhkatekijöitä ovat kuitenkin likviditeetti- ja uudelleeninvestointiriskit.

Likviditeettiriskillä (uudelleenrahoitusriskillä) kuvataan arvopaperistamistransaktioiden yhteydessä sitä tilannetta, joka syntyy, jos joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun ja toisaalta takaisinmaksuun käytettävien kassavirtojen kertyminen tapahtuu eri tahtiin siten, ettei arvopaperistettuja saatavia pystytä muuntamaan likvidiin muotoon joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun edellyttämällä tavalla.²⁴³ *Uudelleeninvestointiriski* on luonteeltaan lähellä likvidi-

²³⁶ Seuraavassa esityksessä käytetään ulkopuolisen luottotuen ja lisävakausjärjestelyjen yhteisenä kuvaajana nimitystä luottotukikeinot.

²³⁷ Wood 1995 (c) s. 56–58 sekä Nydrén 1995 s. 73–74.

²³⁸ Anttila 1996 s. 235.

²³⁹ Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa on mahdollista, että myös Erillisyhtiö 1 on luottoriskin kohde, sillä se saattaa olla kyvytön maksamaan takaisin Erillisyhtiö 2:lta saamaansa lainaa, vaikka liiketoiminnan tuottamat saataisiinkin kerättyä suunnitellulla tavalla. Erillisyhtiö 1:n kohdalla yhtiökohtainen maksukyvyttömyys aiheutunee lähinnä uudelleeninvestointiriskistä.

²⁴⁰ Wood 1995 (c) s. 57.

²⁴¹ Leppiniemi – Puttonen 1996 s. 45. Arvopaperistamisjärjestelyiden yhteydessä kysymys on usein niin kutsutusta transaktioriskistä, joka syntyy yrityksen sopimus pohjaisten kassavirtojen (myyntisaatavat, lainanlyhennykset) ollessa määriteltynä useammassa eri valuutassa.

²⁴² Wood 1995 (c) s. 56.

²⁴³ Nydrén 1995 s. 73

teettiriskiä, sillä se syntyy tilanteessa, jossa takaisinmaksuun käytettävä korkea-tuottoinen saatava maksetaan ennaikaisesti eikä saatuja varoja pystytä investoimaan ennen joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua sellaiseen kohteeseen, jonka tuotto vastaisi ennaikaisesti maksetun saatavan antamaa tuottoa.²⁴⁴ Tällaisessa tilanteessa takaisinmaksuun käytettävät varat ovat ennakoitua pienemmät.

Suoritusriski on liiketoiminnan arvopaperistamisen kannalta keskeinen, mutta toisaalta vaikeasti poistettava riski. Suoritusriskillä tarkoitetaan sitä, että jokin arvopaperistamisen keskeisistä osapuolista ei suorita tehtäviään asianmukaisesti.²⁴⁵ Transaktiossa mukana olevien yhtiöiden osalta suoritusriskiä voidaan pyrkiä pienentämään aiemmin mainituin tavoin muun muassa yhtiöoikeudellisin määräyksin, mutta kyseisillä määräyksillä ei suoritusriskiä voida kokonaan poistaa. Toisaalta suoritusriskin suuruus on käytännössä riippuvainen mukana olevien yhteisöjen omasta tahdosta ja transaktioon ryhdyttäessä lähtökohtana on voitava pitää sitä, että transaktioon osalliset tahot eivät omilla toimillaan vaaranna sijoittajien maksunsaantia. Näin ollen seuraavassa keskitytäänkin muiden riskien kuin suoritusriskin minimointiin käytettäviin luottotukekeinoihin.

Liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö hankkii ulkopuolista luottotukea edellä mainittujen riskien pienentämiseksi ja sitä kautta sijoittajien maksunsaannin turvaamiseksi.²⁴⁶ Yleisimpiä arvopaperistamistransaktioissa käytettyjä luottotukimuotoja, joiden voidaan katsoa soveltuvan myös liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioon, ovat arvopaperistettavan varallisuuserän ylivakuudellisuus (overcollateralisation), alkuperäisen velkojan omavastuu, joukkovelkakirjalainan jakaminen eri maksunsaantiluokkiin (credit tranching), lisärahasot (reserve funds), ulkopuolisten tahojen myöntämät takuut, pankkitakaukset ja swap-sopimukset sekä ylimääräiset maksuvarannot (liquidity facilities).²⁴⁷

²⁴⁴ Likviditeetti- ja uudelleeninvestointiriskien yhteisenä yläotsikkona voisi olla rahoitusriski, joka syntyy maturiteettitransformaatiosta eli siitä, että rahoituksenvälittäjän varainhankinta ja toisaalta sijoitukset eroavat maturiteeteiltaan. *Anttila* 1996 s. 249.

²⁴⁵ *Nydrén* 1995 s. 74.

²⁴⁶ Kahden erillisyhtiön rakenteessa luottotukekeinoja käytetään kummankin erillisyhtiön kohdalla. Pääpaino on kuitenkin liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön käyttämällä luottotukekeinoilla, koska sijoittajien mielenkiinto kohdistuu ensisijaisesti ja pääosin juuri liikkeeseenlaskijaan. *Xin* 2000 (a) s. 27.

²⁴⁷ *Palin* 1997 s. 638–639 sekä *Wenman* 1991 s. 167–171. Luottotukekeinot on mahdollista jakaa sisäisiin ja ulkoisiin luottotukekeinoihin. Sisäiset luottotukekeinot perustuvat arvopaperistettaviin saataviin ja niihin liittyviin vakuuksiin, kun taas ulkopuolisilla keinoilla tarkoitetaan kolmannen osapuolen myöntämää luottotukea. *Henderson* 1997 s. 58. Nyt mainituista luottotukimuodoista sisäisiä ovat ylivakuudellisuus, maksunsaantiluokkiin jakaminen sekä lisärahasot muiden ollessa ulkoisia luottotukimuotoja.

Perinteisessä arvopaperistamistransaktiossa *ylivakuudellisuudella* tarkoitetaan sitä, että erillisyhtiölle myytävä saatavapooli on pääomamäärältään suurempi kuin mitä tarvitaan erillisyhtiön liikkeeseenlaskeman joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun. Ylivakuudellisuus toteutetaan useimmiten siten, että saatavakanta myydään alihintaan, jolloin originaattori ei saa vastikkeena saatavakannan arvoa vastaavaa määrää. Tätä kauppahinnan ja saatavakannan todellisen arvon välisestä erotuksesta koostuvaa osuutta voidaan käyttää puskurina tulevaisuudessa mahdollisesti toteutuvia luottotappioita vastaan.²⁴⁸

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa ei tapahdu saatavakannan kauppaa eikä ylivakuudellisuuden toteuttaminen alihintaisella kaupalla ole näin ollen mahdollista. Ylivakuudellisuutta vastaava luottotappiopuskuri on kuitenkin mahdollista muodostaa siten, että liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan pääoma-arvo lasketaan liiketoiminnan joukkovelkakirjalainan juoksuajan aikana tuottamien kassavirtojen yhteenlasketun arvon alle. Koska näiden kassavirtojen ennustettavuus on olennaisesti heikompi kuin perinteisessä arvopaperistamisessa, ei ylivakuudellisuudella kuitenkaan ole yhtä suurta merkitystä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa kuin sillä on ennalta yksilöidyn saatavakannan arvopaperistamisessa.²⁴⁹

Luonteeltaan lähellä ylivakuudellisuusjärjestelyjä olevat *lisärahasuojajärjestelyt* voivat sen sijaan olla hyvinkin käyttökelpoisia liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa. Lisärahasuojat perustetaan perinteisessä arvopaperistamisessa siirtämällä osa saatavakannan tuottamista varoista rahastoihin, joita voidaan käyttää puskurina mahdollisia tulevia luottotappioita vastaan.²⁵⁰ Liiketoiminnan arvopaperistamisessa lisärahasuojien perustaminen on järkevää silloin, jos liiketoiminnan tuottamat kassavirrat ovat odottamattoman suuret eikä kaikkia erillisyhtiölle siirtyviä varoja ole mahdollista käyttää suoraan joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun.²⁵¹

Perinteisessä saatavakannan arvopaperistamistransaktiossa alkuperäinen velkoja eli originaattori voi turvata sijoittajien maksunsaantia esimerkiksi antamalla *omavelkaisen takauksen*, joka voidaan määrätä kattamaan toteutuvat luottotappiot kokonaisuudessaan tai tietyin osin.²⁵² Liiketoiminnan arvopaperista-

²⁴⁸ *Palin* 1997 s. 638.

²⁴⁹ Näin on lähinnä siksi, että kassavirtojen potentiaalisesti volatiilin luonteen vuoksi luottopuskurin suuruutta on vaikeampi ennustaa ja näin ollen kyseisen puskurin merkitys sijoittajien maksunsaannin turvana on vähäisempi kuin perinteisessä arvopaperistamisessa.

²⁵⁰ *Henderson* 1997 s. 60.

²⁵¹ Jos rahastointiajasta odotetaan pitkää, on syytä harkita rahastovarojen sijoittamista johonkin turvalliseen ja tuottoisampaan kohteeseen. Varoista saatavilla lisätuotoilla voidaan kasvattaa maksukyvyttömyyspuskuria.

²⁵² *Palin* 1997 s. 638.

mistransaktiossa on järkevämpää, että takauksen antajana on originaattorin (Osakeyhtiö B) sijasta tämän emoyhtiö (Holding-yhtiö A), jolla on todennäköisesti huomattavasti paremmat edellytykset takauksen antamiseen kuin originaattorilla, jonka yritysvarallisuus on jo kokonaisuudessaan vakuutena erillisyhtiön antamasta lainasta.²⁵³

Jakamalla joukkovelkakirjalaina maksunsaannin suhteen eri etuoikeuden omaaviin luokkiin (senior- ja junior-luokat) voidaan parempietuoikeuksisia joukkovelkakirjaloukkia merkinneiden sijoittajien takaisinmaksuturvaa nostaa, sillä erillisyhtiön varojen ollessa liian vähäiset kaikkien korkojen ja lyhennysten takaisinmaksuun ohjataan varat ensisijaisesti muille kuin junior-lainojen merkitsijöille.²⁵⁴

Joukkovelkakirjalainan jakaminen eri maksunsaantiluokkiin soveltuu hyvin käytettäväksi myös liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa. Itse asiassa useamman eri maksunsaantiluokan käyttö saattaa olla edellytys onnistuneelle joukkovelkakirja-annille. Liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen volatiilinen luonteeseen – ainakin verrattuna perinteisen arvopaperistamisen useimmiten varsin tasatuottoiseen saatavakantaan – vuoksi olisi vain yhden maksunsaantiluokan laina varsin riskialtis siksi, että kassavirtojen heilahtelujen aiheuttama riski jouduttaisiin jakamaan kaikkien sijoittajien kesken. Tämä todennäköisesti nostaisi joukkovelkakirjalainalta vaadittavaa kokonaiskorkoa verrattuna siihen, että riski kohdennettaisiin tiettyihin heikompietuoikeuksisiin luokkiin.²⁵⁵

Ulkopuolisista luottotukikeinoista tärkeimpiä ovat joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskevalle erillisyhtiölle myönnettävät *luottovakuutukset ja takaukset*. Vakuutuksia ja takauksia pyritään hankkimaan useimmiten ulkopuolisilta tahoilta eikä siis esimerkiksi originaattorilta, koska hyvän luottoluokituksen edellytyksenä on, että luottotuenantajien omat luottoluokitukset ovat korkeita.²⁵⁶

Liiketoiminnan arvopaperistamisen osalta yksi keskeisimmistä luottotuen muodoista on kolmannen tahon erillisyhtiölle myöntämä *maksuvalmiustuki (liquidity facility)*. Yleisimmin maksuvalmiustukena käytetään luottolaitoksen myöntämää pankkitakausta, joka lankeaa maksettavaksi erillisyhtiön varojen

²⁵³ Näin on tehty esimerkiksi Thistle-hotelliketjun arvopaperistamistransaktiossa, jossa emoyhtiö on antanut rajatun takauksen sijoittajille. Takaus on rajattu 41,55 miljoonaan puntaan vuodessa. Legal Media Group International Finance Newsletter, May 19 2002.

²⁵⁴ Koska junior-lainojen merkitsijät kantavat suurempaa riskiä, vaativat he toki sijoituksilleen myös korkeampaa tuottoa.

²⁵⁵ Vaikka heikkoetuoikeuksisilta lainoilta vaaditaankin tavallista korkeampaa korkoa, voidaan niiden käytöllä alentaa joukkovelkakirjalainan kokonaiskustannuksia. *Henderson* 1997 s. 59. Kokonaiskustannuksista lisää alaviitteessä 77.

²⁵⁶ Perinteisen arvopaperistamisen kohdalla ulkopuolisten luottotuenantajien käytöllä pyritään myös varmistamaan, ettei transaktion katsota oleva true sale –opin vastainen. *Wood* 1995 (c) s. 58.

ollessa ennalta määritellyllä tavalla riittämättömät joukkovelkakirjalainan korkojen ja mahdollisten lyhennysten takaisinmaksuun.²⁵⁷ Maksuvalmiustakuu voidaan myöntää myös siten, että erillisyhtiö voi tiettyjen makrotaloudellisten tai yrityskohtaisten tunnuslukujen toteutuessa nostaa takaisinmaksuun vaadittavat varat maksuvalmiustakuun myöntäjältä.²⁵⁸

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiolla voidaan saada erittäin kattava suoja *vakuutuksella (monoline insurance)*, joka hankitaan korkean luottoluokituksen omaavalta ja rahoitustransaktioiden vakuuttamiseen erikoistuneelta taholta. Kyseessä on tällöin vakuutus, joka takaa joukkovelkakirjalainan täysimääräisen takaisinmaksun niissä tilanteissa, joissa erillisyhtiön vastaanottamat kassavirrat eivät riitä joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun.²⁵⁹ Kyseessä on hyvin tehokas ja turvaava luottotuen muoto.

Monoline-vakuutus on lähtökohtaisesti erittäin käyttökelpoinen liiketoiminnan arvopaperistamisessa, jota voidaan kassavirtojen luonteen vuoksi pitää ainakin lähtökohtaisesti korkeariskisempänä transaktionakin kuin perinteistä arvopaperistamista. Koska monoline-vakuutus sisältää vakuutuksenantajan kannalta merkittäviä riskejä laajan vakuutusturvan vuoksi, voi vakuutuksen hinta nousta varsin korkeaksi perinteisen arvopaperistamisenkin kohdalla. Liiketoiminnan arvopaperistamisessa monoline-vakuutuksen hinta saattaa nousta kestävämmän korkeaksi ainakin silloin, jos kassavirrat ovat hyvin epävakaita.²⁶⁰

Erillisyhtiö voi suojautua korko- ja valuutanvaihtoriskeiltä solmimalla niin kutsuttuja *swap-sopimuksia*. Yleistäen voidaan sanoa, että swap-sopimus on kahden osapuolen tekemä sopimus vaihtaa tulevaisuudessa keskenään kassavirtoja. Kassavirrat voivat olla joko samassa valuutassa, jolloin on kysymys korkoswapeista tai eri valuutoissa, jolloin kyse on valuuttaswapeista.²⁶¹ Kotimai-

²⁵⁷ Kyseessä on tällöin useimmiten niin kutsuttu letter of credit -järjestely. *Henderson* 1997 s. 63.

²⁵⁸ Maksuvarojen käyttöoikeutta voidaan jaksottaa syklisten toimialojen kohdalla siten, että varojen nostoajankohdat on määritelty etukäteen (seasonal liquidity facility). Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa ylimääräisiä maksuvaroja voidaan hankkia liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön ohella myös operatiiviselle yhtiölle. *Xin* 2000 (a) s. 27.

²⁵⁹ *Palin* 1997 s. 638.

²⁶⁰ Merkittäväksi esteeksi monoline-vakuutuksen saamisessa saattaa erityisesti liiketoiminnan arvopaperistamisissa nousta se, että vakuuttajat – omaa luottoluokitustaan turvatakseen – edellyttävät vakuutuskohteiltaan investment grade -luokitusta. *Henderson* 1997 s. 64. Jos arvopaperistamistransaktio eli käytännössä sen taustalla oleva liiketoiminta ei täytä näitä vaatimuksia, ei vakuutusta todennäköisesti tulla myöntämään ainakaan vaaditussa laajuudessa.

²⁶¹ *Leppiniemi – Puttonen* 1996 s. 211. Perinteisissä arvopaperistamisissa koronvaihtosopimuksia on käytetty suojautumisen ohella myös houkuttelemaan sijoittajia. Monet sijoittajaryhmät – näistä esimerkiksi tasaisesti tuottaviin kohteisiin sijoittavat eläkerahastot – eivät ole halukkaita sijoittamaan vaihtuvakorkoisin velkainstrumentteihin. Liikkeeseenlaskija voi tavoittaa nämäkin sijoittajat muuntamalla vaihtuvakorkoiset saatavansa koronvaihtosopimuksin kiinteäkorkoisiksi. *Helman* 1991 s. 77.

sessä liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa erillisyhtiön tulee harkita suojautumista korkovaihteluita vastaan, jos joukkovelkakirjat lasketaan liikkeeseen vaihtuvakorkoisina.²⁶² Valuutanvaihtosopimusta ei sen sijaan tarvita tilanteissa, jossa joukkovelkakirja lasketaan liikkeeseen euromääräisenä. Näin on ainakin silloin, kun arvopaperistettavasta liiketoiminnasta kertyvät kassavirrat kerätään kotimaasta tai muualta euroalueelta, jolloin valuuttariskiltä vältytään.

Joukkovelkakirjalainan vakuuksilla ja muilla luottotukikeinoilla pyritään pienentämään joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyysriskiä ja ne voidaankin nähdä riskinhallintavälineinä. Vakuuksien ja luottotukikeinojen ohella riskinhallintavälineiden ryhmään kuuluvat joukkovelkakirjalainaan ja liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön myöntämään lainaan liitetyt kovenantit, joiden käytöllä osaltaan pyritään turvaamaan sijoittajien maksunsaanti ja siten transaktion onnistuminen.²⁶³

Kovenanttien käytön yritysrahoituksessa voidaan katsoa ilmentävän pyrkimystä perustaa rahoituspäätökset velallisen reaali vakuuksien sijaan yrityksen kasvavirtaan ja tulevaisuudennäkymiin.²⁶⁴ Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa, jonka olennaisena osana ovat laajat vakuusjärjestelyt, ei kovenantteilla niinkään pyritä paikkaamaan reaali vakuuksien riittämättömyyttä vaan kovenanttien päätarkoituksena on rajoittaa transaktioon osallisten yhtiöiden mahdollisuuksia omilla toimillaan vaarantaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu.²⁶⁵ Transaktion onnistumisen kannalta on myös olennaista, että takaisinmaksuun käytettävät kassavirrat tuottavaa liiketoimintaa johdetaan niin, ettei liiketoimintaa harjoittavan yhtiön taloudellinen tilanne ja kyky tuottaa kassavirtoja heikkene.²⁶⁶

Kovenantit voidaan jakaa kahteen eri pääluokkaan; tunnuslukukovenantteihin ja muihin kovenantteihin.²⁶⁷ Tunnuslukukovenantteissa velallisen toimintaa kuvaaville taloudellisille tunnusluvuille asetetaan tiettyjä rajoja, joiden rikko-

²⁶² Transaktiossa arvopaperistettavat kassavirrat eivät ainakaan lähtökohtaisesti seuraa korkovaihteluita ja näin ollen voimakas korkotason nousu saattaa aiheuttaa suurenkin riskin sijoittajien maksunsaannille.

²⁶³ Kovenantteja käytetään riskinhallintavälineenä erityisesti pitkissä luottosuhteissa, jollainen myös liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön ja operatiivisen yhtiön välinen luottosuhde on. *Tuomisto* 1999 s. 56.

²⁶⁴ *Hemmo* 2001 s. 326.

²⁶⁵ Toisin kuin perinteisessä saatavakannan arvopaperistamisessa, jossa saatavakannan ostaneella erillisyhtiöllä on suuri määrä velallisia, kuuluu liiketoiminnan arvopaperistamisen keskeisiin riskeihin niin kutsuttu velalliskonsentraatoriski. Liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöllä on toisin sanoen vain yksi velallinen, jonka maksukyvyttä joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu on riippuvainen. Tämän velalliskonsentraatoriskin pienentämisessä kovenantit ovat keskeisessä asemassa. *Xin* 2000 (a) s. 27.

²⁶⁶ *Xin* 2000 (b) s. 323.

²⁶⁷ Vaihtoehtoisia nimityksiä ovat finanssi- ja toimintakovenantit, *Tuomisto* 1999 s. 64.

minen saattaa johtaa velallisen kannalta kielteisiin seuraamuksiin. Muille kovenanteille on tyypillistä, että velallisen oikeutta ryhtyä ennalta määriteltyihin toimenpiteisiin rajoitetaan.²⁶⁸ Transaktiosopimukseen sisällytettävät tunnusluku-kovenantit on syytä määritellä varsin tiukoiksi ja vielä siten, että tunnuslukujen kehityksestä on raportoitava säännöllisin väliajoin.²⁶⁹ Tunnuslukujen raportointivelvollisuus mahdollistaa sijoittajille ja heidän edunvalvojilleen liiketoiminnan kehityksen seuraamisen ja mahdollisten maksukyvyttömyystilanteiden ennakoinnin. Tunnuslukujen rikkoutumisen seuraamuksia voidaan tuskin määrätä kovinkaan ankariksi, sillä esimerkiksi liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön myöntämän lainan ennaikainen eräännyttäminen kaataisi koko transaktion.

Yhden erillisyyhtiön transaktiorakenteessa kovenantit liitetään osaksi liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön ja liiketoimintaa harjoittavan yhtiön välistä lainasopimusta.²⁷⁰ Transaktion kannalta ensiarvoisen tärkeänä kovenanttina voidaan pitää *vakuudenantokieltoa* (*negative pledge*), jolla rajoitetaan Osakeyhtiö B:n mahdollisuuksia antaa vakuuksia muiden kuin liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön hyväksi. Tämän kiellon ensisijaisena kohteena ovat Osakeyhtiö B:n ansaitsemat saatavat, joita ei missään tapauksessa saa pantata muun kuin liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön hyväksi. Tätä tavoitetta turvaa myös niin kutsuttu *antidisposalehto*, jolla kielletään Osakeyhtiö B:tä ryhtymästä epätavallisiin oikeustoimiin kolmansien osapuolien kanssa.²⁷¹

Liiketoiminnan johtamista ohjaavien kovenanttiehtojen määrittely on syytä tehdä transaktiokohtaisesti eikä niitä ole syytä laatia niin tiukoiksi, että liiketoiminnan johtaminen vaikeutuu liiaksi tai muuttuu tosiasiallisesti mahdottomaksi. Vaikka ehtoja on syytä muokata tapauskohtaisesti, olisi sijoittajien maksunsaannin turvaamisen kannalta suositeltavaa, että ainakin laajakantoisten ja taloudelliselta arvoltaan merkittävien liiketaloudellisten päätösten tekeminen edellyttäisi velkojatahon – siis käytännössä sijoittajien – edustajan suostumusta.²⁷²

²⁶⁸ *Hemmo* 2001 s. 327.

²⁶⁹ Vaikka tunnusluku-kovenantit voivat kahden erillisyyhtiön transaktiorakenteessa koskea myös Erillisyyhtiö I:tä, laadittaneen ne käytännössä liiketoimintaa harjoittavaa Osakeyhtiö B:tä silmälläpitäen.

²⁷⁰ Kahden erillisyyhtiön transaktiorakenteessa – edellytyksin että sen käyttö olisi osakeyhtiöolain vakuudenantokiellosta huolimatta järkevää – kovenantit olisivat osa erillisyyhtiöiden välistä lainasopimusta.

²⁷¹ Negative pledge- ja antidisposal-klausuulit ovat tyypillisiä kovenanttiehtoja, joita käytetään yleisesti yritysrahoituksessa. *Hemmo* 2001 s. 329. Vastaavanlainen ja myös arvopaperistamistransaktiossa käyttökelpoinen kovenanttiehto on velalliselle asetettu vaatimus velkojien tasavertaisesta kohtelusta (pari passu -ehto).

²⁷² Tämä on mahdollista esimerkiksi siten, että operatiivisen yhtiön ja kahden erillisyyhtiön rakenteessa Erillisyyhtiö I:n hallitukseen nimitetään sijoittajien edustaja ja merkittävien liiketoimintapäätösten tekeminen edellyttää Erillisyyhtiö I:n hallituksen yksimielistä päätöstä. *Xin* 2000 (b) s. 323.

Kokoavasti voidaan todeta, että sijoittajien kannalta liiketoiminnan arvopaperistaminen on perinteistä arvopaperistamista riskipitoisempi sijoituskohde liiketoiminnan tuottamien kassavirtojen heikomman ennustettavuuden ja mahdollisesti korkeankin volatiliteetin vuoksi. Näin ollen luottotukikeinojen ja kovenanttien käyttöön on syytä kiinnittää erityistä huomiota, jotta transaktiosta tulisi toteuttamiskelpoinen.

Kattavimman ja sijoittajien maksunsaannin kannalta tärkeimmän luottotukiryhmän muodostavat ulkopuolisten, korkean luottoluokitusten omaavien tahojen myöntämät takaukset ja vakuutukset. Toisaalta nämä tukimuodot ovat kalliita ja niiden käyttö ainoana luottotukimuotona saattaa nostaa transaktiokulut kestävämmän suuriksi. Tämän vuoksi liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa olisikin pyrittävä mahdollisimman laajasti turvaamaan sijoittajien maksunsaantia sisäisillä luottotukikeinoilla sekä kovenanteilla.

5. LIIKETOIMINTAA HARJOITTAVAN YHTIÖN INSOLVENSSSI

5.1. Englannin Insolvency Act ja liiketoiminnan uudelleenjärjestely

Joukkovelkakirjaan sijoittaneiden maksunsaannin ja siten koko liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion onnistumisen kannalta keskeistä on se, miten liiketoimintaa harjoittavan yhtiön insolvenssitilanne vaikuttaa joukkovelkakirjalain takaisinmaksuun. Jos takaisinmaksuun tarvittavat varat tuottavaa liiketoimintaa ei lainsäädännöllisistä tai muista syistä ole insolvenssitilanteessa mahdollista jatkaa, ei transaktiota voida pitää sijoittajien kannalta turvallisena sijoituskohteena.

Englannissa toteutettavissa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioissa liiketoiminnan jatkaminen on mahdollista maan velkojaystävällisen insolvenssilainsäädännön ansiosta.²⁷³ Englannissa yhtiöiden maksukyvyttömyystilanteiden on perinteisesti katsottu kuuluvan yhtiöoikeuden alaisuuteen, kun taas Suomessa insolvenssioikeus on osa prosessioikeutta. Ilmentymänä tästä oikeuskulttuurien erosta voidaan nähdä Englannin vuoden 1986 Insolvency Act'in luomat edellytykset elinkelpoisen yritystoiminnan säilyttämiselle maksukyvyttömyystilanteesta huolimatta uudelleenjärjestelytoimenpiteiden avulla.²⁷⁴

²⁷³ Wood 1995 (b) s. 4.

²⁷⁴ Ovaska 1992 s. 134.

Insolvency Act tuntee kaksi erilaista menettelytapaa yrityksen tullessa maksukyvyttömäksi. Näistä menettelyistä suomalaista konkurssimenettelyä lähempänä on likvidaatio, joka voi olla joko Insolvency Act'in 84 §:n mukaisesti vapaaehtoinen (voluntary winding up) tai pakollinen oikeuden päätöksellä (winding up by the court) Insolvency Act'in 122 §:n määrittelemissä tilanteissa.²⁷⁵ Kumpikin näistä likvidaatiomenettelyistä päättyy yrityksen purkamiseen ja siten liiketoiminnan lopettamiseen.

Likvidaatiomenettelyn ohella Insolvency Act tarjoaa tietyillä edellytyksillä myös vaihtoehdoisen menettelyn yhtiön ajautuessa maksukyvyttömyystilanteeseen. Kysymyksessä on yhtiön toiminnan uudelleenjärjestely, joka voi saada alkunsa vapaaehtoisesti (company voluntary arrangements), toimitsijamääräyksen antamisella (administration order) tai etuoikeutettuja velkojia edustavan selvitysmiehen määräämisellä (receivership).²⁷⁶ Jos arvopaperistamistransaktiossa mukana oleva liiketoimintaa harjoittava yritys ajautuu insolvenssiin, on näistä järjestelyistä viimeisin eli receivership-menettely se, johon velkojатаhot turvautuvat voidakseen taata liiketoiminnan jatkamisen. Transaktion kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että receivership-menettelyyn turvautuminen on mahdollista.²⁷⁷

Receivership-menettely voi alkaa oikeuden päätöksellä, jolloin selvitysmiehen tehtävät perustuvat tähän päätökseen. Vakuusvelkojien kannalta merkittävää on se, että myös he voivat nimittää selvitysmiehen ja vielä siten, että heidän tekemänsä receivership-määräys on ensisijainen suhteessa oikeuden määräykseen.²⁷⁸ Edellytyksin, että tällaisen velkojan saamisen turvana on ominaisuuksiltaan suomalaista yrityskiinnitystä muistuttava floating charge, voi velkoja Insolvency Act'in 9.3 §:n nojalla nimittää selvitysmiehen (receiver) hoitamaan maksukyvyttömyystilaan ajautunutta yritystä.

Selvitysmiehen valtuuksiin kuuluu Insolvency Act Schedule 1:n toimivalta-määräysten mukaan muun muassa periä saatavia, myydä varallisuutta sekä kantaa ja vastata yhtiön puolesta.²⁷⁹ Merkittävien näistä valtuuksista ja osittain

²⁷⁵ Vapaaehtoinen likvidaatio, joka voi olla joko osakas- tai velkoja-aloitteinen, vastaa varsin pitkälle suomalaista selvitystilamenettelyä, *Ovaska* 1992 s. 137. Enemmän suomalaista konkurssia muistuttavaan pakolliseen likvidaatioon ajaututaan muun muassa silloin, jos yhtiön liiketoiminta on pysähdyksissä yli vuoden (122.1 § d-kohta) tai jos yhtiö ei pysty maksamaan velkojaan (122.1 § f-kohta).

²⁷⁶ *Ovaska* 1992 s. 133.

²⁷⁷ Transaktion kannalta tärkeä receivership-menettelyn ominaisuus on myös se, ettei yritystä voida menettelyn aikana alistaa likvidaatiomenettelyyn. *Sören – Tattam* 1988 s. 203.

²⁷⁸ Ensisijaisella tarkoitetaan tässä sitä, että velkojat voivat halutessaan pysäyttää oikeuden aloittaman selvitysmiehen nimitysprosessin antamalla oman receivership-määräyksensä. *Wood* 1995 (b) s. 192.

²⁷⁹ Schedule 1 on Insolvency Act'in liitteenä oleva selvitysmiehen toimivalta-*luettelo* ("Powers of Administrative Receiver").

muut valtuudet sisältävä valtuus mainitaan Schedule 1:n 14-kohdassa, jonka mukaan selvitysmiehellä on oikeus jatkaa yhtiön liiketoimintaa.²⁸⁰ Selvitysmiehellä on näin ollen erittäin laajat toimintavaltuudet ja voidaankin perustellusti sanoa, että hänestä tulee velallisyriityksen johtaja receivership-menettelyn ajaksi.²⁸¹

Selvitysmiehen toiminta rajoittuu kuitenkin ainoastaan separatistivelkojen edunvalvontaan, sillä selvitysmiehellä ei ole oikeutta antaa jako-osuuksia etuoikeudettomille velkojille. Selvitysmiehen toiminnan päätyttyä ja hänet nimittäneiden velkojen vastaanotettua saatavansa tulee selvitysmiehen luovuttaa receivership-menettelystä jääneet varat ja menettelyn aikana mahdollisesti syntynyt ylijäämä takaisin yhtiölle.²⁸²

Englantilaisessa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksua turvaava vakuuskokonaisuus, johon kuuluu floating charge, osoitetaan sijoittajien edunvalvojana toimivalle trusteeelle. Näin ollen liiketoimintaa harjoittavan yhtiön ajautuessa maksukyvyttömyystilaan trustee on oikeutettu määräämään selvitysmiehen, joka ottaa liiketoiminnan hoitoonsa tehtävänänsä hänet nimittäneen velkojatahon maksunsaannin turvaaminen ja edunvalvonta.²⁸³

Receivership-menettelyllä pyritään saavuttamaan tilanne, jota perinteisessä saatavakannan arvopaperistamistransaktiossa tavoitellaan bankruptcy remoteness -vaatimuksen asettamisella. Receivership-menettely mahdollistaa liiketoiminnan eristämisen maksuvaikeuksiin ajautuneesta originaattorista siten, että liiketoiminnan tuottamat kassavirrat käytetään joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun eikä mahdollisten muiden liiketoimintaa harjoittavan yrityksen konkurssivelkojen saatavien maksuun.

Joukkovelkakirjalainaan sijoittaneiden maksunsaannin kannalta on tärkeää, että liiketoimintaa harjoittavan yrityksen insolvenssimenettelyyn ei sisälly lainsäädännön edellyttämää pitkää maksunlykkäysperiodia (moratorium).²⁸⁴ Maksunlykkäys estää konkurssivelkojen ja siten myös joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun. Receivership-menettelyn merkittävänä etuna voidaankin pitää sitä, että menettely tähtää velkojen maksamiseen ennalta määrätyn aikataulun mukaisesti ilman uhkaa maksunlykkäyksestä.²⁸⁵

²⁸⁰ Kyseisessä kohdassa käytetään ilmaisua ”power to carry on the business of the company”.

²⁸¹ Tuomioistuimen on katsottu voivan supistaa vakuusvelkojen nimittämän selvitysmiehen laaja ja toimivaltuuksia vain silloin, jos muiden kuin vakuusvelkojen kärsimä haitta olisi merkittävästi suurempi kuin vakuusvelkojen saama hyöty. *Wood* 1995 (b) s. 191.

²⁸² DTTI 1993 s. 334 ja *Ovaska* 1992 s. 139.

²⁸³ Luonnollinen valinta selvitysmieheksi on trustee itse. *Xin* 2000 (b) s. 323.

²⁸⁴ *Moody’s* 2000 s. 12.

²⁸⁵ Englannin lainsäädäntö on tässä suhteessa erittäin velkojaystävällinen. Monissa muissa maissa receivership-menettelyn kaltaisissa vapaaehtoisissa uudelleenjärjestelyissä menettelyn yhtenä edelly-

Englannin Insolvency Act mahdollistaa edellä esitetyin tavoin maksuvaikeuksiin ajautuneen operatiivisen yhtiön toiminnan jatkamisen vakuusvelkojien nimittämän selvitysmiehen johdolla. Liiketoiminnan jatkaminen going concern -pohjalta luodellytykset joukkovelkakirjalainan takaisinmaksulle siinäkin tilanteessa, että liiketoimintaa harjoittava yritys vastoin odotuksia ajautuu insolvenssiin.²⁸⁶

5.2. Insolvenssilainsäädäntö ja liiketoiminnan jatkaminen

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa liiketoimintaa harjoittavan yrityksen ajautuminen konkurssiin on tilanne, jota on pyrittävä kaikin keinoin välttämään.²⁸⁷ Liikkeeseenlaskettava joukkovelkakirjalaina on pääomamäärältään pääsääntöisesti niin suuri, ettei sen takaisinmaksuun vaadittavia kassavirtoja voida kerätä muulla tavoin kuin liiketoimintaa harjoittamalla.²⁸⁸ Jotta sijoittajat olisivat valmiita sijoittamaan varojaan joukkovelkakirjalainaan, on heidän kannaltaan ensiarvoisen tärkeää, että liiketoimintaa voidaan jatkaa ja sen tuottamia kassavirtoja käyttää lainan takaisinmaksuun operatiivisen yrityksen konkurssiin ajautumisesta huolimatta.

Liiketoiminnan jatkamista harkittaessa on syytä kiinnittää huomiota ainakin konkurssin syihin sekä liiketoiminnan arvoon toimivana kokonaisuutena verrat-

tyksenä on yhtiölle asetettava maksukieltoperiodi, jonka aikana käydään velkojien ja velallisen väliset maksuneuvottelut. Esimerkiksi Yhdysvalloissa niin kutsuttuun Chapter 11 –menettelyyn liittyy pakollinen maksukieltoperiodi ja Ranskassa vastaava maksukielto saattaa kestää jopa 20 kuukautta, mikä on joukkovelkakirjasijoittajien kannalta kestämättömän pitkä aika. *Ovaska* 1992 s. 127 sekä *Moody's* 2000 s. 12.

²⁸⁶ Tulevien liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioiden kannalta ongelmallisena on pidetty Englannissa käynnissä olevaa insolvenssioikeudellisen järjestelmän uudistusta, jossa floating charge -velkojien oikeudesta nimittää selvitysmies ollaan luopumassa. *Moody's* 2000 s. 13. Viimeisimpien tietojen mukaan lakiuudistus ei kuitenkaan ei vaaranna liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioiden toteuttamiskelpoisuutta, sillä lakiin ollaan sisällyttämässä poikkeussäännöstä, jonka mukaan floating charge -velkojilla säilyisi oikeus nimittää selvitysmies transaktioissa, jotka ovat pääoma-arvoltaan yli 50 miljoonaa puntaa. *Structured Finance International Regulatory Round-Up*, June 2002.

²⁸⁷ Konkurssiriskin minimoiminnon on tapahduttava jo transaktiota suunniteltaessa, millä tarkoitetaan sitä, että arvopaperistamisen kohteeksi on valittava liiketoiminta, jonka ajautuminen konkurssiin on epätodennäköistä. Näin ollen erittäin sykliset ja volatiilit toimialat eivät tule kyseeseen arvopaperistamiskohteita valittaessa.

²⁸⁸ Luottotukikeinoilla voidaan turvata sijoittajien maksunsaantia liiketoimintaa harjoittavan yhtiön väliaikaisissa maksuhäiriötilanteissa. Ainakin tilanteissa, jossa valtaosa joukkovelkakirjalainasta on maksamatta takaisin, on epätodennäköistä, että luottotuella pystyttäisiin kattamaan maksamaton osuus. Esimerkiksi yhdessä keskeisimmistä luottotukimuodoista eli luottovakuutuksessa vakuutus on yleensä rajattu määrään, joka on n. 5–15 % erillisyhtiön maksuvastuista. *Palin* 1997 s. 638.

tuna sen esinekohtaiseen realisointiarvoon.²⁸⁹ Jos konkurssi on aiheutunut jostakin muusta syystä kuin jatkuvista liiketoiminnallisista tappioista, voidaan liiketoiminnan jatkamista pitää ainakin lähtökohtaisesti perusteltuna ratkaisuna. Jos tilanne on vielä se, että liiketoiminnan jatkamisen katsotaan johtavan velkojien maksunsaannin kannalta todennäköisesti parempaan lopputulokseen kuin yritysvarallisuuden välittömän likvidoinnin, voidaan liiketoiminnan jatkamisen katsoa olevan jopa järkevää.

Operatiivisen yhtiön liiketoiminnan jatkaminen liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön toimesta ei välttämättä edellytä turvautumista konkurssisäännön mukaiseen insolvenssimenettelyyn. Liiketoiminnan jatkamisen turvaaminen saattaa olla mahdollista myös vakuusoikeudellisin järjestelyin. Arvopaperistamistransaktion keskeinen osa on vakuusjärjestely, jossa operatiivisen yhtiön osakkeet annetaan liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiöltä saadun lainan vakuudeksi. Tilanteessa, jossa operatiivinen yhtiö ei pysty maksamaan lainaansa takaisin, on pantin-saaja eli liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiö oikeutettu ottamaan saatavansa pantin arvosta. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa pantin realisaatiotavoista kyseeseen tulevat lähinnä panttimyynti, pantin käyttäminen rahatulon saamiseksi sekä pantin siirtäminen panttivelkojan omaisuudeksi.²⁹⁰

Keskeinen osa pantin arvosta muodostuu tässä tapauksessa liiketoiminnan tulevista tuotoista ja näiden tuottojen saaminen edellyttää luonnollisesti liiketoiminnan jatkamista. Lienee selvää, ettei velkakirjaan sijoittaneiden maksunsaantia voida kuin poikkeustapauksissa turvata osakekannan panttimyyntillä.²⁹¹ Joissakin tilanteissa on kuitenkin mahdollista, että osakemyynti voi tuottaa panttivelkojan kannalta taloudellisesti tyydyttävän lopputuloksen. Jos osakekannan panttimyyntiin päädytään, on se järkevää toteuttaa siten, että pantinhaltija pidättää itsellään oikeuden joko hyväksyä tai hylätä saamansa ostotarjoukset. Tällä tavoin menettelemällä voidaan välttää riski joutua sidotuksi ostotarjoukseen, joka on velkojien näkökulmasta selvästi liian alhainen tuottaen heille vähemmän tuloa kuin mitä muista käytettävissä olevista pantin realisaatiotavoista olisi mahdollista saada.

On kuitenkin todennäköistä, että liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä pantin realisaatiotavoista useimmiten kyseeseen tulevat pantin käyttäminen rahatulon saamiseksi tai pantin siirtäminen panttivelkojan omaisuudeksi. Ensin mainitulla realisaatiotavalla tarkoitetaan käyttöoikeudellisen suorituksen pakko-ottoa pantin tuotosta sen fyysisiä ja osakepantin tapauksessa

²⁸⁹ *Pinomaa* 2000 s. 60.

²⁹⁰ *Havansi* 1992 s. 389–390.

²⁹¹ Osakkeiden myyntihinta ylittänee joukkovelkakirjalainan maksamattoman osan pääoma-arvon vain silloin, kun lainan juoksuaikaa on hyvin vähän jäljellä.

oikeudellisia ominaisuuksia käyttämällä.²⁹² Tätä realisaatiotapaa on kuitenkin käytetty lähinnä yksittäisten pantattujen saamisten realisaatiotapana.²⁹³ Realisaatiotavan soveltumista mittavan ja mahdollisesti useamman vuoden kestäväen liiketoiminnan harjoittamiseen voidaan pitää kyseenalaisena.

Operatiivisen yhtiön osakkeiden siirtäminen panttivelkojan omaisuudeksi on lähtökohtaisesti toimiva tapa turvata yhtiön liiketoiminnan jatkaminen sen ajautuessa insolvenssiin. Saatuaan osakkeet omistukseensa voi velkoja omistajavaltaansa hyväksikäyttämällä jatkaa operatiivisen yhtiön liiketoimintaa. Tätä järjestelyä käytettäessä ongelmaksi saattaa kuitenkin muodostua oikeustoimilain 37 §:n *lex commissoria* -kielto, jonka mukaan se määrä pantin arvosta, joka ylittää velan määrän, on palautettava velalliselle. Tämän palauttamisvelvollisuuden laajuuden määrittely liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä on lähtökohtaisesti erittäin vaikeaa niin oikeudellisesti kuin myös puhtaasti laskennallisena toimenpiteenä.²⁹⁴

Voitaneenkin perustellusti katsoa, että *lex commissoria* -kiellon vaikutus arvopaperistamistransaktion toteuttamiskelpoisuuteen ja erityisesti operatiivisen yhtiön liiketoiminnan jatkamismahdollisuuksiin on kysymyksenä niin laaja, ettei sitä voida tämän tutkimuksen puitteissa kattavasti käsitellä. Tämän vuoksi ja toisaalta siitä syystä, että lainsäädäntömme tuntemat insolvenssimenettelyt mahdollistavat velallisen liiketoiminnan jatkamisen, keskitytään seuraavassa tutkimaan liikkeeseenlaskija-erillisyyhtiön mahdollisuuksia jatkaa operatiivisen yhtiön toimintaa insolvenssilainsäädännön ja erityisesti konkurssilainsäädännön valossa.

Suomessa ei ole annettu yrityksen konkurssitilanteessa tapahtuvaa liiketoiminnan jatkamista koskevaa erityissääntelyä. Suomen konkurssioikeus perustuu pääosin jo hyvin iäkkäälle lainsäädännölle keskeisimpänä säädöksenään vuoden 1868 konkurssisääntö.²⁹⁵ Konkurssisääntö on lähes puhtaasti likvidaa-

²⁹² *Havansi* 1992 s. 390.

²⁹³ *Havansi* 1992 s. 391.

²⁹⁴ Eräs mahdollinen tapa siirtää osakkeet oikeustoimilain 37 §:n estämättä on sopia tästä siirrosta jälkikäteisesti eikä siis jo pantin perustamisen yhteydessä. Tällaisen järjestelyn on katsottu olevan ainakin lähtökohtaisesti mahdollista, *Havansi* 1992 s. 392. Voitaneen kuitenkin katsoa, ettei tällainen jälkikäteinen ja siten arvopaperistamistransaktion aloitushetkellä toteutumiseltaan epävarma järjestely turvaa parhaimmalla mahdollisella tavalla sijoittajien maksunsaantia. Järjestelyn toteuttamiskelpoisuuden kannalta on huomioitava myös se, ettei osakepantin haltuunotto estä vähemmistövelkoja – heidän niin halutessaan – ajamasta operatiivisen yhtiön liiketoiminnan lopettamista likvidaatiomenettelyn kautta.

²⁹⁵ Suomen konkurssilainsäädännössä on parhaillaan käynnissä kokonaisuudistus, jonka tavoitteenä on uuden konkurssilain säätäminen. Konkurssilaki ei näillä näkymin tuo merkittäviä muutoksia konkurssivelallisen liiketoiminnan jatkamisedellytyksiin. Tämän vuoksi seuraavassa jaksossa käsitellään liiketoiminnan jatkamisedellytyksiä voimassa olevan lainsäädännön kannalta. Konkurssilakiuudistusta käsitellään lyhyesti saman jakson lopussa.

tiokonkurssiin perustuva säädös, millä tarkoitetaan sitä, että konkurssissa konkurssivelallisen varat selvitetään ja realisoidaan konkurssivelallisen velkojen maksamiseksi.²⁹⁶ Yritykselle voidaan kuitenkin likvidaatioarvon lisäksi laskea myös niin sanottu jatkamisarvo, jossa otetaan huomioon ne tuotannontekijät, joita ei voida muuttaa rahaksi (esimerkiksi good will -arvo) sekä yrityksen tuottopotentiaali eli kyky tuottaa tuloja vastaisuudessa. Jos yrityksen jatkamisarvo on korkeampi kuin sen likvidaatioarvo, on lähtökohtaisesti niin velkojien ja velallisyriyten intressien mukaista likvidaation sijaan jatkaa yrityksen liiketoimintaa.

Likvidaatiokonkurssin sijaan on yrityksille vuodesta 1993 lähtien ollut Suomessa mahdollista pyrkiä yrityssaneeraukseen. Saneerausmenettelyn tavoitteena on yrityssaneerauslain 1 §:n mukaisesti taloudellisissa vaikeuksissa olevan velallisen jatkamiskelpoisen yritystoiminnan tervehtyttäminen tai sen edellytysten turvaaminen, millä tavoitteilla pyritään takaamaan liiketoiminnan jatkuminen.²⁹⁷

Menettelyssä voidaan tuomioistuimen vahvistamalla saneerausohjelmalla ja yrityssaneerauslain asettamissa rajoissa määrätä velallisen varallisuutta sekä velkoja koskevista toimenpiteistä. Velkojien aseman kannalta merkittävää on se, että yrityssaneerausmenettelyn alkaminen aiheuttaa yrityssaneerauslain 17–20 §:issä määritellyn maksu-, vakuudenanto- sekä perintäkiellon. Näin ollen menettelyn aikana velallinen ei saa maksaa saneerausvelkaa²⁹⁸ tai antaa siitä vakuutta, eikä velkoja saa kohdistaa yritykseen perimistömiä.

Yrityssaneerauksen kohteena olevan velallisen toimintaa säännellään saneerausohjelmassa Kun saneerausmenettelyssä on saatu valmiiksi ehdotus saneerausohjelmasta, äänestetään ohjelmaehdotuksen hyväksymisestä. Tässä yhteydessä velkojat jaetaan eri velkojaryhmiin, jotka äänestävät ryhmäkohtaisesti saneerausohjelmasta. Jos ohjelmaehdotus ei saa enemmistöä kaikissa äänivaltaisissa velkojaryhmissä, jää vaihtoehdoksi ehdotuksen yrityssaneerauslain 54 §:n mukainen pakkovahvistaminen tuomioistuimen toimesta.

Pakkovahvistaminen on mahdollista, jos vähintään yhden velkojaryhmän enemmistö on äänestänyt ehdotuksen hyväksymisen puolesta ja ehdotus saa lisäksi vähintään viidenneksen kokonaiskannatuksen tunnettujen velkojien saatavista. Tämä mahdollistaa sen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta huomionarvoisen asian, että vähemmistövelkoja, jolla on kenties vain

²⁹⁶ *Havansi* 1991 s. 6 ja *Ovaska* 1992 s. 18.

²⁹⁷ *Koulu* 2002 (c) s. 442.

²⁹⁸ Saneerausvelalla tarkoitetaan yrityssaneerauslain 3.1 §:n 4-kohdan mukaisesti pääsääntöisesti kaikkia velallisen ennen saneerausmenettelyn alkamista syntyneitä velkoja.

hieman yli viidennes saatavista, voi saada intressiensä mukaisen ohjelmaehdotuksen hyväksytyksi.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion ja erityisesti sen yhteydessä liikkeeseenlaskettuun joukkovelkakirjalainaan sijoittaneiden maksunsaantiase- man kannalta keskeistä on myös se, että velallisella säilyy yrityssaneerauslain 29.1 §:n mukaisesti valta määrätä omaisuudestaan ja toiminnastaan, ellei laissa muuten säädetä. Näin ollen yrityssaneeraus eroaa konkurssista, jossa yrityssaneerausvallinta siirtyy velkojille, joiden lakimääräisenä edustajana toimii pesänhoitaja. Huomionarvoista on myös se, ettei yrityksen johto vaihdu, vaikka yritys joutuisi saneerausmenettelyyn. Tätä tilannetta voidaan pitää velkojien intressien kannalta hieman kyseenalaisena, sillä yrityksen maksukyvyttömyys- tilan taustalla ovat usein yritysjohton epäonnistuneet liiketoimintapäätökset ja virheellinen reagointi muutoksiin liiketoimintaympäristössä.²⁹⁹

Kotimaisessa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa yrityssaneeraus- lain mukainen yrityssaneeraus on mahdollinen keino jatkaa maksuvaikeuksiin ajautuneen operatiivisen yhtiön toimintaa ja siten turvata velkakirjasijoittajien maksunsaanti. Sijoittajien kannalta on kuitenkin keskeistä se, että saneerauksen onnistuminen edellyttää velallisyrittäjien omistajien ja useimmiten yrityksen toimivan johdon sitoutumista saneeraukseen.³⁰⁰

Arvopaperistamistransaktiossa tämä sitoutuminen pyritään varmistamaan sopimuskokonaisuudessa, joka laaditaan ennen transaktion käynnistämistä. On kuitenkin olemassa – vaikkakin tosiasiallisesti varsin hypoteettinen – mahdollisuus, että velallinen eli operatiivinen yhtiö tai sen edustajat eivät ole halukkaita aloittamaan saneerausmenettelyä.³⁰¹ Tämä vastahakoisuus saattaa pitkittää saneerausprosessia ja pahimmillaan ajaa operatiivisen yhtiön yhä vakavampiin maksuvaikeuksiin, mikä vaarantaa sijoittajien maksunsaannin.

Konkurssimenettely ei edellytä vastaavanlaista yhteistoimintaa velkojien ja velallistahon välillä. Konkurssimenettelyssä ei myöskään käytetä velkojaryh- mäjakoon perustuvaa äänestysmenettelyä, jossa on mahdollista, että merkittä- vimmän velkojan intressit eivät välttämättä tule – eivät ainakaan arvopaperista- mistransaktion toteuttamiskelpoisuutta arvioitaessa – tarpeellisella tavalla huomioon otetuiksi. Lähtökohtana konkurssimenettelyssä on konkurssisäännön 69.1 §:n mukaisesti se, että yksinkertainen saatavien enemmistö, joka lasketaan velkojainkokouksessa läsnäolevien velkojien saamisen määrän mukaan, riittää konkurssipesän selvitystä koskevien päätösten tekemiseksi.

²⁹⁹ *Koulu* 2002 (c) s. 492.

³⁰⁰ *Koulu* 2002 (c) s. 443.

³⁰¹ Tämä saattaa aiheutua esimerkiksi siitä, että velallisella on erilainen näkemys sopivista yritys- toiminnan tervehdyttämiskeinoista kuin velkojataholla.

Vaikka likvidaatiokonkurssi tähtääkin velallisen varallisuuden realisointiin, on konkurssimenettelyä mahdollista käyttää suoraviivaiseen yritystoiminnan saneeraukseen.³⁰² Tällä menettelyllä pyritään hyödyntämään yrityksen jatkamisarvo eli yritystoiminnan jatkamisen luoma tuottopotentiaali. Konkurssissa voidaanakin päästä täysin saneerausmaisiin lopputuloksiin, sillä konkurssihallinto pystyy velkojien enemmistön tuella saneeraamaan velallisyhtiön ilman sen omistajien myötävaikutusta.³⁰³

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa yrityssaneeraus on varteenotettava vaihtoehto maksuvaikeuksiin ajautuneen yrityksen tervehtyttämiseksi ja sijoittajien maksunsaannin turvaamiseksi. Koska konkurssimenettelyllä on mahdollista tosiasiallisesti saavuttaa vastaavanlainen ”saneeraustulos” ja toisaalta koska konkurssi on velkojien maksunsaannin kannalta turvallisempi menettely – onhan se vietävissä läpi ilman velallisen yhteistyöhalukkuutta – käsitellään seuraavassa liiketoiminnan jatkamista ja sijoittajien maksunsaannin turvaamista kotimaisessa arvopaperistamistransaktiossa voimassa olevan konkurssilainsäädännön valossa.

5.3. Liiketoiminnan jatkumisen turvaaminen konkurssitilanteessa

Konkurssi on mahdollista määritellä yleistäytäntöönpanoksi, jossa velallisen koko ulosmittauskelpoinen omaisuus alistetaan tuomioistuimen valvonnassa yhdellä kertaa kokonaisuitteluun ja pakkohallintoon, minkä kautta koko tuo omaisuus realisoidaan ja varat jaetaan kaikkien velkojien kesken yhdenvertaisesti heidän saataviensa suuruussuhteiden mukaisesti, ellei joillekin saatavatyypeille säädetystä etuoikeuksista muuta johdu.³⁰⁴

Tämän määritelmän perusteella voidaan perustellusti todeta, ettei yrityksen konkurssin perustavoitteisiin kuulu yritystoiminnan säilyttäminen ja liiketoiminnan jatkaminen.³⁰⁵ Päinvastoin, konkurssin tavoitteena on laajamittainen velkojen periminen ja velkojien samanarvoisuudesta huolehtiminen, minkä tavoitteen saa-

³⁰² Tällaista menettelyä voidaan kutsua saneerauskonkurssiksi, *Havansi* 2002 s. 97.

³⁰³ *Koulu* 2002 (c) s. 443. Tämä menettely on myös suoraviivaisempi kuin yrityssaneeraus, joka on menettelynä yksityiskohtaisesti säännelty ja siten raskas. Eräänä vaihtoehtona yrityssaneerauslain mukaiselle saneeraukselle voisi olla velkojien sopimuksin tehtävä vapaaehtoinen saneeraus. Jos kaikki velkojat eivät kuitenkaan ole halukkaita sopimukseen, vaikeutuu saneerausprosessi. Näin ollen sopimusperusteinen saneerausmenettely ei ole sijoittajien maksunsaannin kannalta paras vaihtoehto operatiivisen yhtiön liiketoiminnan jatkamisesta päätettäessä.

³⁰⁴ *Havansi* 1991 s. 2.

³⁰⁵ *Ovaska* 1992 s. 78.

vuttamisessa keskeisenä osana on konkurssivarallisuuden realisointi.

Vaikka konkurssisääntö on likvidaatiokeskeinen, mahdollistaa se kuitenkin liiketoiminnan jatkamisen yrityksen konkurssiin ajautumisesta huolimatta. Konkurssisäännön 57 §:n mukaan velkojat voivat halutessaan jatkaa konkurssivelallisen harjoittamaa liiketoimintaa. Säännös on varsin yleisluontoinen asettamatta mitään erityisvaatimuksia tai rajoituksia toiminnan jatkamiselle.³⁰⁶ Liiketoiminnan jatkaminen onkin lähtökohtaisesti mahdollista riippumatta siitä, onko toiminta kannattavaa tai tappiollista, luvanvaraista tai ei.³⁰⁷

Konkurssihallinto voi näin ollen jatkaa velkojien lukuun yrityksen toimintaa. Liiketoiminnan jatkamisella tavoitellaan tavallisesti tilannetta, jossa yrityksen varallisuus myydään toimivana kokonaisuutena yhdelle ainoalle ostajalle.³⁰⁸ Jos yrityksen varallisuus koostuu useammasta liiketoiminnallisesta kokonaisuudesta, voidaan yrityksen varallisuus jakaa useampiin toimiviin kokonaisuuksiin, jotka voidaan myydä useammalle kuin yhdelle ostajalle. Liiketoiminnan jatkaminen tähtää kuitenkin tässäkin tapauksessa konkurssipesän varojen kerryttämiseen likvidoinnin eli yritysvarallisuuden myynnin kautta eikä niinkään yritystoiminnan tuottamien kassavirtojen kerryttävän vaikutuksen avulla. Poissuljettu ei ole kuitenkaan se liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta keskeinen ei-likvidatorinen vaihtoehto, jossa liiketoimintaa jatkamalla pyritään tuottamaan kassavirtoja, jotka käytetään velkojien saatavien maksuun.

Riippumatta siitä, mitä liiketoiminnan jatkamisella tavoitellaan – parempaa likvidaatioarvoa tai kassavirtoja jo ennen likvidaatiota – on velallisen liiketoiminnan jatkaminen velkojien päätettävissä. Vaikka konkurssisäännön 57 §:ssä asiaa ei suoraan lausutakaan, vaatii liiketoiminnan jatkaminen velkojainkokouspäätöksen.³⁰⁹ Velkojainkokous tulee järjestettäväksi konkurssisäännön 60 §:n perusteella vasta uskottujen miesten hoitaessa pesän hallintoa. Uskottujen miesten hallintokausi alkaa kuitenkin vasta velkojainkuulustelun jälkeen, mikä merkitsee sitä, että konkurssiinasettamishetken ja velkojainkokouksen väliin jää periodi, jolloin päätöstä liiketoiminnan jatkamisesta ei voida konkurssisäännön edellyttämällä tavalla tehdä.

³⁰⁶ Konkurssisäännön 57 § kuuluu kokonaisuudessaan: ”*Jos velallinen on harjoittanut semmoista elinkeinoa, jota hänen velkojansa laillisesti jatkaa saattavat, olkoon sen edellensä harjoittaminen velkojien päätöksen vallassa. Mitä elinkeinon jatkaminen voittoa tuottaa, käyköön konkurssipesän omaksi, mutta jos siitä tappiota syntyy, älköön velallinen siitä olko vastauksessa*”.

³⁰⁷ *Ovaska* 1992 s. 165.

³⁰⁸ *Koulu* 2002 (c) s. 440.

³⁰⁹ *Halila* 1983 s. 100, jossa todetaan seuraavaa: ”*Enligt KS 57 § går det inte att fortsätta konkursgäldenärens näring om inte borgenärerna fattat beslut härom*.”. Pesänselvityksen kannalta on syytä huomioida se, että liiketoiminnan jatkamisen aiheuttamat ja konkurssin alkamisen jälkeen syntyneet velat ovat niin sanottuja massavelkoja, jotka on maksettava ennen konkurssisaatavia eli ennen konkurssin alkamista syntyneitä saatavia.

On selvää, että konkurssiinasettamishetken ja velkojainkokouksen väliin jäävä eräänlainen tyhjäkäyntiperiodi saattaa tehdä liiketoiminnan jatkamisen tosiasiallisesti mahdottomaksi velkojainkokouksen päätöksen jälkeen.³¹⁰ Näin ollen ratkaisu liiketoiminnan jatkamisesta on tehtävä mahdollisimman nopeasti yrityksen konkurssiinasettamisen jälkeen, mikä tarkoittaa käytännössä sitä, että ratkaisu tulee väliaikaisen pesänhoitajan tehtäväksi.

Väliaikaisen pesänhoitajan tehtäviin kuuluu konkurssisäännön 50.2 §:n mukaan pesän asiakirjojen ja omaisuuden huostaanotto, pesäluettelon laatiminen velallisen varoista ja veloista sekä muihin tehtävän edellyttämiin toimiin ryhtyminen. Näihin muihin toimiin kuuluu myös ratkaisu liiketoiminnan jatkamisesta.³¹¹ Ratkaisua tehtäessä tärkeimpänä tekijänä on se, onko liiketoiminnan jatkaminen yleisen velkojatahon kannalta parempi vaihtoehto kuin se, että liiketoiminta lopetetaan ja konkurssivarallisuus realisoidaan välittömästi.³¹²

Jos liiketoiminnan jatkaminen vaikuttaa lopettamista edullisemmalta vaihtoehdolta, on väliaikaisen pesänhoitajan syytä neuvotella asiasta konkurssipesän suurimpien velkojien kanssa ja pyrkiä saamaan heidän suostumuksensa liiketoiminnan jatkamiselle.³¹³ Jos tämä suostumus saadaan, voidaan pesän liiketoimintaa jatkaa konkurssiinasettamishetken ja velkojainkokouksen välisenä aikana ja siten turvata liiketoiminnan katkeamaton harjoittaminen.

Varsinainen päätös liiketoiminnan jatkamisesta tulee kuitenkin tehtäväksi velkojainkokouksessa. Konkurssisäännössä ei ole määräystä siitä, että yrityksen liiketoiminnan jatkamista koskeva päätös tulisi tehdä määräenemmistöllä. Näin ollen konkurssisäännön 69.1 §:n mukaisesti ”käyköön se päätökseksi, josta ne saapuville tulleet velkojat sopivat, joiden saamiset yhteenlaskettuina tekevät suurimman summan”. Toisin sanoen yksinkertainen saatavien enemmistö, joka lasketaan läsnäolevien velkojien saamisten määrän mukaan, riittää velallisen liiketoiminnan jatkamiseksi.

³¹⁰ Jos ratkaisu liiketoiminnan jatkamisesta tehdään vasta velkojainkokouksessa, on riskinä muun muassa se, että yrityksen liiketoiminta lamaantuu ja sen liikesuhteet katkeavat. *Havansi* 1992 s. 339. Käytännössä velkojat voivat käyttää omaa päätösvaltaansa vain, kun pesänhoitaja ei ole antanut liiketoiminnan keskeytyä. *Koulu* 2002 (b) s. 241.

³¹¹ Voimassaolevat pesänhoitajaa koskevat määräykset ovat suppeita ja osin vanhentuneita, HE 249/1994 s. 9. Konkurssikäytännössä noudatettu päätöksenteko on huomattavasti pesänhoitaja-autonomisempaa kuin lakiteksti antaisi aiheen olettaa, *Koulu* 2002 (a) s. 217. Pitkäaikainen alan käytäntö on muokannut väliaikaisen pesänhoitajan roolia muun muassa niin, että tämä voi tehdä nopeita ja laajakantoisikin päätöksiä (kuten liiketoiminnan jatkamista koskeva ratkaisu) velkojien edun turvaamiseksi. *Havansi* 1992 s. 339.

³¹² *Ovaska* 1992 s. 229.

³¹³ *Havansi* 1991 s. 339, jossa velkojien suostumuksen hankinnalla katsotaan olevan väliaikaiselle pesänhoitajalle ”selustanturvaamisfunktio” silmälläpitäen tulevaa ja asiasta varsinaisesti päättävää velkojainkokousta.

Konkurssisäännön 57 § on hyvin yleisluontoinen eikä siinä tarkemmin eritellä, mitä liiketoiminnan jatkamisella tarkoitetaan. Asiaa voidaan tarkastella ainakin laadullisesti, ajallisesti ja liiketoiminnan volyymin suhteen. Laadullisella aspektilla tarkoitetaan sitä, millä toimialalla konkurssivelallisen liiketoimintaa jatketaan ja volyymin missä laajuudessa toimintaa jatketaan.³¹⁴ Tarkasteltaessa liiketoiminnan jatkamista ajallisesti on huomion kohteena erityisesti se, miten pitkään liiketoimintaa voidaan harjoittaa konkurssiinasettamisen jälkeen.

Jotta liiketoiminnan jatkamisesta voitaisiin päättää yksinkertaisella saatavien enemmistöllä, voidaan asettaa vaatimus, että liiketoiminnan tulisi olla pitkälti samankaltaista ja tapahtua samalla toimialalla kuin ennen konkurssia. Jos toimintaa esimerkiksi laajennetaan uusille toimialoille, voitaneen perustellusti katsoa, ettei kyse ole liiketoiminnan jatkamisesta vaan yleisemmin sen harjoittamisesta. Tällöin riskinä voi olla se, ettei liiketoiminnan laajennetun jatkamisen katsota olevan tarkoitukseltaan konkurssipesän selvitystä edistävää ja liiketoiminnan jatkaminen ei ole siten konkurssipesän hallintoa koskeva asia.³¹⁵ Tällöin liiketoiminnan jatkamista koskeva velkojainkokouksen päätös on konkurssisäännön 73.2 §:n perusteella mitätön.³¹⁶

Tarkasteltaessa liiketoiminnan laajuutta on tilanne useimmiten se, että liiketoimintaa supistetaan konkurssin alkamisen jälkeen. Ratkaistava kysymys on pieneneekö toiminnan volyymin niin, että sitä ei enää voida pitää liiketoimintana. Liiketoiminnan jatkamisen sallittavuuden kannalta tällä ei lähtökohtaisesti ole merkitystä toisin kuin toiminnan volyymin olennaisella nostamisella.³¹⁷ Jos konkurssipesä jatkaa velallisen liiketoimintaa ja nostaa olennaisesti liiketoiminnan volyyymiä, ollaan lähellä tilannetta, jossa toimintaa joudutaan arvioimaan uutena toimintana. Jos liiketoiminnan jatkamisen tulkitaan olevan tosiasiallisesti uuden toiminnan aloittamista, on todennäköistä, että liiketoiminnan jatkamista koskeva velkojainkokouksen päätös on konkurssisäännön 73.2 §:n perusteella mitätön. Näin siksi, että uuden toiminnan aloittaminen lienee vain poikkeustapauksissa konkurssipesän selvitystä edistävä toimenpide.

Konkurssisäännön 57 § ei lausu liiketoiminnan jatkamisen sallitusta kestosta mitään. Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että liiketoiminnan jatkumisen tulisi olla väliaikaista, sillä konkurssin keskeisiin tavoitteisiinsa kuuluu aiemmin maini-

³¹⁴ *Ovaska* 1992 s. 166.

³¹⁵ Liiketoiminnan jatkamisen ei toisin sanoen katsota edistävän pesän likvidatorisen tehtävän toteuttamista. *Havansi* 1991 s. 377.

³¹⁶ Konkurssisäännön 73.2 § kuuluu seuraavasti: ”*Jos velkojat ovat jotakin päättäneet toisen vahingoksi, joka päätökseen ei ole osallisena ollut, tahi semmoisista asioista, jotka joko ovat Oikeuden tutkittavat, tai eivät kuulu tavaraston hallintoon; olkoon se mitätön*”.

³¹⁷ *Ovaska* 1992 s. 169.

tuin tavoin konkurssivarallisuuden nopea realisointi ja realisoinnista saatujen varojen siirtäminen velkojille. Koska konkurssisääntö ei kuitenkaan rajoita liiketoiminnan jatkamisen kestoa, ei poissuljettu ole sekään vaihtoehto, että toiminta jatkuisi pitkäänkin konkurssiinasettamisen jälkeen tilanteessa, jossa toiminnan jatkaminen on velkojien mielestä edullisempaa kuin sen lopettaminen.³¹⁸ Jotta jatkamispäätös ei olisi konkurssisäännön 73.2 §:n perusteella mitätön, on pitkäaikaisen jatkamisen katsottava edistävän pesän selvitystä.

Jos konkurssivelallisen liiketoimintaa jatketaan samalla toimialalla ja vastavassa laajuudessa kuin ennen konkurssia, voidaan päätös liiketoiminnan jatkamisesta tehdä velkojainkokouksessa 69.1 §:n mukaisella yksinkertaisella saatavien enemmistöllä. Velkojainkokoukseen asiasta päättämään kutsutaan konkurssivelkojat, jotka ovat asianmukaisesti valvoneet saatavansa, jotka ovat konkurssisäännön 25 §:n edellyttämällä tavalla syntyneet ennen konkurssin alkamista.

Jos yhden erillisyhtiön rakenteelle³¹⁹ pohjautuvassa kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa operatiivinen yhtiö ajautuu konkurssiin, on suurimpana konkurssivelkojana todennäköisesti liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö, joka on lainannut joukkovelkakirjalainasta saamansa varat operatiiviselle yhtiölle. Liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö on samalla myös konkurssipesän selkeästi merkittävin ja optimaalisessa tapauksessa ainoa vakuusvelkoja, joka voi separatistin ominaisuudessa vaatia panttiansa realisointia. Lähtökohtana voidaan kuitenkin pitää sitä, että konkurssivarallisuuden, joka on käytännössä kokonaan joukkovelkakirjalainan vakuutena, realisoinnista saatavilla varoilla ei voida maksaa velkakirjalainaa takaisin.³²⁰ Pystyäkseen maksamaan joukkovelkakirjalainan takaisin on erillisyhtiön konkurssivelkojan ominaisuudessa käytettävä päätösvaltaansa niin, että konkurssivelallisen liiketoimintaa jatketaan.³²¹

Erillisyhtiön saatava (laina) on syntynyt ennen konkurssia ja erillisyhtiö on näin ollen oikeutettu konkurssisäännön 25 §:n mukaisesti valvomaan saatavansa. Edellytyksin, että joukkovelkakirjalainasijoittajat ja käytännössä heidän edustajansa ovat asianmukaisesti valvoneet joukkovelkakirjasaatavat, ovat

³¹⁸ Jopa vuosia konkurssiinasettamisen jälkeen jatkuva liiketoiminta ei ole poissuljettu vaihtoehto, *Ovaska* 1992 s. 171.

³¹⁹ Kuvio 3, s. 163.

³²⁰ Realisointi tuottaa tyydyttävän tuloksen vain siinä tilanteessa, kun realisoinnista saatavilla varoilla voidaan maksaa koko jäljellä oleva lainaosuus pois.

³²¹ Kuten aiemmin on esitetty, ohjataan erillisyhtiön toimintaa varsin tiukasti niin yhtiöjärjestysmääräyksiin kuin myös transaktiota varten laaditun sopimuskokonaisuuden määräyksiin. Näihin määräyksiin tulee sisällyttää myös ohjeet erillisyhtiön toiminnasta liiketoimintaa harjoittavan yhtiön insolvenssitilanteessa. Korostettakoon, että nämä määräykset sitovat erillisyhtiötä, mutta eivät konkurssipesää.

joukkovelkakirjasijoittajat erittäin suurella todennäköisyydellä ylivoimaisesti merkittävien konkurssivelkojatarho ja he ovat siten kykeneviä tekemään muita konkurssivelkojia sitovia päätöksiä.³²²

Voidaan siis pitää todennäköisenä, että tilanteessa, jossa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu edellyttää liiketoiminnan jatkamista, erillisyhtiö voi konkurssivelkojana yksin päättää, että liiketoimintaa jatketaan.³²³ Konkurssipesän muiden velkojien kannalta liiketoiminnan jatkaminen lienee myös ainoa tapa saada maksu, sillä aiemmin mainituilla tavoilla transaktiossa pyritään siihen, että operatiivisen yhtiön kaikki vakuuskelpoinen omaisuus pantataan erillisyhtiön myöntämän lainan vakuudeksi. Jos konkurssipesä päätyisi pesävarallisuuden realisointiin, on erittäin epätodennäköistä, että muille kuin vakuusvelkojille jäisi jako-osuutta.

Tällaisessa tilanteessa liiketoiminnan jatkamista voidaan pitää selkeästi sen lopettamista parempana vaihtoehtona velkojien maksunsaannin kannalta, sillä ilman liiketoiminnan jatkamista suurin velkojatarho jäisi käytännössä vaille maksua. Näin ollen liiketoiminnan jatkamispäätöstä voidaan lähtökohtaisesti pitää konkurssisäännön perustavoitteiden kannalta hyväksyttävänä ja siten konkurssipesän selvitystä edistävänä. Näin ollen ei liene perusteita katsoa, että liiketoiminnan jatkamispäätös olisi konkurssisäännön 73.2 §:n perusteella mitätön.

Liiketoimintaa jatkettaessa ei ole myöskään todennäköistä, että mitättömyys voisi johtua toiminnan liiallisesta laajentamisesta tai volyymin kasvattamisesta. Transaktion suuruus ja takaisinmaksuaikataulu pyritään suunnittelemaan sellaisiksi, ettei operatiivisen yhtiön liiketoimintaa tarvitse laajentaa kesken transaktion.³²⁴ Näin ollen liiketoimintaa voidaan jatkaa samassa laajuudessa konkurs-

³²² Erillisyhtiön vahva asema perustuu ensisijaisesti siihen, että äänioikeus määräytyy kunkin velkojan konkurssisaamisen rahamäärän mukaisesti (”penni ja ääni”), *Havansi* 1991 s. 371. Koska liiketoiminnan yhtiöittäminen yhteydessä tehdyn uudelleenpääomittamisen avulla liiketoimintaa harjoittava yritys ”puhdistetaan” vanhoista vakuusvelkojista, ovat muita konkurssivelkojia lähinnä verottaja sekä konkurssivelallisen tavarantoimittajat ja asiakkaat. Moody’s 2002 s. 6. Näiden velkojien saamisten yhteissumma ei todennäköisesti nouse niin suureksi, että muut konkurssivelkojat voisivat estää päätöksenteon tilanteissa, joissa edellytetään yksinkertaista äänen enemmistöä. Päätöksiä tehtäessä on kuitenkin huomioitava, etteivät päätökset saa olla vahingollisia sellaisia velkojia kohtaan, jotka eivät ole osallistuneet päätöksentekoon. Jos näin menetellään, on päätös konkurssisäännön 73.2 §:n nojalla mitätön.

³²³ Jos muiden velkojien saatavat ovat suuremmat kuin erillisyhtiön, on erillisyhtiö todennäköisesti maksanut joukkovelkakirjalainan käytännöllisesti katsoen kokonaan takaisin. Tässä tilanteessa liiketoiminnan jatkaminen ei ole välttämätöntä, sillä lainan loppuosan takaisinmaksu saatetaan hoitaa esimerkiksi ulkopuolisen luottotuen avulla.

³²⁴ Toimintaa ei lähtökohtaisesti ole tarvetta laajentaa, sillä transaktiota suunniteltaessa konkurssiinasettamista edeltävän toiminnan laajuuden on katsottu olevan riittävä joukkovelkakirjalainan takaisinmaksun turvaamiseksi.

siinasettamisen jälkeenkin eikä riski jatkamispäätöksen mitättömyydestä liene merkittävä. Mitä liiketoiminnan jatkamisen ajalliseen keston tulee, niin huomioitettavaa on se, että joukkovelkakirjalainan juoksuajasta saattaa olla konkurssiinasettamishetkellä vielä merkittävä osa jäljellä.³²⁵ Koska liiketoiminnan jatkaminen on velkojajahan enemmistön kannalta parempi vaihtoehto kuin välitön realisaatio, on liiketoiminnan jatkaminen pesän selvittämisen kannalta perusteltua, vaikka se edellyttäisi useammankin vuoden jatkoa liiketoiminnalle.

Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa³²⁶ laadulliset, ajalliset ja volyy-miedellytykset liiketoiminnan jatkamiselle ovat olemassa samalla tavoin kuin yhdenkin erillisyhtiön mallissa. Ongelmaksi muodostuu kuitenkin se, että tässä rakenteessa liiketoimintaa harjoittavan yhtiön ja sen omistavan Erillisyhtiö 1:n tai toisaalta liiketoimintaa harjoittavan yhtiön ja liikkeeseenlaskijana toimivan Erillisyhtiö 2:n välillä ei ole velkasuhdetta. Osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n vakuudenantokiellon vuoksi liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöllä ei ole myöskään vakuusvelkojan asemaa. Näin ollen Osakeyhtiö B:n konkurssivelkojina ovat transaktion ulkopuoliset tahot, joiden intresseissä ei ole jatkaa liiketoimintaa ainakaan siinä laajuudessa, että Erillisyhtiö 1 saisi varoja. Tämä seikka osaltaan vahvistaa sitä käsitystä, ettei kahden erillisyhtiön transaktiorakenne ole käyttökelpoinen kotimaisessa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa.

Keskeinen kysymys arvopaperistamistransaktion toteuttamiskelpoisuuden kannalta on myös se, miten konkurssiinasettamisen jälkeen harjoitettavasta liiketoiminnasta konkurssipesälle kertyvät varat voidaan ohjata joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun. Konkurssipesälle tulevat varat on konkurssisäännön 59 §:n nojalla pyrittävä sijoittamaan siten, että ne tuottavat korkoa.³²⁷ Liiketoiminnan tuotot ovat myös tällaista konkurssipesälle tulevaa varallisuutta, joka pyritään sijoittamaan korkoa kasvamaan ennen lopputilitystä. Konkurssisäännön 105 §:n mukaan lopputilitys on annettava kahden kuukauden kuluessa siitä, kun ”*viimeinen este lakkasi*”.

Konkurssivelallisen liiketoimintaa jatkettaessa saattaa tämä viimeinen este lakata vasta monta vuotta konkurssiinasettamisen jälkeen ja näin ollen lopputilitys velkojille tapahtuu myös vasta tämän ajan kuluttua. Koska joukkovelkakirjalainan korot lankeavat maksettavaksi tietyin väliajoin, ei liiketoiminnan tuotojen säilyttäminen korkoa kasvavassa lopputilitykseen asti ole mahdollista.

³²⁵ Jos juoksuaikaa on jäljellä vain vähän, saattaa yritysvarallisuuden arvo ylittää jäljellä olevan velan määrän. Tällöin yritysvarallisuuden realisointi saattaa olla järkevää. Transaktion kannalta tilannetta yksinkertaistaa se, jos joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskija on pidättänyt itselleen oikeuden maksaa joukkovelkakirjalaina ennenaikaisesti takaisin (niin kutsuttu call option -ehto).

³²⁶ Kuvio 4, s. 165.

³²⁷ Myös liiketoiminnan tuottamat kassavirrat ovat konkurssivarallisuuden tuloa, *Havansi* 1991 s. 274.

Päinvastoin, jotta joukkovelkakirjalainan korot voitaisiin maksaa, on liikkeenlaskija-erillisyhtiön saatava varoja tietyin väliajoin pystyäkseen vastaamaan koronmaksuista.

Konkurssisäännön 105 §:n mukaan velkojille on maksettava ennakkojako-osuus aina kun pesään on kertynyt varoja viisi prosenttia velkojien saatavista. Jako-osuus on konkurssisäännön 102 §:n nojalla laskettava kaikille saataville, jollei valvontaa ole lainvoimaisesti hylätty tai jätetty tutkimatta. Näin ollen jos erillisyhtiö on asianmukaisesti valvonut saatavansa, on se 105 §:n ehtojen täytyessä oikeutettu saamaan ennakkojako-osuutta.

Ennakkojako-osuuksien avulla konkurssipesästä voidaan jakaa varoja ennen lopputilitystä siten, että erillisyhtiö voi ainakin periaatteessa huolehtia joukkovelkakirjalainan takaisinmaksusta. Toki on mahdollista ja jopa todennäköistä, etteivät jako-osuudet joko määrällisesti tai ajoituksensa vuoksi mahdollista joukkovelkakirjalainan korkojen täysimääräistä tai oikea-aikaista maksamista. Näissä tilanteissa vajaus tulee maksettavaksi ulkopuolisten luottotuenantajien toimesta.

Yhteenvedona voidaan todeta, että konkurssiin ajautuneen yrityksen liiketoiminnan jatkaminen on mahdollista kotimaisessa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa, joka on rakennettu yhden erillisyhtiön mallin pohjalle. Kahden erillisyhtiön rakenne on yhtiöoikeudellisen sääntelyn ohella myös insolvenssioikeudellisesti ongelmallinen ratkaisu ainakin tässä tutkimuksessa esitetyssä muodossaan, jossa erillisyhtiöiden ja operatiivisen yhtiön välillä ei ole velkasuhdetta.

Suomen konkurssilainsäädännössä on parhaillaan käynnissä kokonaisuudistus, jonka tavoitteena on uuden konkurssilain säätäminen. Uusi laki pyritään saamaan voimaan viimeistään vuonna 2004.³²⁸ Lain uudistamisen yleiseksi tavoitteeksi on asetettu selkeän ja ennakoitavan konkurssilain säätäminen.³²⁹ Merkittäviä muutoksia uusi laki sisältää näillä näkymin kuitenkin varsin vähän, sillä esimerkiksi hallintojärjestelmän osalta uudistus legalisoi vakiintuneen käytännön.³³⁰

Konkurssilaki ei näillä näkymin tuo merkittäviä muutoksia myöskään konkurssivelallisen liiketoiminnan jatkamisedellytyksiin. Konkurssin tarkoituksena on edelleen velallisen omaisuuden mahdollisimman nopea realisointi.³³¹ Toisaalta konkurssipesän on pyrittävä mahdollisimman hyvään realisointitulokseen, mikä saattaa edellyttää liiketoiminnan jatkamista.³³² Velallisen liiketoi-

³²⁸ *Havansi* 2002 s. 99.

³²⁹ Konkurssilakityöryhmä 2002 s. 18.

³³⁰ *Koulu* 2002 (a) s. 218.

³³¹ Konkurssilakityöryhmä 2002 s. 258.

³³² Konkurssilakityöryhmä 2002 s. 199.

minnan jatkamisesta päättäisi edelleen velkojainkokous, joilla on päätösvalta konkurssipesän hallintoa sekä konkurssipesään kuuluvan omaisuuden hoitoa, käyttöä ja rahaksimuuttoa koskevista asioista, joihin kuuluu muun muassa päätös liiketoiminnan jatkamisesta.³³³ Näin ollen uusi konkurssilaki tarjoaa vastaavanlaiset mahdollisuudet konkurssivelallisen liiketoiminnan jatkamiselle kuin nykyinenkin konkurssilainsäädäntö.

6. TRANSAKTION ARVOPAPERIMARKKINA-OIKEUDELLINEN ARVIOINTI

6.1. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskutavat Suomessa

Suomalaiset joukkovelkakirjamarkkinat ovat perustuneet varsin suurelta osin valtion velanottoon. Valtio on edelleen ylivoimaisesti merkittävin toimija Suomen joukkovelkakirjamarkkinoilla, sillä valtion liikkeeseenlaskemien joukkovelkakirjojen osuus koko joukkovelkakirjakannasta oli vuonna 2000 lähes 80 prosenttia.³³⁴ Viime aikoina suuret suomalaiset yritykset ovat kuitenkin hankkineet velkarahoitusta suoraan joukkovelkakirjamarkkinoilta perinteisen luottolaitoslainan sijaan.³³⁵ Näin ollen voidaan olettaa, että tulevaisuudessa yritysten liikkeeseenlaskemien joukkovelkakirjalainojen määrä kasvaa sekä absoluuttisesti että suhteessa valtion joukkovelkakirjalainoihin. Tämä kehitys antaa myös aiheen olettaa, että myös joukkovelkakirjoille, jotka lasketaan liikkeeseen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä, voi tulevaisuudessa olla kasvavaa kysyntää.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on analysoida mahdollisuuksia toteuttaa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktio kokonaan kotimaisena järjestelyinä, mikä tarkoittaa myös sitä, että joukkovelkakirjalaina lasketaan liikkeeseen Suomessa. Tässä jaksossa kartoitetaan liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä liikkeeseenlaskettavalle joukkovelkakirjalainalle asetettavia arvopaperimarkkinoikeudellisia vaatimuksia tilanteessa, jossa joukkovelkakirjat lasketaan yleiseen liikkeeseen. Tällöin tulevat kyseeseen joko joukkovelkakirjojen tarjoaminen yleisölle ja pörssilistauksen hakeminen tai vaihtoehtoisesti joukkovelkakirjojen tarjoaminen vain ennakolta määrätyille suppealle henkilöpiirille. Transaktion luonteen perusteella on todennäköistä, että jälkimmäinen vaihto-

³³³ Konkurssilakityöryhmä 2002 s. 176.

³³⁴ *Dahlberg* 2001 s. 6.

³³⁵ Helsingin Sanomat 2.5.2002 s. D1.

ehto on pörssilistausta todennäköisempi emissiotapaa valittaessa.³³⁶

Joukkovelkakirjoihin sovelletaan lähtökohtaisesti velkakirjalain 5 luvun 34 §:n erityissäännöksiä. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana voi lain 34.1 §:n mukaan toimia vain julkisyhteisö tai kirjanpitovelvollinen. Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimii erillisyhtiö, jonka yritysmuotona on todennäköisesti osakeyhtiö.³³⁷

Arvopaperimarkkinalaki (AML) koskee sen 1 luvun 1.1 §:n mukaisesti arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen. AML 1 luvun 2.1 §:n 2-kohdan mukaan arvopaperilla tarkoitetaan muun muassa osuutta joukkovelkakirjalainaan tai siihen rinnastettavaan velallisen sitoumukseen, joka on tarkoitettu yleiseen liikkeeseen saatettavaksi useiden samansisältöisten sitoumusten kanssa. Arvopaperimarkkinalaki soveltuu riippumatta siitä, tarjotaanko yleisölle julkisen vai yksityisen osakeyhtiön arvopapereita. Osakeyhtiölain 1 luvun 2.1 §:n mukaan yksityisen osakeyhtiön osakkeita ei kuitenkaan voida ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

Tutkimuksen kohteena olevissa transaktiorakenteissa – niin yhden kuin kahden erillisyhtiön sisältävissä – oletuksena on se, että joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön yritysmuotona on julkinen osakeyhtiö. Jos joukkovelkakirjalaina lasketaan yleiseen liikkeeseen, sovelletaan arvopaperimarkkinalakia joukkovelkakirja-annin oikeudellisia kysymyksiä arvioitaessa.³³⁸

AML 2 luvun 3.1 §:n mukaan se, joka tarjoaa yleisölle arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on velvollinen julkistamaan arvopapereita koskevan esitteen ennen tarjouksen voimaantuloa. Jos arvopaperi on jo ennen uutta emissiota pörssilistalla tai vaihtoehtoisesti sitä haetaan otettavaksi pörssilistalle, on arvopaperin liikkeeseenlaskijan AML 2 luvun 3.2 §:n nojalla julkistettava listalleottoesite. Jos arvopapereita tarjotaan yleisölle, mutta arvopapereita ei haeta otettavaksi pörssilistalle, tulee liikkeeseenlaskijan AML 2 luvun 3.3 §:n nojalla julkistaa tarjousesite. Tarjousesitettä

³³⁶ Pörssilistattua arvopaperia voidaan toki pitää sijoittajien kannalta likvideimpänä liikkeeseenlaskuvaihtoehtona. Todennäköistä kuitenkin on, että joukkovelkakirjojen potentiaalista ostajakuntaa ovat institutionaaliset sijoittajat ja näin ollen anti suunnattaneen vain niille. Tällöin listausta ei välttämättä haeta. Esimerkiksi euromarkkinoilla emittoituihin, yritysten liikkeeseenlaskemiin joukkovelkakirjalainoihin sijoittaneista vain 10 % on muita kuin institutionaalisia sijoittajia. *Dahlberg* 2001 s. 36.

³³⁷ Yritysmuodon valinnasta tarkemmin jaksossa 3.2.

³³⁸ Joukkovelkakirja ja yleisemmin arvopaperi lasketaan yleiseen liikkeeseen silloin, kun se liikkeeseenlaskuehtojen mukaisesti joutuu yleiseen vaihdantaan. Arvopaperi on yleisessä vaihdannassa, jos sen vaihdantaan voivat osallistua muutkin kuin vain ennalta määrätyn suppeahkon joukon jäsenet. *Rata* 2002 s. 2.

ei kuitenkaan tarvitse julkaista, jos liikkeeseen lasketaan AML 2 luvun 3.4 §:n mukaisesti velkasitoumuksia, jotka erääntyvät alle vuoden kuluessa niiden liikkeeseenlaskusta.

Listalleotto- ja tarjousesitteen laadintavelvollisuudesta on säädetty poikkeuksia valtiovarainministeriön asetuksessa listalleottoesitteestä (n:o 539/2002) sekä saman ministeriön asetuksessa tarjousesitteestä (n:o 540/2002). Nämä poikkeukset eivät ainakaan lähtökohtaisesti koske arvopaperistamistransaktiossa liikkeeseenlaskijana toimivaa erillisyhtiötä, joten haettaessa joukkovelkakirjoille pörssilistausta on liikkeeseenlaskijan julkistettava listalleottoesite.³³⁹ Jos joukkovelkakirjoille ei haeta pörssilistausta, mutta niitä tarjotaan yleisölle, on liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön laadittava tarjousesite.

Joukkovelkakirjan listaaminen pörssiin lisää sen likvidiyyttä ja saattaa myös alentaa liikkeeseenlaskijan rahoituskustannuksia. Näin ollen se on lähtökohtaisesti hyvä vaihtoehto niin sijoittajille kuin liikkeeseenlaskijallekin. On kuitenkin todennäköistä, että arvopaperistamisten yhteydessä liikkeeseenlaskettavat joukkovelkakirjalainat suunnataan suoraan institutionaalisille sijoittajille, jolloin pörssilistausta ei haeta. Näin meneteltäessä on myös mahdollista, että joukkovelkakirjaa ei katsota tarjottavan yleisölle, minkä vuoksi AML 2 luvun 3 §:n mukaista tarjous- tai listalleottoesitteen laatimisvelvollisuutta ei ole.³⁴⁰

Vaikka liikkeeseenlaskijan ei tulisiakaan laatia tarjous- tai listalleottoesitettä, koskee tätä kuitenkin AML 2 luvun 2 §:n yleinen tiedonantovelvollisuus. Se, joka laskee yleiseen liikkeeseen arvopaperin, on velvollinen pitämään merkitsijöiden saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Arvioitaessa tietojen olennaisuutta ja riittävyyttä lähtökohtana on pidettävä valtiovarainministeriön asetusta tarjousesitteen sisällöstä. Silloin, kun AML 2 luvun 3 §:n mukaista esitettä ei tarvitse laatia, valtiovarainministeriön asetuksen mukaisesta informaation tasosta voidaan poiketa vain, jos merkitsijöiden ammattimaisuutensa ja kokemuksensa puolesta voidaan katsoa ymmärtävän riittävän hyvin liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman ja tarjottavien arvopaperien luonteen.³⁴¹

Jos liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalaina lasketaan yleiseen liikkeeseen hakematta sitä pörssilistalle, on lähtökohtana se,

³³⁹ Joukkovelkakirja-antien kannalta keskeisimmät poikkeukset koskevat kuitenkin lähinnä julkisyhteisöjen tai julkisyhteisöjen myötävaikutuksella toimivien yhteisöjen liikkeeseenlaskemia joukkovelkakirjalainoja ollen siten liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta vähämerkityksisiä. Tästä tarkemmin jaksossa 6.2.

³⁴⁰ Laissa tarkoitetun yleisölle tarjoamisen täytyminen riippuu tarjouksen kohderyhmästä. Rahoitustarkastuksen kanta on, että arvopaperien tarjoaminen yli sadalle henkilölle on pääsääntöisesti yleisölle tarjoamista. Rata 2002 s. 3.

³⁴¹ Rata 2002 s. 2.

että annista laaditaan tarjousesite.³⁴² Jos sijoittajien lukumäärä jää niin alhaiseksi, ettei yleinen liikkeeseenlasku tule kyseeseen, on todennäköistä, että ammatimaisia sijoittajia koskeva poikkeus informaation vähimmäistason alittamisesta koskee joukkovelkakirja-antia, sillä merkitsijoina ovat todennäköisesti institutionaaliset ja siten ainakin lähtökohtaisesti ammattimaiset sijoittajat.

Seuraavassa jaksossa tarkastellaan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa tilanteessa, jossa tulee julkaista joko listalleotto- tai tarjousesite. Tämän lisäksi tutkitaan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta tilanteessa, jossa joukkovelkakirjoja ei tarjota yleisölle. Koska ammatimaisia sijoittajia koskevan poikkeuksen soveltuessaakin lähtökohtana tiedonantovelvollisuuden laajuutta määriteltäessä on tarjousesitettä koskeva sääntely, ei tämän liikkeeseenlaskuvaihtoehdon liikkeeseenlaskijalle asetettavaa tiedonantovelvollisuutta esitellä kuin pääpiirteissään.

6.2. Joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus

Listalleottoesitteessä on AML 2 luvun 3.5 §:n nojalla annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta.³⁴³ Esitteessä on oltava AML 2 luvun 3.5 §:n mukaan olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä tilauskannasta, jos se on liikkeeseenlaskijan toiminnan kannalta tärkeä, sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.

Valtiovarainministeriö on listalleotto- ja tarjousesiteistä antamissaan asetuksissa selventänyt ja tarkentanut AML:n vaatimuksia.³⁴⁴ Niin listalleotto- kuin myös tarjousesiteasetuksen 4 luvuissa säännellään joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta. Valtaosa näistä säännöksistä koskee teknisluontoisia tietoja itse joukkovelkakirjasta ja sen liikkeeseenlaskijasta.³⁴⁵

³⁴² Arvopaperistamisten yhteydessä järjestetyissä joukkovelkakirja-annissa liikkeeseenlaskettavat velkasitoumukset eivät käytännössä koskaan eräänny alle vuodessa liikkeeseenlaskusta, joten AML 2 luvun 3.4 §:n poikkeus ei sovellu.

³⁴³ Perusteltu arvio tarkoittaa valistuneen sijoittajan muodostamaa käsitystä. HE 318/1992 s. 16.

³⁴⁴ Jos joukkovelkakirjoille haetaan kotimaista pörssilistausta, on listauspaikkana tällöin Helsingin Pörssi, jonka säännöt tulee ottaa huomioon listalleottoesitettä laadittaessa. Koska kyseiset säännöt ovat teknisluontoisia eivätkä vaatine erityishuomiota liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä liikkeeseenlaskettavan joukkovelkakirjalainan kohdalla, ei tässä jaksossa tarkemmin tutkita pörssin sääntöjä.

³⁴⁵ Tällaisia säännöksiä listalleottoasetuksen kohdalla ovat muun muassa 24 § (Yleisiä tietoja liikkeeseenlaskijasta, esimerkiksi nimi ja oikeudellinen muoto), 26 § (Tiedot liikkeeseenlaskijan pääomasta) sekä 30 § (Liikkeeseenlaskijan tilinpäätöstiedot ja osavuosikatsaus).

Arvopaperistamistransaktiossa liikkeeseenlaskijana toimii erillisyhtiö, joka on lähtökohtaisesti perustettu vain kyseistä transaktiota silmällä pitäen. Transaktion luonteen vuoksi voitaneen perustellusti katsoa, että tiedonantovelvollisuuden kannalta keskeisimpiä ovat näiden teknisluontoisten säännösten sijaan tiedot liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tämän tulevaisuudennäkymiä koskevat tiedot.³⁴⁶

Valtiovarainministeriön listalleottoasetuksen 28 §:n mukaan listalleottoesitteessä on kerrottava liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan vaikuttavat yleiset tiedot. Näihin tietoihin kuuluu muun muassa yhteenveto siitä, miten liikkeeseenlaskijan toiminta tai tulos mahdollisesti riippuu rahoitus- tai muista vastaavista sopimuksista, jos nämä vaikuttavat olennaisesti liikkeeseenlaskijan liiketoiminnan tai kannattavuuteen.

Yhden erillisyhtiön arvopaperistamisrakenteessa³⁴⁷ liikkeeseenlaskijana toimiva erillisyhtiö antaa operatiiviselle yhtiölle lainan, jonka takaisinmaksueristä saatavilla varoilla erillisyhtiö maksaa liikkeeseenlaskemansa joukkovelkakirjalainan korot ja lyhennykset. Voitaneen perustellusti katsoa, että pystyäkseen saamaan riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta on sijoittajan saatava tietoa erillisyhtiön ja operatiivisen yhtiön lainasopimuksen ehdoista. Tämä vaatimus voidaan asettaa suoraan valtiovarainministeriön listalleottoasetuksen 28 §:n perusteella.

Lainasopimusta koskevaan tiedonantovelvollisuuteen sisältyy ainakin lainan takaisinmaksuehtojen, vakuuksien ja mahdollisten luottotukikeinojen julkistaminen. Sen sijaan tulkinnanvaraisempaa on se, voidaanko tiedonantovelvollisuus ulottaa koskemaan myös operatiivisen yhtiön harjoittaman liiketoiminnan yksityiskohtia, joita voivat olla esimerkiksi yhtiön käyttämät tuotantomenetelmät, jotka vaikuttavat operatiivisen yhtiön kykyyn maksaa laina takaisin. Koska on mahdollista, että operatiivinen yhtiö ei halua paljastaa ulkopuolisille liiketoimintansa yksityiskohtia erillisyhtiön liikkeeseenlaskeman joukkovelkakirjalainan listalleottoesitteessä, saattaa tilanne olla ongelmallinen sijoittajien tiedonsaannin kannalta.³⁴⁸

³⁴⁶ Selvää toki on, että näistä teknisluontoisistakin seikoista tulee asianmukaisesti tiedottaa. Tässä tutkimuksessa keskitytään kuitenkin vain niihin tiedonantovelvollisuuksiin, jotka saattavat olla kattavuutensa suhteen tulkinnanvaraisia liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa.

³⁴⁷ Kuvio 3, s. 163.

³⁴⁸ Tässä tutkitaan sitä, missä laajuudessa lainsäädäntö edellyttää liikkeeseenlaskijan kertovan operatiivisen yhtiön liiketoiminnasta. Tämän lisäksi voidaan esittää kysymys onko operatiivisella yhtiöllä velvollisuus antaa näitä tietoja. Ongelmaa ei käytännön tasolla liene, sillä arvopaperistamistransaktion sopimuspaketissa sovittaneen siitä, että liikkeeseenlaskija on oikeutettu saamaan ne tiedot, jotka liikkeeseenlaskijan on lainsäädännön mukaan annettava.

Kahden erillisyhtiön transaktiorakenteessa³⁴⁹ tilanne on vielä monimutkaisempi. Tässä rakenteessa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö lainaa joukkovelkakirjalainasta saatavat varat toiselle erillisyhtiölle, joka käyttää varat operatiivisen yhtiön osakekannan ostamiseen. Näin ollen operatiivinen yhtiö ei ole lainasuhteessa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiöön, jolloin on mahdollista perustellusti kysyä, voidaanko operatiivinen yhtiö velvoittaa paljastamaan liiketoimintaansa koskevia yksityiskohtia joukkovelkakirjalainan listalleottoesitteessä.³⁵⁰

Yhden erillisyhtiön rakenteessa liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön tulos ja siten kyky maksaa joukkovelkakirjalaina takaisin perustuu täysin sille velallisenä olevan operatiivisen yhtiön kykyyn tuottaa kassavirtoja. Pystyäkseen saamaan riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta on sijoittajien saatava kenties varsin yksityiskohtaisiakin tietoja operatiivisen yhtiön liiketoiminnasta.

Kahden erillisyhtiön rakenteessa operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskeva tiedonantovelvollisuus lienee ainakin lähtökohtaisesti vähäisempi, sillä erillisyhtiön vastapuolena lainasopimuksessa ei ole operatiivinen yhtiö vaan sen omistaja (Erillisyhtiö 1). Näin ollen herääkin kysymys siitä, voidaanko tiedonantovelvollisuus ulottaa koskemaan liikkeeseenlaskijan sopimuskumppanin tytäryhtiöiden liiketoimintaa. Valtiovarainministeriön listalleottoasetuksen 28 §:stä tätä tiedonantovelvollisuutta ei voitane ainakaan suoraan johtaa.

Valtiovarainministeriön listalleottoasetuksen 34 §:ssä säännellään liikkeeseenlaskijan tulevaisuudennäkymiä koskevien tietojen julkaisemista. Listalleottoesitteessä on kerrottava tiedot liikkeeseenlaskijan näkymistä ainakin kuluvalta tilikaudelta. Tulevaisuudennäkymät voidaan saman säännöksen nojalla jättää rahoitustarkastuksen esitteen hyväksymisen yhteydessä antamalla suostumuksella esittämättä. Jos tulevaisuudennäkymiin liittyy olennaisia epävarmuustekijöitä, on näistä kuitenkin ilmoitettava erikseen.

Listalleottoasetuksen 34 §:n määräysten pohjalta liikkeeseenlaskija itse arvioi, missä laajuudessa, miltä osin ja miltä ajanjaksolta se tulevaisuudennäkymiään esittää.³⁵¹ Liikkeeseenlaskijan arvioiden ja tulevaisuudennäkymien on kuitenkin oltava perusteltuja eli esitteeseen on sisällytettävä ne seikat, joihin esitetyt käsitykset tulevasta kehityksestä perustuvat. Tulevaisuudennäkymiin

³⁴⁹ Kuvio 4, s. 165.

³⁵⁰ Englannissa on katsottu, että liikkeeseenlaskija-erillisyhtiön tiedonantovelvollisuus kattaa vain erillisyhtiöiden lainasopimuksen yksityiskohdat eikä operatiivisen yhtiön liiketoimintaan liittyviä seikkoja tarvitse julkistaa listalleottoesitteessä. *Xin* 2000 (a) s. 27 ja *Mannix* 1999 s. 14. Tämä voi olla lainsäädännöllisesti mahdollista, mutta voidaan perustellusti kysyä, ovatko sijoittajat valmiit sijoittamaan antiin, josta he saavat vain hyvin rajoitetusti tietoa.

³⁵¹ Tulevaisuudennäkymien on oltava selkeästi erotettavissa liikkeeseenlaskijan liiketoimintastrategioita, yleisiä tavoitteita ja toimialan näkymiä kuvaavista tiedoista. *Rata* 2002 s. 2.

vaikuttavat riskitekijät on myös julkaistava listalleottoesitteessä. Tällaisia riskitekijöitä ovat muun muassa sellaiset seikat, jotka tyypillisesti liittyvät juuri liikkeeseenlaskettavaan arvopaperiin, liikkeeseenlaskijayritykseen tai siihen toimialaan, jolla yritys toimii.³⁵²

Joukkovelkakirjojen, myös liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa liikkeeseenlaskettavien, juoksuajat ovat usein pitkiä ja lyhimmilläänkin useita vuosia. Liikkeeseenlaskijalta ei voitane kuitenkaan edellyttää arvioita tulevaisuudennäkymistä pidemmältä ajanjaksolta kuin liikkeeseenlaskua seuraavalta muutamalta vuodelta. Sen sijaan tulevaisuudennäkymiin vaikuttavia riskitekijöitä koskeva tiedonantovelvollisuus saattaa olla liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kohdalla varsin laaja, onhan liikkeeseenlaskijan tulos riippuvainen sen ainoan tulonlähteen eli operatiivisen yhtiön ja kahden erillisyyhtiön mallissa Erillisyyhtiö 1:n maksukyvyistä. Näistä riskitekijöistä tiedottaminen edellyttäne myös operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevien tietojen ainakin jonkinasteista paljastamista. Näin ollen listalleottoasetuksen 34 § perustaa liikkeeseenlaskijalle varsin laajan operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevan tiedonantovelvollisuuden.

Sijoittajien tiedonsaantioikeus operatiivisen yhtiön liiketoiminnasta voidaan kuitenkin johtaa myös AML 2 luvun 2 §:stä, jonka mukaan se, joka laskee yleiseen liikkeeseen arvopaperin, on velvollinen pitämään merkitsijöiden saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Voitaneen katsoa, että joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuvarat tuottavaa liiketoimintaa koskevat tiedot vaikuttavat olennaisesti arvopaperin arvoon. Siksi seikat, jotka vaikuttavat operatiivisen yhtiön kykyyn tuottaa liikkeeseenlaskijajerillisyyhtiön antaman lainan takaisinmaksuun käytettävät varat, on julkistettava listalleottoesitteessä.

Näin ollen vaikka valtiovarainministeriön listalleottoasetuksessa asiaa ei suoraan säännelläkään, voidaan liikkeeseenlaskijan katsoa olevan velvoitettu julkistamaan operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevia seikkoja, jos ne voivat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon. Näin on, vaikka operatiivinen yhtiö tai sen omistaja pitäisikin tietoja sellaisina, ettei niistä olisi esimerkiksi kilpailullisista syistä järkevää julkisesti tiedottaa. Transaktion onnistumisen kannalta on myös syytä huomata, että ellei näitä tietoja julkaista, on todennäköistä, että sijoittajien löytäminen on vaikeaa. Tästä syystä voidaan myöskin katsoa, ettei liiketoiminnan arvopaperistamistransaktio sovellu yhtiölle, joka haluaa mahdollisimman laajasti salata liiketoimintaansa koskevaa tietoa.

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta voidaan rahoitustarkastukselle tehtävästä hakemuksesta rajata haettaessa arvoperille pörssilistausta. Valtiova-

³⁵² *Ibidem*.

rainministeriön listalleottoasetuksen 2 luvun 6 §:ssä määrätään poikkeuksia listalleottoesitteen julkistamisesta. Joukkovelkakirjalainoja koskevat poikkeukset kohdistuvat lainoihin, jotka lasketaan liikkeeseen osana joukkovelkakirjaohjelmaa (6.1 §:n 4-kohta) sekä julkisyhteisöjen tai julkisyhteisöjen myötävaiikutuksella toimivien yhteisöjen liikkeeseenlaskemiin joukkovelkakirjalainoihin (6.1 §:n 13–16-kohdat). Näin ollen valtiovarainministeriön säätämät poikkeukset eivät ainakaan lähtökohtaisesti ole relevantteja liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion kannalta.

Jos joukkovelkakirjoja tarjotaan rajatulle, sijoitusasioihin erityisesti perehtyneiden sijoittajien joukolle, voi rahoitustarkastus valtiovarainministeriön listalleottoesitteestä antaman asetuksen 2 luvun 7.3 §:n mukaan myöntää poikkeuksen joidenkin tietojen julkistamisesta kokonaan tai siten, että tiedot otetaan esitteeseen tiivistelmän muodossa. Edellytyksenä poikkeuksen saamiselle on se, että tietojen merkitys on arvopaperista tehtävän perustellun arvion tekemiseksi vähäinen. Aiemmin mainituin tavoin ei voitane katsoa, että operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevien tietojen merkitys olisi sanotulla tavalla vähäinen eikä rahoitustarkastus voine myöntää poikkeusta listalleottoasetuksen 2 luvun 7.3 §:n perusteella.

Jos joukkovelkakirjoille ei haeta pörssilistausta, mikä on liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa varsin todennäköistä, soveltuvat joukkovelkakirjaantiin lähtökohtaisesti tarjousesitettä koskevat säännökset.³⁵³ Tarjousesitteessä on AML 2 luvun 3.4 §:n nojalla annettava riittävät tiedot arvion tekemiseksi arvopaperista ja niiden liikkeeseenlaskijasta. Näin ollen tarjousesitettä koskee lähtökohtaisesti samanlainen tiedonantovelvollisuus kuin listalleottoesitettä.

Tarjousesitettä ei voida pitää liikkeeseenlaskijan kannalta juurikaan listalleottoesitettä ”keveämpänä” vaihtoehtona, sillä arvopaperimarkkinalain ohella myös valtiovarainministeriön tarjousesitettä koskeva asetus määrää tarjousesitteelle muutamaa vähäistä poikkeusta lukuun ottamatta yhtä yksityiskohtaisen vähimmäissisällön kuin listalleottoasetus listalleottoesitteelle. Tarjousasetuksen mukaan tarjousesitteessä on kerrottava muun muassa liikkeeseenlaskijan vastuista ja rahoitusasemasta (24 §), liikkeeseenlaskijan muista sitoumuksista kuten sen antamista lainoista (25 §) sekä liikkeeseenlaskijan tulevaisuudennäköisyydestä (26 §), joten ero listalleottoesitteen vähimmäissisältöön on varsin pieni arvopaperistamistransaktion yhteydessä.

Tarjousesitteen julkistamisvelvollisuudesta on myös säädetty eräitä poikkeuksia. Valtiovarainministeriön asetusta tarjousesitteestä ei sovelleta sen 2 lu-

³⁵³ Annin suuntaaminen suoraan institutionaalisille sijoittajille nopeuttaa emission aikataulua ja on siten todennäköisesti pörssilistausta edullisempi vaihtoehto. Vaikkei velvollisuutta listalleottoesitteen laatimiseen olisikaan, voi liikkeeseenlaskija AML 2 luvun 3.3 §:n nojalla tarjousesitteen asemasta julkistaa listalleottoesitteen.

vun 6.1 §:n 2-kohdan mukaan silloin, jos arvopapereita tarjotaan ennalta määritellylle suppealle joukolle.³⁵⁴ Saman momentin 4-kohdan mukaan tarjousesitetä ei tarvitse julkistaa, jos tarjottavia arvopapereita ei voi hankkia 40.000 euroa pienempää vastiketta vastaan tai nimellis- taikka vasta-arvoltaan tätä pienempinä osuuksina.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä on todennäköistä, että liikkeeseenlaskettavaan joukkovelkakirjaan edes potentiaalisesti sijoittavien piiri on varsin pieni ja näin ollen anti suunnataan heille. On myös mahdollista, että suunnattaessa anti institutionaalisille sijoittajille yksittäisen merkinnän minimisuuruudeksi asetetaan yli 40.000 euroa. Näissä tapauksissa liikkeeseenlaskijalla ei olisi velvollisuutta tarjousesitteen julkistamiseen. On kuitenkin todennäköistä, että sijoittajat näissäkin tilanteissa vaativat esitteen julkistamista, koska liiketoiminnan arvopaperistaminen on lähtökohtaisesti monimutkainen transaktio, josta tiedon saaminen ilman liikkeeseenlaskijan apua on vaikeaa.

Vastaavalla tavoin epätodennäköistä on, että arvopaperistamistransaktion yhteydessä liikkeeseenlaskija-erillisyhtiö voisi rahoitustarkastuksen päätöksellä saada luvan olla julkistamatta operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevia seikkoja. Rahoitustarkastus voi tarjousesiteasetuksen 2 luvun 7 §:n mukaisesti päättää, ettei jotakin asetuksessa tarkoitettua tietoa ole otettava tarjousesitteeseen. Tämän vapautuksen edellytyksenä on erityinen syy, josta esimerkkinä on mainittu se, että tieto on luonteeltaan vähäinen eikä se ole omiaan vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan varojen, vastuiden, taloudellisen aseman, tuloksen tai tulevaisuudennäkymien arviointiin. Lienee selvää, etteivät operatiivista yhtiötä koskevat tiedot ole tällä tavalla vähäisiä. On myös vaikea löytää muita erityisiä syitä, jotka oikeuttaisivat liikkeeseenlaskijan olemaan julkistamatta operatiivisen yhtiön liiketoimintaa koskevia seikkoja ja siten rajaamaan sijoittajien tiedonsaantioikeutta.

Yhteenvetona voidaan sanoa, että liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiossa joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana toimivan erillisyhtiön tiedonantovelvollisuus ei ole lain mukaan kovin laaja, jos joukkovelkakirjoja tarjotaan ennalta määritellylle suppealle joukolle. Tällaisessa tapauksessa listalleotto- tai tarjousesitteen laatimisvelvollisuutta ei ole. AML 2 luvun 2 §:n tiedonantovelvollisuutta koskevan yleissäännöksen nojalla voidaan kuitenkin

³⁵⁴ Tarjousesiteasetuksen 2 luvun 6 §:n muut poikkeukset ovat luonteeltaan sellaisia, etteivät ne lähtökohtaisesti sovellu liiketoiminnan arvopaperistamistransaktion yhteydessä järjestettävään joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskuun. Esimerkkeinä näistä poikkeuksista voidaan mainita esimerkiksi arvopaperien tarjoaminen henkilöille heidän elinkeinoonsa liittyen tai järjestely, jossa työnantajayritys tarjoaa arvopapereita henkilöstölleen.

katsoa, että liikkeeseenlaskija-erillisyytiöllä voi olla varsin laajakin tiedonantovelvollisuus operatiivisen yhtiön kyvystä tuottaa joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun käytettävät kassavirrat, jos joukkovelkakirjalaina lasketaan yleiseen liikkeeseen.³⁵⁵

Tiedonantovelvollisuuden laajuudesta edellä lausuttu koskee myös synteettisen listautumisannin mahdollistavaa kahden erillisyytiön transaktiorakennetta. Voidaankin katsoa, ettei Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö mahdollista liikkeeseenlaskija-erillisyytiön tiedonantovelvollisuuden kaventamista samalla tavoin kuin Englannissa, jossa kahden erillisyytiön transaktiorakenteen merkittäväksi eduksi on luettu liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden rajoittuminen sen toiselle erillisyytiölle myöntämän lainan ehtoihin.

7. KOKOAVIA NÄKÖKOHTIA

7.1. Tutkimustuloksista

Yrityksen omistaman liiketoiminnan arvopaperistamista voidaan kansainvälisistä transaktioista saatujen kokemusten perusteella pitää liiketaloudellisesti järkevänä tapana hankkia varoja suoraan rahoitusmarkkinoilta. Se, että arvopaperistamistransaktion kohteena on suomalainen liiketoiminta, ei ainakaan lähtökohtaisesti poista transaktion arvopaperistajalle tuomia rahoituksellisia hyötyjä. Vaikka järjestely olisikin laskennallisesti edullinen ratkaisu, ei tämä kuitenkaan vielä merkitse sitä, että järjestely voidaan toteuttaa. Transaktion toteuttamiskelpoisuuden määrittelyssä keskeinen tekijä on se lainsäädäntöympäristö, jonka puitteissa järjestely on suunniteltu toteutettavan.³⁵⁶

Tämän tutkimuksen tehtävänä on ollut kartoittaa ja analysoida niitä edellytyksiä, jotka Suomen lainsäädäntö luo täysin kotimaiselle liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiolle.³⁵⁷ Keskeisin näistä edellytyksistä on se, ettei mikään

³⁵⁵ Vaikka erillisyytiön varsin laajaa tiedonantovelvollisuutta ei voitaisi konstruoida tämän yleissäännöksen varaan, on kuitenkin ilmeistä, että sijoittajat vaativat saada tietoa operatiivisen yhtiön liiketoiminnasta.

³⁵⁶ Toki on muistettava, että lainsäädännön monimutkaisuus tai sen arvopaperistajalle asettamat vaatimukset voivat nostaa transaktiokustannukset niin korkeiksi, ettei järjestelyä voida pitää taloudellisesti toteuttamiskelpoisena.

³⁵⁷ Täydellä kotimaisuudella tarkoitetaan siis tilannetta, jossa koko liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioon sovelletaan Suomen lakia. Kotimaisuus pitää sisällään myös sen, että joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku tapahtuu Suomessa sijaitsevan erillisyytiön toimesta kotimaisille rahoitusmarkkinoille.

transaktion keskeinen osa ole suoraan lainsäädännön tasolla kielletty. Jos tämä edellytys ei täyty, vaatii transaktion toteuttaminen lainsäädännöllisiä muutoksia.

Liiketoiminnan arvopaperistamistransaktiota tässä tutkimuksessa esitetyssä perusmuodossaan (yhden erillisyhtiön rakenne) voidaan pitää varsin toteuttamiskelpoisena puhtaasti kotimaisena järjestelynä. Näin ollen transaktiorakenne voidaan rakentaa siten, että tarvittaessa kaikki järjestelyn osapuolet ovat suomalaisia. Myöskään transaktion yhteydessä järjestettävän joukkovelkakirjaemission kohdistamiselle kotimaisille markkinoille ei ole lainsäädännöllisiä esteitä.

Joukkovelkakirjasijoittajien maksunsaannin turvaksi annettujen kattavien vakuuksien ensisijaisena merkityksenä ei ole niiden realisaatioarvo pakkotäytäntöönpanossa vaan se, että niiden antamisella yhden tahon hyväksi voidaan poistaa riski siitä, että muut kuin transaktioon osalliset tahot voisivat panttiseparatisteina realisoida elinkeinon harjoittamisen kannalta tärkeää omaisuutta. Järjestelyn onnistumisen kannalta keskeisimmän transaktion osan eli kattavan vakuuskokonaisuuden rakentaminen onnistuu kotimaisessakin transaktiossa siten, että vakuuskokonaisuuden turvaava vaikutus on ainakin lähellä sitä tasoa, mitä se on ollut ulkomailla toteutetuissa liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioissa.

Tämän tutkimuksen perusteella vaikuttaa myös siltä, että Suomen insolvenssilainsäädäntö turvaa riittäväällä tavalla velkojien maksunsaantiasemaa antamalla heille oikeuden jatkaa operatiivisen yhtiön liiketoimintaa. Lähtökohtaisestihan insolvenssisäännösten tutkiminen on lähinnä teoreettista problematisointia, sillä arvopaperistamisen kohteena olevan liiketoiminnan on oltava luonteeltaan sellaista, että sitä harjoittavan yhtiön todennäköisyys ajautua maksukyvyttömyystilaan on minimaalisen pieni. Koska transaktion onnistuminen on viime kädessä kiinni sijoittajien sitä kohtaan osoittamasta mielenkiinnosta, on sijoittajille kuitenkin pystyttävä osoittamaan, ettei heidän maksunsaantinsa vaarannu edes operatiivisen yhtiön – siis erittäin epätodennäköisessä – insolvenssitilanteessa.

Kehittyneempi ja erityisesti yrityskaupparahoituksen kannalta hyvin mielenkiintoinen kahden erillisyhtiön transaktiorakenne ei ole toteuttamiskelpoinen ainakaan siinä muodossa, jossa vastaavia transaktioita on tehty ulkomailla. Keskeisimmän ongelman rakenteelle aiheuttaa osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n vakuudenantokielto, jonka vuoksi transaktion edellyttämän kattavan vakuuskokonaisuuden rakentaminen on erittäin vaikeaa. Vakuudenantokielto aiheuttaa välillisesti myös sen, että operatiivisen yhtiön liiketoiminnan jatkaminen sen insolvenssitilanteessa vaikeutuu merkittävästi.

Kokoavasti voidaan todeta, että lähinnä yrityksen rahoitusaseman parantamiseen tähtäävä liiketoiminnan arvopaperistaminen on mahdollista Suomessa.

Sen sijaan muutamien ulkomailla tehtyjen yrityskauppojen yhteydessä erittäin käyttökelpoiseksi todettu synteettisen listautumisannin mahdollistava kahden erillisyhtiön transaktiorakenne ei ainakaan sellaisenaan sovi suomalaiseen lainsäädäntöjärjestelmään. Sinänsä tämänkään transaktion mahdollistaminen ei edellyttäisi suuria lainsäädännöllisiä muutoksia. Lienee kuitenkin epätodennäköistä, että yrityksen velkojen asemaa ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta turvaamaan laadittuja säännöksiä muutettaisiin sen vuoksi, että suomalaisille rahoitusmarkkinoille voitaisiin luoda uusi rahoitusjärjestely, joka tosiasiallisesti koskisi vain erittäin harvoja toimijoita.

7.2. Tornator Finance p.l.c. – Ensimmäinen kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamistransaktio

Stora Enso Oyj julkaisi toukokuussa 2002 suunnitelman konsernin Suomen metsien omistusjärjestelyistä.³⁵⁸ Yhtiö siirsi omistusjärjestelyjä koskevan ohjelman mukaisesti 600.000 hehtaaria metsää ja niihin liittyvän liiketoiminnan perustamansa uuden yhtiön, Tornator Oy:n, omistukseen. Joulukuussa 2002 yhtiö ilmoitti myyneensä suunnitelmiansa mukaisesti suurimman osan omistamistaan Tornatorin metsäosakkuusyhtiöiden osakkeista institutionaalisten sijoittajien perustamalle uudelle yhtiölle.³⁵⁹

Osakekaupat rahoitettiin joukkovelkakirjalainalla, jonka laski liikkeeseen irlantilainen Tornator Finance p.l.c. -yhtiö. Liikkeeseenlaskettujen velkakirjojen takaisinmaksuun käytettävät varat saadaan ensisijaisesti Tornatorin ja sen metsäosakkuusyhtiöiden metsänhoitopalvelujen sekä niiden omistamien metsäkiinteistöjen myynnistä saatavilla kassavirroilla.³⁶⁰ Joukkovelkakirjalainan vakuutena ja sijoittajien maksunsaannin turvana ovat Tornatorin ja sen metsäosakkuusyhtiöiden kiinnitetty metsäomaisuus sekä metsien myynnistä ja muusta liiketoiminnasta tulevaisuudessa saatavat kassavirrat.³⁶¹

Tämä järjestely on ensimmäinen rahoitustransaktio, jossa arvopaperistetaan Suomessa harjoitettavan liiketoiminnan tulevaisuudessa tuottamat kassavirrat.³⁶² Järjestelyllä tähdätään Stora Enso Oyj:n taseen vahvistamiseen omistus-

³⁵⁸ Stora Enso Oyj yhtiötiedote 16.5.2002.

³⁵⁹ Stora Enso Oyj yhtiötiedote 4.12.2002.

³⁶⁰ Tornator 2002 s. 7.

³⁶¹ *Ibidem*.

³⁶² Järjestelyä on pidetty rakenteellisesti erittäin innovatiivisena ja transaktiolle on tämän vuoksi myönnetty muun muassa vuoden 2002 eurooppalaisen arvopaperistamistransaktion palkinto ("Securitization Deal of the Year") johtavan rahoitusjuridiikan aikakausjulkaisun vuosittaisessa kilpailussa. IFLR 2003 s. 30.

järjestelyjen avulla, minkä vuoksi transaktiorakenne on eroaa hieman tässä tutkimuksessa esitetyistä transaktiomalleista.³⁶³ Järjestely eroaa tämän tutkimuksen transaktiorakenteista myös siinä suhteessa, että Tornator Finance p.l.c. laski joukkovelkakirjalainan liikkeeseen Irlannissa eikä Suomessa.

Näistä eroista huolimatta voitaneen katsoa, että Tornator-transaktio tukee tämän tutkimuksen tuloksia siitä, että kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistaminen on juridisesti mahdollista. Järjestelyn onnistumisen kannalta keskeiset vakuus- ja insolvenssioikeudelliset säännökset eivät aseta merkittäviä esteitä kotimaisen liiketoiminnan arvopaperistamiselle.³⁶⁴ Lisäksi transaktio antaa viitteitä siitä, että liiketoiminnan arvopaperistaminen voi olla myös liiketaloudellisesti järkevää.

Päätös liiketoiminnan arvopaperistamistransaktioon ryhtymisestä on liiketoimintapäätös, joten viime kädessä järjestelyn toteuttamiskelpoisuuden ratkaisee se, millaisia kuluja rahoitusjärjestelyn lokalisointi tuo suhteessa sen tuottamiin etuihin. Yhden transaktion perusteella ei vielä voida sanoa, onko liiketoiminnan arvopaperistamismallia mahdollista ja järkevää soveltaa Suomessa laajemmin.³⁶⁵ Koska liiketoiminnan arvopaperistamisessa on kysymys uudentyyppisestä ja siten vielä varsin tuntemattomasta rahoitusmallista, riippuu järjestelyn tosiasiallinen toteuttamiskelpoisuus myös suomalaisten yhtiöiden riskinottokyvystä ja -halusta. Näiden tekijöiden analysointi kuuluu kuitenkin juridisen ongelmakentän ja siten tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

³⁶³ Transaktion rakenteesta tarkemmin Tornator 2002 s. 8.

³⁶⁴ Koska Tornator-transaktion keskeisenä osana on osakekauppa, on osakeyhtiölain 12 luvun 7.3 §:n vakuudenantokieltö relevantti myös tämän transaktion kannalta. Tornator-transaktion vakuusjärjestelyjen yhtiöoikeudellinen analysointi olisi mielenkiintoista, mutta valitettavasti se ei ole mahdollista tämän tutkimuksen puitteissa.

³⁶⁵ Laajemmalla sovellettavuudella tarkoitetaan tässä sitä, että myös muuta kuin metsäomaisuuden käyttöön ja realisointiin perustuvaa liiketoimintaa olisi mahdollista arvopaperistaa. Selvää joka tapauksessa on, että potentiaalisten arvopaperistajien joukko on melko suppea jo sen vuoksi, että arvopaperistajan harjoittaman liiketoiminnan tulee olla suuruusluokaltaan merkittävää.

LÄHTEET

Kirjallisuus

Aarnio 1989

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Airaksinen – Jauhiainen 2000

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölain uudistaminen – Taavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus. Helsinki 2000.

Andersson 1995

Andersson, Per-Ulrik: Legal Säkerhetsstruktur, teoksessa *Månsson, Fredrik – Andersson, Per-Ulrik (toim)*: Värdepapperisering – Securitisation, s. 84–95. Tukholma 1995.

Anttila 1996

Anttila, Tapio: Pankki, riskit ja sääntely – Oikeustieteellinen tutkimus mahdollisuuksista sääntelyllä hallita pankin riskejä. Helsinki 1996.

Aro 1971

Aro, Pirkko-Liisa: Säätiön tarkoituksesta ja se toteuttamisen takeista. Porvoo 1971.

Brealey – Myers 2000

Brealey, Richard – Myers, Stewart: Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill 2000.

Brinkworth 2002

Brinkworth, Stuart: Football Turns to Securitization to Fund Growth. International Financial Law Review, February 2002, s. 13–15.

Buerger 1991

Buerger, Theodore: The Risks of Asset-backed Securities: Lessons from History, teoksessa *Zoe Shaw (toim.)*: International Securitisation, s. 14–33. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Burn 1990

Burn, E.H.: Maudsley and Burn's Trusts and Trustees: Cases and Materials (4. painos). Butterworths, Lontoo 1990.

Craik 1991

Craik, Julie: The Role of the Trustee in Issues of UK Mortgage-backed Securities, teoksessa *Zoe Shaw (toim.)*: International Securitisation, s. 319–346. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Chitty 1999

Chitty, Joseph: Chitty on Contracts (28. painos). Sweet & Maxwell, Lontoo 1999.

Dahlberg 2001

Dahlberg, Tomi: Muuttuvat pääomamarkkinat ja niiden hyödyntäminen. Materiaalia IIR Finland Oy:n Rahoitusinstrumentit ja pääomamarkkinat -seminaarista. Hotelli Radisson SAS Royal 10.–11.9.2001.

Din 2000

Din, Steve: Understanding Securitisation in the Context of Corporate Recapitalisations and Acquisitions. *Journal of International Banking Law* 2000, s. 128–132.

DTTI 1993

Deloitte Touche Tomatsu International: Guide to Insolvency in Europe. CCH International, Reading 1993.

ERIG 2002

The European Restructuring and Insolvency Guide. White Page, Lontoo 2002.

ESF 2002

European Securitisation Forum: A Framework for European Securitisation. Lontoo 2002.

Fennica 2001

Fennica No. 6 p.l.c.: Offering Circular. Lontoo 2001.

Francis – Stow 2001

Francis, Steve – Stow, Richard: Securitization: the Strategic Rationale and Shareholder Value Benefits. *Euroweek* November 2001, s. 14–17.

von und zu Fraunberg 2001

von und zu Fraunberg, Mikael: Arvopaperistaminen riskienhallinnan näkökulmasta. Materiaalia Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan ”Rahoitusmuotojen oikeudellinen kehittäminen ja asiantuntijaorganisaation menetit” -kurssilta 12.11.2001.

Gaitskell 1991

Gaitskell, Bruce: The Securitisation Issuer’s Perspective, teoksessa *Zoe Shaw (toim.):* International Securitisation, s. 50–63. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Grinblatt – Titman 1998

Grinblatt, Mark – Titman, Sheridan: Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill 1998.

Haapaniemi 2001

Haapaniemi, Ossi: The Use of SPV’s in Finland. Materiaalia Euromoney Legal Training -seminaarista ”Cross Border Securitisation in Finland”. Hotelli Radisson SAS Plaza 13–14.12.2001.

Haas 1996

Haas, Jeffrey J.: Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: the Need for a Duty of Fairness. Michigan Law Review 1996, s. 2089–2157. Michigan 1996.

Halila 1998

Halila, Heikki: Säätiöoikeuden tutkimuskysymyksiä. Lakimies 1998, s. 18–37.

Halila 1983

Halila, Jouko: Konkursrätten i huvuddrag. Vammala 1983.

Havansi 1979

Havansi, Erkki: Panttioikeus osakkeeseen – Ensimmäinen osa. Helsinki 1979.

Havansi 1991

Havansi, Erkki: Suomen konkurssioikeus (2. painos). Helsinki 1991.

Havansi 1992

Havansi, Erkki: Esinevakuusoikeudet (2. painos). Jyväskylä 1992.

Havansi 2002

Havansi, Erkki: Konkurssin ja konkurssioikeuden peruslähtökohdat, teoksessa *Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Niemi-Kiesiläinen, Johanna*: Insolvenssioikeus, s. 93–100. Juva 2002.

Hay 2002

Hay, John: Whole Business Securitisation – Glamour and Substance. Structured Finance International, August 2002, s. 16–25.

Helman 1991

Helman, Candy: Developments in Financing Techniques, teoksessa *Zoe Shaw (toim.)*: International Securitisation, s. 75–84. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Hemmo 2001

Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Jyväskylä 2001.

Henderson 1997

Henderson, John: Asset Securitization – Current Techniques and Emerging Market Applications. Euromoney Publications PLC 1997.

Henderson – Scott 1988

Henderson, John – Scott, Jonathan P.: Securitization. Woodhead-Faulkner Limited, Lontoo 1988.

Huhtamäki 1996

Huhtamäki, Ari: Arvopaperistaminen – Tulevaisuuden rahoitusmuoto, teoksessa *Saarnilehto, Ari (toim.)*: Vastuun samaistuksesta ja muita kirjoituksia, s. 157–196. Turku 1996.

Håstad 1994

Håstad, Torgny: Sakrätt avseende lös egendom (5. painos). Tukholma 1994.
IFLR 2003

International Financial Law Review: The IFLR European Awards. International Financial Law Review, April 2003, s. 25–33.

Kaisto 1999

Kaisto, Janne: Sopimusvapaus ja saatavan siirto, teoksessa Juhlajulkaisu Jukka Peltonen 60 vuotta, s. 135–153. Helsinki 1999.

Kaisto 2001

Kaisto, Janne: Sopimusvapaus, laki ja maksusuoja. Helsinki 2001.

Kendall 1996

Kendall, Leon T.: Securitization: A New Era in American Finance, teoksessa *Kendall, Leon T. – Fishman, Michael J. (toim.): A Primer on Securitization*, s. 1–16. The MIT Press, Massachusetts 1996.

Koski – Immonen 1990

Koski, Pauli – Immonen, Raimo: Henkilöyhtiöt yritysmuotona. Jyväskylä 1990.

Koulu 1984

Koulu, Risto: Saatavan ulosmittaus. Mikkeli 1984.

Koulu 2002 (a)

Koulu, Risto: Velkojien autonomian periaate konkurssipesän hallinnossa, teoksessa *Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Niemi-Kiesiläinen, Johanna*: Insolvenssioikeus, s. 213–220. Juva 2002

Koulu 2002 (b)

Koulu, Risto: Konkurssipesän omaisuuserittely, teoksessa *Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Niemi-Kiesiläinen, Johanna*: Insolvenssioikeus, s. 239–256. Juva 2002.

Koulu 2002 (c)

Koulu, Risto: Yrityssaneeraus, teoksessa *Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Niemi-Kiesiläinen, Johanna*: Insolvenssioikeus, s. 437–536. Juva 2002.

Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Helsinki 2002.

Leppiniemi – Puttonen 1996

Leppiniemi, Jarmo – Puttonen, Vesa: Yrityksen rahoitus. Porvoo 1996.

Mannix 1999

Mannix, Rob: Combining the Benefits of Debt and Equity. International Financial Law Review, August 1999, s. 12–16.

Marsland-Shaw 1991

Marsland-Shaw, Lionel J.: Standard & Poor's View, teoksessa *Zoe Shaw (toim.)*: International Securitisation, s. 212–222. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Martikainen 2000

Martikainen, Teppo: Rahoituksen perusteet. Juva 2000.

Moody's 2000

Moody's: Whole Business Securitizations: A Unique Opportunity for UK Assets. Lontoo 2000.

Moody's 2001

Moody's: The Combined Use of Qualitative Analysis and Statistical Models in the Rating of Securitizations. New York 2001.

Moody's 2002

Moody's: Moody's Approach to Rating Operating Company Securitizations. New York 2002.

Månsson 1995 (a)

Månsson, Fredrik: Vad är värdepapperisering?, teoksessa *Månsson, Fredrik – Andersson, Per-Ulrik (toim.)*: Värdepapperisering – Securitisation, s. 11–23. Tukholma 1995.

Månsson 1995 (b)

Månsson, Fredrik: Värdepapperisering av krediter, teoksessa *Månsson, Fredrik – Andersson, Per-Ulrik (toim.)*: Värdepapperisering – Securitisation, s. 24–31. Tukholma 1995.

Nydrén 1995

Nydrén, Birger: Om kreditrisker och juridiska risker vid värdepapperisering, teoksessa *Månsson, Fredrik – Andersson, Per-Ulrik (toim.)*: Värdepapperisering – Securitisation, s. 65–83. Tukholma 1995.

Ojanen – Sutinen 1991

Ojanen, Ilmari – Sutinen, Juhani: Yrityskiinnitys (2. uudistettu painos). Tampere 1991.

Olsson 1996

Olsson, Katrina: Näringsdrivande stiftelser – en rättslig studie över ändamål, förmögenhet och förvaltning. Tukholma 1996.

Ovaska 1992

Ovaska, Risto K.: Konkurssivelallisen liiketoiminnan jatkaminen. Jyväskylä 1992.

Palin 1997

Palin, Samuli: Aidon kaupan turvaaminen arvopaperistamistransaktioon liittyvässä saatavakannan luovutuksessa. Lakimies 1997, s. 617–645.

Petkovic 2000

Petkovic, Denis: New Structures: "Whole Business" Securitisations of Project Cash Flows, *Journal of International Banking Law*, August 2000, s. 187–192.

Pinomaa 2000

Pinomaa, Pekka: Konkurssikäytäntö. Jyväskylä 2000.

Poutiainen 2001

Poutiainen, Annika: The Trust and the Eurobond Issue. *Defensor Legis* 2001, s. 332–337.

Ranieri 1996

Ranieri, Lewis S.: The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential, teoksessa *Kendall, Leon T. – Fishman, Michael J. (toim.): A Primer on Securitization*, s. 31–44. The MIT Press, Massachusetts 1996.

Sarvi 1977

Sarvi, Aatos: Näkökohtia toimimisesta toisen lukuun eräissä omistamistilanteissa – Lisensiaattitutkimus siviilioikeuden erityisessä osassa. Helsinki 1977.

Sarvi 1998

Sarvi, Aatos: Omistus toisen lukuun. Materiaalia Lakimiesliiton Koulutuksen "Offshore-yhtiöt"-kurssilta. G.W. Sundmans 22.10.1998.

Standard & Poor's 1998

Standard & Poor's: *New Assets* 1998. McGraw-Hill, New York 1998.

Standard & Poor's 2000

Standard & Poor's: *Legal Criteria in Structured Finance Transactions*. McGraw-Hill, New York 2000.

Tepora 1990

Tepora, Jarno: Yrityskiinnityslain käteispanntauskielto ja erityisrahoitus-sopimusten vakuusjärjestelyt. *Lakimies* 1990, s. 866–900.

Tepora 1995 (a)

Tepora, Jarno: Katsaus viimeaikaiseen kehitykseen esineoikeudessa. *Lakimies* 1995, s. 1219–1239.

Tepora 1995 (b)

Tepora, Jarno: Luottojen arvopaperistaminen Suomessa oikeudelliselta kannalta. *Juhlajulkaisu Roschier-Holmberg & Waselius 60 vuotta*, s. 170–189. Jyväskylä 1995.

Tepora 2001

Tepora, Jarno: Tavanomaisen irtaimen esineen sale and lease back -järjestelystä vakuustarkoituksessa. *Velka, vakuus ja prosessi – Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941-11/7-2001*, s. 322–350. Jyväskylä 2001.

Tepora – Kartio – Koulu – Wirilander 1998

Tepora, Jarno – Kartio, Leena – Koulu, Risto – Wirilander, Juhani: Kiinteistön käyttö ja luovutus (3. uudistettu painos). Jyväskylä 1998.

Tepora – Takki 1994

Tepora, Jarno – Takki, Tapio: Factoring. Tampere 1994.

Tornator 2002

Tornator Finance p.l.c.: Offering Circular. Lontoo 2002.

TT 1993

TT – Confederation of Finnish Industry and Employers: Capital Market Task Force Report: Development of Capital Market. Helsinki 1993.

Tuomisto 1995

Tuomisto, Jarmo: Takaisinsaannista. Erityisesti maksun ja vakuuden peräytämisen konkurssissa. Jyväskylä 1995.

Tuomisto 1996

Tuomisto, Tero: Erityisongelmia asuntoluottojen arvopaperistamisessa. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja – Yksityisoikeuden julkaisusarja A:86. Turku 1996.

Tuomisto 1999

Tuomisto, Tero: Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa – tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja – Yksityisoikeuden julkaisusarja A:97. Turku 1999.

Villa 2001

Villa, Seppo: Välipääomarahoitus. Jyväskylä 2001.

Wenman 1991

Wenman, Stephen L.: Credit Enhancement: Introduction and Overview, teoksessa *Zoe Shaw (toim.)*: International Securitisation, s. 164–171. MacMillan Publishers Limited, Bristol 1991.

Wilhelmsson – Jääskinen 2001

Wilhelmsson, Thomas – Jääskinen, Niilo: Avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt (3. painos). Helsinki 2001.

Wood 1995 (a)

Wood, Philip R.: Comparative Financial Law. Sweet & Maxwell, Lontoo 1995.

Wood 1995 (b)

Wood, Philip R.: Principles of International Insolvency. Sweet & Maxwell, Lontoo 1995.

Wood 1995 (c)

Wood, Philip R.: Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-off and Netting. Sweet & Maxwell, Lontoo 1995.

Xin 2000 (a)

Xin, Zhang: The Emergence of Project-backed Securitisation. *International Financial Law Review*, January 2000, s. 24–29.

Xin 2000 (b)

Xin, Zhang: Trends and Developments in Cross-border Securitisation, Part 2: Legal Structures and Analysis. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2000, s. 318–324.

Kotimaiset virallislähteet

Arvopaperistamistyöryhmä 1993

Arvopaperistamistyöryhmän mietintö. Ympäristöministeriön asunto-osasto, työryhmän mietintö 2/1993.

HE 27/1977

Hallituksen esitys 27/1977 Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 11/1981

Hallituksen esitys 11/1981 Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n muuttamisesta.

HE 102/1990

Hallituksen esitys 102/1990 Eduskunnalle takaisinsaantia konkurssipesään koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 318/1992

Hallituksen esitys 318/1992 Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 249/1994

Hallituksen esitys 249/1994 Eduskunnalle laeiksi konkurssipesien hallinnon valvonnasta sekä konkurssisäännön muuttamisesta.

HE 89/1996

Hallituksen esitys 89/1996 Eduskunnalle laeiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 184/2001

Hallituksen esitys 184/2001 Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeksi.

Konkurssilakityöryhmä 2002

Konkurssilakityöryhmän mietintö 22.1.2002: Luonnos hallituksen esitykseksi eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamisesta.

Oikeustoimilakitoimikunta 1990

Oikeustoimilakitoimikunnan mietintö. Komiteamietintö 1990:20.

Osakeyhtiölakityöryhmä 2003

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö 6.5.2003. Oikeusministeriö, Työryhmämietintö 2003:4.

Rata 1996

Rahoitustarkastus: Ohje saamisten luovuttamisesta ja arvopaperistamisesta. Nro 103.11. Antopäivä 16.1.1996. Voimassaoloaika 1.5.1996 lukien toistaiseksi.

Rata 2002

Rahoitustarkastus: Arvopaperimarkkinalain mukaiseen arvopaperien tarjoamiseen liittyvää tulkintaa. Kannanotto K/41/2002/PMO. Antopäivä 11.2.2002.

Ulkomaiset virallislähteet

RP 2000/01:19

Regeringens proposition 2000/01:19 – Bättre förutsättningar för värdepapperisering. Tukholma 2000.

SEC 1996

U.S. Securities and Exchange Commission: ”Antimanipulation Rules Concerning Securities Offerings”. Washington 1996.

Haastattelut

Palkonen 6.5.2002

OTK, KTM Samu Palkonen, Roschier Holmberg Asianajotoimisto Oy. Haastattelu 6.5.2002.

Svinhufvud 28.8.2002

VT Eino Svinhufvud, Osuuspankkikeskus – Laki- ja riskienhallintapalvelut -osasto. Haastattelu 28.8.2002.

WHOLE BUSINESS SECURITISATION IN FINLAND

In recent decades, development in the international financial markets has been rapid, and the rate of change has accelerated as the restrictions with respect to the movement of capital have been removed. One of the most significant financial inventions during this period of swift change has been the securitisation of a company's receivables (traditional securitisation). Traditional securitisation involves the packaging of designated pools of receivables with appropriate credit enhancement, and the underwriting and sale of these packages to investors in the form of securities (principally bonds), which are usually collateralised by the underlying assets and their associated income stream.

Securitisation, as defined here, is thus a process in which illiquid assets can be transformed into a more liquid, manageable form and distributed to a broad range of investors through the medium of the capital markets. The same applies to a new financing method called whole business securitisation. While a traditional securitisation structure isolates certain specific assets from a company and uses the pre-contracted cash flows derived from those assets to service debt, a whole business securitisation transaction relies on future, and usually less predictable, cash flows derived from the entire business of an operating company.

The objective of this study is to analyse whether a whole business securitisation transaction can be arranged in such a way that only Finnish legislation is applicable, i.e. so that every phase of the transaction is conducted under Finnish jurisdiction. First, this study presents the basic structures of the two securitisation models described above, i.e. traditional and whole business, and analyses their similarities and fundamental differences. In connection with this analysis, the basic prerequisites set for the business to be securitised are presented. Once the framework for whole business securitisation has been introduced, this study further analyses the central legal issues that arise when a Finnish-based business is securitised.

While whole business securitisation structures are quite similar to those of traditional securitisations, whole business securitisations involve disparate legal issues. These issues include, in particular, the pledging of future receivables and the bond investors' options to continue the business of an insolvent operating company. Thus this study analyses the structuring of the collateral package particularly with respect to the pledging of future receivables, and the

insolvency regulation in Finland in respect of the insolvency of the operating company. In addition, this study analyses the establishment of the transaction parties under Finnish jurisdiction, and furthermore the relevant securities regulation especially with respect to the disclosure obligations of the special purpose vehicle issuing the bonds.

The results of this study indicate that the relevant regulation in Finland provides investors with tools that secure, to a great extent, the repayment of their claims. Furthermore, the applicable company and securities regulations do not impede an entirely Finnish transaction. Thus it can be stated that the method of whole business securitisation can be applied in Finland, and furthermore in such a way that the transaction as a whole is governed by Finnish law.