



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Elisa Tervo

KOVENANTTIEN SOVELTUMINEN ENKELIRAHOIT- TAJIEN OSAKASSOPIMUKSIIN

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö

Talousoikeuden pro gradu -tutkielma

Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2020

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö**

Tekijä:	Elisa Tervo	
Tutkielman nimi:	Kovenanttien soveltuminen enkelirahoittajien osakassopimuksiin	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Oppiaine:	Talousoikeus	
Työn ohjaaja:	Vesa Annola	
Valmistumisvuosi:	2020	Sivumäärä: 78

TIIVISTELMÄ:

Tutkimuksen tarkoituksena on perehtyä kovenanttien soveltumiseen osaksi enkelirahoituksen osakassopimuksia. Tutkimuksessa pääasiallisesti käsiteltävä rahoituksen muoto on yrityksen ulkoinen oma pääoma. Epämuodollinen pääomarahoitus, josta käytetään myös termiä riskirahoitus, on tarkemmin rajattu epämuodolliseen riskirahoitukseen ja sen alalajiksi eriteltävään enkelirahoitukseen. Enkelirahoituksen ja perinteisen kovenanttiperusteisen pankkirahoituksen sopimusten oikeudellista taustaa, riskienhallintaa ja kehityssuuntia tarkastellaan ja vertaillaan aikaisempia tutkimuksia analysoiden. Tutkimus on poikkitieteellinen kokonaisuus, joka oikeusdogmaattista näkökulmaa apuna käyttäen yhdistelee rahoituksen ja talousoikeuden teemoja uusia sovelluskohteita etsien. Aiheen oikeudellisen taustan muodostaa sopimusoikeus, jonka oikeusperiaatteet heijastuvat osakassopimuksiin ja kovenanttien käyttöön osana rahoituksen sopimuksia.

Kovenantit määritellään tutkimuksessa sopimusten erityisehdoiksi, joiden tarkempi luokittelu ja käytön vaikutukset sopimukseen käsitellään omassa kappaleessaan. Rahoitus- ja sijoitussopimusten taustalla on aika riski, jonka hallintaan paneudutaan panttioikeuden, kovenanttien, luottamuksen ja kumppanuuden näkökulmista. Tutkimuksessa määritellään tarkemmin enkelirahoitus riskirahoitusmuotona ja käsitellään enkelirahoitukseen liittyviä erityispiirteitä, jotka yhdistävät sitä sopimusoikeuden uusiin sopimuskumppanuudellisiin suuntauksiin. Enkelirahoittajat sijoittavat omaa henkilökohtaista pääomaansa vähemmistöosakkaina kasvaviin tai kasvua tavoitteleviin yrityksiin, samalla tarjoten yrityksille omaa henkilökohtaista osaamistaan. Enkelirahoituksen osakassopimusehtojen ja kovenanttien väliltä etsitään yhteneväisyyksiä ja arvioidaan kovenanttien käytön soveltumista osaksi enkelirahoitusta. Tutkimuksessa perehdytään sekä enkelirahoituksen, että kovenanttien käytön tavoitteena olevaan liiketoiminnan edistämiseen ja lisäarvon tuottamiseen, sekä tarkastellaan kovenanttien tuomia hyötyjä, haasteita ja muutoksia vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen sopimukseen ja sopimuskokonaisuuksiin. Tutkimuksessa pyritään löytämään näiden eri rahoitussopimusympäristöjen yhtymäkohtia erityisesti rahoittajan roolin ja rahoitussuhteiden muodostamisen kautta. Tutkimuksessa nostetaan esiin rahoittajan ja rahoitettavan kohteen välisen suhteen merkitys rahoitusriskin arvioinnille ja hallitsemiselle. Tutkimuksessa tarkastellaan myös perinteisen pankkirahoituksen ja osakassopimusten kehityskaaria ja tulevaisuuden näkymiä. Kovenanttien käyttöä pyritään tarkastelemaan uusista näkökulmista ja yhtymäkohtia rahoitus- ja osakassopimusten kehityssuuntiin etsien.

AVAINSANAT: kovenantti, enkelirahoitus, osakassopimus, vakuus, riski, luottamus, suhde

SISÄLLYSLUETTELO

	sivu
TIIVISTELMÄ:	2
LYHENTEET	5
1. JOHDANTO	6
1.1. Tutkimuksen taustaa	6
1.2. Tutkimuksen tarkoitus ja tutkimusmenetelmä	8
1.3. Aiemmat tutkimukset, lähteet ja tutkimuksen rakenne	10
2. RISKIRAHOITUKSEN TAUSTA JA SOPIMUSYMPÄRISTÖ	13
2.1. Riski osana rahoitusta	13
2.2. Epämuodollinen riskirahoitus	17
2.3. Sopimusoikeudelliset mekanismit	19
2.4. Oikeusperiaatteet rahoitus- ja osakassopimusten taustalla	21
3. SOPIMUSOIKEUDELLISIA RISKIENHALLINTAKEINOJA	25
3.1. Perinteinen riskienhallinta	25
3.2. Kovenantit	26
3.3. Osakassopimukset	28
3.4. Kumppanuussopimukset	31
4. ENKELIRAHOITUS	34
4.1. Määritelmä ja erityispiirteet	34
4.2. Rahoitusprosessi ja sopimusehdot	36
4.3. Luottamus ja yrittäjä-rahoittaja-suhde	40
5. KOVENANTIT	44
5.1. Kovenanttien luokittelu	44
5.2. Kovenanttien käyttö	46
5.3. Kovenanttien vaikutus sopimukseen	47
5.3.1. Muutokset sopimussuhteessa	47
5.3.2. Hyödyt	49

5.3.3. Haasteet	51
6. ENKELIRAHOITUKSEN JA KOVENANTTIEN SYNTEESI	54
6.1. Sopimusten muodostaminen	54
6.2. Sopimusten sisältö	57
6.3. Suhteiden muodostaminen osana sopimuksia	60
6.4. Sopimusten tulevaisuuden kehitys	63
7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO	66
LÄHDELUETTELO	69

LYHENTEET

FiBAN	Finnish business angels network
OikTL	Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

1. JOHDANTO

1.1. Tutkimuksen taustaa

Ulkopuolisen rahoituksen saaminen on usein välttämätön ja kriittinen vaihe uusien yritysten perustamisessa. Rahoituksen mahdollisesti korkeat kustannukset ja rahoituksen hankkimisen vaikeus hidastavat uusien innovaatioiden ja yritysten pääsyä markkinoille, joka puolestaan vaikuttaa talouskehitykseen negatiivisesti. Joustavan ja saatavilla olevan rahoituksen löytyminen edistää vapaiden markkinoiden toimintaa ja avointa kilpailua, joka luo talouskasvua ja hyvinvointia yhteiskunnassa.¹

Rahoitusala on jatkuvassa murroksessa ja talouden vaihtelut luovat yritysten rahoituksen saannille omat haasteensa². Rahoitusmarkkinoiden suhdannevaihtelut ja pankkisääntelyn ja vakavaraisuusvaatimusten muutokset luovat tarpeen myös uusille ja joustaville rahoitusmuodoille. Rahoitusmuodon valinnassa painotetaan joustavuuden ja kustannusten lisäksi myös rahoituksen kykyä tuottaa yritykselle lisäarvoa. Sopimusoikeuden perustana oleva sopimusvapaus mahdollistaa rahoitusalan sopimusten mukautumisen rahoitusmarkkinoiden muuttuviin tarpeisiin, mutta muuttuva rahoitusympäristö luo myös haasteita rahoituksen sopimusten taustalla vaikuttavan rahoitusriskin hallinnalle.

Suhteiden muodostamisen merkitys nousee yhä vahvemmin esiin myös rahoitukseen liittyvien sopimusten muodostamisen yhteydessä ja verkostoituminen nähdään kilpailuetuna ja jopa menestyksen edellytyksenä³. Perinteisesti sopimuksilla on pyritty määrittelemään suhde toiseen toimijaan ja kontrolloimaan rahoituksen sopimukseen liittyvää

¹ Heukamp, Liechtenstein & Walkeling 2007; Morrissette 2007; Wetzel 1983, 1987.

² Oikeusministeriö: Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta, 2018

³ Tieva 2006

riskiä⁴. Rahoitusmuotojen- ja sopimuksien muuttuessa yhä suhdekeskeisemmiksi, sopimuksia solmittaessa esiin nousee uudenlaisia yhteistyöhön liittyviä riskejä, joiden hallinta vaatii yhä kokonaisvaltaisempaa riskienhallintaa ja liiketoimintaympäristön ymmärrystä⁵.

Yhteistyön ja kumppanuuden tiivistymisen myötä joustavien, personoitujen ja liiketoiminnan kehittämiseen tähtäävien sijoitus- ja rahoitussopimusten tarve on kasvanut ja sopimusten muodostaminen ei perustu enää vakiomuotoisiin sopimus pohjiin, joissa rahoituksen ehdot ovat samat kaikille. Yksilöllisyyden ja henkilökohtaisuuden merkitys korostuu myös erilaisten rahoitusmuotojen valinnassa, ja rahoittajan rooli on kokenut murroksen. Tulevaisuuden teemana voidaan nähdä myös rahoitusmuotojen uudenlainen yhdistely.⁶ Kuten mainittu, kumppanuuksien ja verkostoitumisen merkitys liiketoiminnalle on lisääntynyt ja sen myötä myös sopimusneuvotteluiden ja onnistuneiden sopimusten solmimisen merkitys on korostunut⁷.

Tämä tutkielma keskittyy tarkastelemaan yksityisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen, tarkemmin määriteltynä enkelirahoituksen, ja rahoituksen lainaehtojen erityisehtojen eli kovenanttien soveltumista yhteen. Tutkielmassa käsitellään myös kovenanttien tuomia hyötyjä, haasteita ja muutoksia vieraan ja oman pääoman rahoituksen sopimuksiin ja sopimuskokonaisuuksiin. Aiemman kirjallisuuden ja tutkimuksen pohjautuessa lähinnä kovenanttien käyttöön perinteisen pankkirahoituksen yhteydessä, näkökulma on nyt siirretty yritysten käyttämien rahoitusmuotojen monipuolistuessa yksityisen ulkoisen oman pääoman rahoittajien solmimien osakassopimusten ja sopimuskäytäntöjen tutkimiseen. Tutkimuksen aihe on rajattu pääosin suhdekeskeisen enkelirahoituksen osakassopimusten oikeudellisten riskienhallintakeinojen analysointiin ja kovenanttien mahdolliseen soveltumiseen osaksi pääomarahoituksen riskienhallintaa.

⁴ Välimäki 2014: 140

⁵ Pohjonen 2005

⁶ Välimäki 2013: 119-133

⁷ Tieva 2006

1.2. Tutkimuksen tarkoitus ja tutkimusmenetelmä

Tutkielman tarkoituksena on syventyä aikaisempiin tutkimuksiin kovenanttien käytöstä osana rahoitussopimuksia ja samalla etsiä mahdollisia sovelluskohteita näille lainasopimusten erityisehdoille epämuodollisen pääomarahoituksen sopimuksista. Tutkimuksessa tarkastellaan yksityisten henkilöiden harjoittaman riskirahoituksen eli enkelirahoituksen osakassopimuksia⁸ ja perinteisesti pankkirahoitukseen yhdistetyn kovenanttirahoituksen rahoitussopimuksia sekä etsitään yhteneväisyyksiä näistä rahoitusmuodoista ja niiden sopimusoikeudellisista riskienhallintakeinoista. Tutkimuksessa pyritään löytämään näiden eri rahoitussopimusympäristöjen yhtymäkohtia erityisesti rahoittajan roolin ja rahoitussuhteiden muodostamisen kautta. Tutkimuksessa nostetaan esiin rahoittajan ja rahoitettavan kohteen välisen suhteen merkitys rahoitusriskin arvioinnille ja hallitsemiselle. Tutkimuksessa käsitellään rahoituksen myöntämiseen kriittisesti liittyvän riskin hallintaa erilaisissa rahoitusympäristöissä oikeudellinen näkökulma huomioiden.

Tutkimuksen oikeudellisessa keskiössä on sopimusoikeuden oikeusperiaatteiden vaikutus rahoitus- ja osakassopimukseen, muuttuva rahoituksen sopimuskäsitys sekä rahoittajan roolin muutos rahoitusmarkkinoilla. Työssä yhdistetään poikkitieteellisiä teemoja rahoituksen ja oikeustieteen välillä, sekä pyritään löytämään teoreettisen viitekehyksen ja käytännön yhtymäkohdat kovenanttien käytöstä ja mahdollisista sovellutuksista epämuodollisemman rahoituksen sopimukseen.

Tutkielman aihe on rajattu koskemaan pääasiassa enkelirahoittajien eli epämuodollisen riskirahoituksen osakassopimuksia ja muodollisen rahoituksen eli esimerkiksi pankkien myöntämän lainarahoituksen sopimuskäytäntöjä käytetään vain esimerkkeinä. Pankkirahoituksen sopimuksia tutkitaan lähinnä kovenanttien käytön osalta. Tutkielma ei siten

⁸ Lahti 2008: Lahti määrittelee enkelirahoituksen termin osaksi epämuodollisen riskirahoituksen termiä. Epämuodollinen riskirahoitus ja enkelirahoitus voidaan kuitenkin nähdä myös erillisinä termeinä, jolloin enkelirahoitus on tarkemmin rajattu. Lahti käyttää termiä yksityiset riskirahoittajat synonyyminä enkelirahoitukselle.

siis syvenny pankkirahoitukseen vaan pyrkii löytämään kovenantti- ja enkelirahoituksen yhtymäkohtia ja vastaamaan kysymykseen kovenanttien soveltumisesta epämuodollisen pääomarahoituksen osakassopimuksiin. Oikeudellista teoriaa käytetään asettamaan tutkimukselle ja analyysille raamit, joiden sisällä toimia. Tutkimuksen tutkimusasetelma siis myötäilee sopimusoikeuden oikeudenalaa, jossa keskeisenä oikeusperiaatteena on vapaus toimia tiettyjen rajojen sisällä.

Tutkielman hypoteesi on:

Enkelirahoituksen ja kovenattirahoituksen väliltä on löydettävissä useita yhteisiä piirteitä, joiden perusteella voidaan olettaa, että perinteisesti pankkirahoitukseen liitetyt kovenantit soveltuvat myös enkelirahoittajien osakassopimuksiin lisäarvoa tuottaen.

Tutkimuksessa on pyritty löytämään uudenlaisia yhteyksiä vallitsevien rahoituskäytäntöjen välillä voimassa olevaan lainsäädäntöön ja vallitseviin sopimuskäytäntöihin nojaten. Tutkimuksessa käytetään osittain oikeusdogmaattista eli lainopillista lähestymistapaa, jolla juridisia tekstejä pyritään tutkimaan ja tulkitsemaan⁹, mutta tutkimuksen perimmäisenä tarkoituksena on löytää uusia näkökulmia liiketoiminnallisten ratkaisujen toteuttamiseen ja etsiä yhteneväisyyksiä poikkitieteellisten aiheiden välille.

Tutkielmassa perehdytään monipuolisesti sekä rahoituksen, että talousoikeuden kirjallisuuteen ja pyritään luomaan kokonaisvaltainen käsitys rahoitus- ja osakassopimusten riskienhallintaperiaatteista, enkelirahoittajien tarjoaman pääomarahoituksen erityispiirteistä ja kovenanttien mahdollisesta soveltumisesta epäformaalin rahoituksen sopimuksiin. Enkelirahoitusta arvioidaan yleisesti käytettyihin rahoitusteorioihin perustuen. Työn perustana on laaja katsaus rahoituksen ja sopimusoikeudellisen alan aikaisempiin tutkimuksiin ja kirjallisuuteen, joiden perusteella pyritään löytämään uudenlaisia asiasyhteyksiä ja tuoreita näkökulmia.

⁹ Hirvonen 2011:21-22

1.3. Aiemmat tutkimukset, lähteet ja tutkimuksen rakenne

Työssä käytetyt lähteet koostuvat sekä kotimaisista, että ulkomaalaisista tutkimuksista, artikkeleista ja alan kirjallisuudesta. Tutkimus toteutetaan osana Suomen oikeusjärjestelmää ja sen oikeusperiaatteita. Aiheen keskeisin oikeudellinen näkökulma liittyy sopimusoikeuteen keskeisenä osana kuuluvien oikeusperiaatteiden, erityisesti sopimusvapauden, analysointiin. Osakas- ja rahoitussopimusten riskienhallintaa käsitellään myös oikeusperiaatteiden näkökulmasta, sillä monet sopimustekniset mekanismit juontavat juurensa niistä. Panttioikeus muodostaa tutkimuksen perinteisen riskienhallinnallisen näkökulman, josta edetään joustavien, mutta yksityiskohtaisten sopimusten erityisehtojen eli kovenanttien käyttöön. Tutkimuksen lainopillinen viitekehys on väljä ja jättää paljon tilaa poikkitieteelliselle analyysille osakas- ja rahoitussopimusten mahdollisista sovelluksista.

Kovenanttien soveltumisesta juuri enkelirahoituksen osakassopimukseen ei ole aikaisempia tutkimuksia, joten tutkimuksen aihe on näkökulmaltaan ja rajaukseltaan uusi. Tutkimuksia kovenanteista ja kovenanttien käytöstä Suomessa on hyvin rajallisesti. Olli Välimäen väitöskirja ja tutkimusartikkelit kovenanteista muodostavat suuren osan tässä tutkimuksessa käytetystä kovenantteihin liittyvästä materiaalista. Kansainväliset tutkimukset kovenanttien käytöstä painottuvat pääasiassa suurten yritysten rahoitussopimukseen, joten tutkimuksia kovenanttien soveltumisesta epämuodolliseen riskirahoitukseen on myös kansainvälisesti niukasti. Enkelirahoituksesta puolestaan löytyy hyvin monipuolisesti tutkimuksia niin maantieteellisesti, kuin myös ajallisesti laajalle hajautettuna. Ajantasaista ja kotimaista tietoa enkelirahoituksen osakassopimuksista tarjoaa myös Finnish business angels network :in eli lyhennettynä FiBAN:in opas enkelisijoituksen hakemiseen. Tutkimuksessa käytettyä kotimaista aineistoa edustavat myös Suomesta lähtöisin olevan ennakoivan sopimisen ja oikeuden tutkimusartikkelit.

Tutkielman rakenne koostuu seitsemästä pääkappaleesta. Ensimmäinen kappale koostuu johdannosta, tutkielman taustasta, tarkoituksesta ja rakenteesta. Kappaleessa esitellään tutkimuksen pohjana oleva hypoteesi ja oikeudellinen perusta sekä nostetaan esiin tutkimuksen ajankohtainen ja poikkitieteellinen ote.

Toisessa pääkappaleessa käsitellään riskirahoituksen taustaa ja sopimusympäristöä. Pääkappaleessa määritellään myös tutkimuksen kannalta tärkeä teema eli riskirahoitus. Oikeusperiaatteiden vaikutusta rahoituksen sopimuskokonaisuuksien muodostamiseen käsitellään myös oikeudelliset mekanismit huomioiden. Toisen pääkappaleen keskeisenä sisältönä on tutkimuksen oikeudellisen perustan käsitteleminen. Toinen ja kolmas pääkappale muodostavat yhdessä tutkimuksen taustan ja teoreettisen pohjan, sillä kolmas kappale käsittelee tutkimuksen keskeiset teemat eli osakassopimukset ja kovenantit sopimusoikeudellisina riskienhallintakeinoina. Riskienhallintaa käydään kappaleessa läpi myös muutoksen kautta, eli jäykemmästä vakuusperusteisesta riskienhallinnasta siirrytään kohti uudenlaisia yksilöllisempiä ja joustavampia sopimuksia, joita kumppanuussopimukset edustavat.

Tutkimuksen neljäs kappale paneutuu tutkielman keskeisimpään aiheeseen eli enkelirahoitukseen yksityiskohtaisesti. Ensimmäisessä alakappaleessa kuvataan enkelirahoituksen keskeisiä piirteitä, jotka erottavat sen muista riskirahoituksen muodoista. Enkelirahoitukseen olennaisesti liittyvää rahoitussuhteen muodostumista käsitellään myös rahoitusteorioiden kautta. Luottamus ja yrittäjä-rahoittaja-suhde -kappaleessa käsitellään rahoitusriskinhallintaa agenttiteorian ja Stewardship- teorian kautta.

Viidennessä kappaleessa syvennytään tarkemmin tutkielman toiseen keskeiseen teemaan eli kovenantteihin. Kappaleen aikana käsitellään kovenanttien luokittelu, käyttö sekä vaikutus rahoitus- ja osakassopimukseen eri näkökulmia arvioiden

Kuudennessa kappaleessa paneudutaan kovenanttien ja enkelirahoituksen synteisiin. Kappaleessa sovelletaan tutkimuksen aikaisemmissa kappaleissa käsitellyjä teorioita ja

kovenanttiperusteisten rahoitussopimusten muodostamista verrataan enkelirahoittajien rahoituspäätöksen ja osakassopimusten muodostumiseen. Tätä näkökulmaa käsitellään aikaisempiin tutkimuksiin nojaten. Rahoittajan roolin muutosta ja rahoituksen sopimusten tulevaisuutta käsiteltäessä tietopääoma, lisäarvo ja rahoitussuhde nousevat esiin keskeisinä teemoina. Tutkielman päättää seitsemäs kappale, joka sisältää tutkielman johtopäätökset ja yhteenvedon.

2. RISKIRAOHITUKSEN TAUSTA JA SOPIMUSYMPÄRISTÖ

2.1. Riski osana rahoitusta

Kaikkeen liiketoimintaan liittyy kiinteästi riski. Hallittu riskinotto on liiketoiminnan kehityksen ja kasvun edellytys. Yritysten toimintaan vaikuttavat riskit voidaan jakaa esimerkiksi strategisiin ja operatiivisiin riskeihin sekä rahoitus- ja vahinkoriskeihin¹⁰. Toinen mahdollinen jaottelu yritystoimintaan liittyvien riskien osalta on jako vahinkoriskeihin, taloudellisiin riskeihin ja operatiivisiin riskeihin¹¹. Tässä tutkimuksessa käsitellään riskirahoitusta sekä rahoituksen erilaisiin sopimuksiin ja sopimuskokonaisuuksiin liittyvää rahoitusriskiä ja sen hallintaa. Rahoitussopimusten riskinhallintakeinoihin vaikuttaa rahoituksen lähde. Rahoitusriskit voidaan määritellä kuuluvaksi edellä mainittuihin taloudellisiin riskeihin¹². Rahoitussopimukset kuuluvat määritelmällisesti liikesopimuksiin, joissa sopimussuhteen arvioinnissa painotetaan yhtenä merkittävänä osana liikeriskiä¹³. Sopimusoikeudesta löytyy useita mekanismeja rahoitussopimuksiin liittyvän riskin hallintaan, joista tutkimuksessa tarkasteltavat kovenantit ovat yksi vaihtoehto¹⁴. Rahoittajan rahoitussopimuksissa kohtaamat riskit voidaan jakaa esimerkiksi luotto-, tuotto- ja informaatoriskeihin¹⁵.

Yrityksen pääomarakenteen voidaan määritellä koostuvan omasta pääomasta, vieraasta pääomasta sekä välipääomasta, joka on kahden ensimmäisen rahoitusmuodon yhdistelmä. Laurialan mukaan ero yrityksen eri pääomanlajien välillä on niiden suhde sijoituksen riskiin¹⁶. Oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen välillä keskeistä on rahoit-

¹⁰ Kaisanlahti & Leppinemi 2017:223-224

¹¹ Knupfer & Puttonen 2018: 219-221

¹² Knupfer & Puttonen 2018: 219-221

¹³ Annola, Saarnilehto 2018: 15

¹⁴ Välimäki 2013: 121-122

¹⁵ Välimäki 2013: 119

¹⁶ Lauriala 2009: 948

tajan tavoitteleva eritasoinen riskiasema ja tuotto-odotus, jotka korreloivat rahoitukseen liittyvän riskin kanssa. Oman pääoman sijoittajan tuotto-odotus on vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen nähden korkeampi¹⁷.

Yrityksen rahoitustarpeet ja hankittavan rahoituksen tyyppi vaihtelevat usein yrityksen toiminnan elinkaaren mukaan¹⁸ ja kaikki rahoitusvaihtoehdot eivät välttämällä ole joka hetkellä saavutettavissa¹⁹. Koska yrittäjien oma varallisuus on rajallista, yritykset tarvitsevat yleensä ulkopuolista rahoitusta toimintansa kasvattamiseen. Tällaista ulkopuolista rahoitusta ovat esimerkiksi ulkoinen vieras pääoma eli lainarahoitus ja ulkoisen oman pääoman ehtoinen pääomarahoitus²⁰.

Rahoituksen hankkimiseen liittyy aina kustannuksia, joiden minimoiminen on tärkeää varsinkin yrityksille, jotka ovat liiketoimintansa alkuvaiheessa ja siten heikommassa taloudellisessa tilanteessa²¹. Vakuusongelmat tai rajalliset tulovirrat rajoittavat varsinkin näiden pienten ja aloittelevien yritysten rahoituksen saantia rahoituslaitoksilta²², jolloin vakuudettoman rahoituksen saaminen voi olla kriittistä yritystoiminnan mahdollistamiseksi.

Rahoituksen hankkimiseen liittyy myös eri rahoituslähteiden keskinäinen arvottaminen. Nokkimisjärjestysteorian mukaan yrityksillä on erilaisia arvojärjestyksiä eri rahoituslähteille. Rahoituksen helppous ja edullisuus vaikuttavat sen sijaintiin arvoasteikolla, mutta eri rahoitusvaihtoehtojen mielekkyyteen vaikuttavat myös yrityksen ikä, liiketoiminnan luonne, vakuudettomuus ja esimerkiksi yrityksen tarve ulkopuoliselle tietotaidolle.²³

¹⁷ Lautjärvi 2011

¹⁸ Bergen & Undell 1998: 614

¹⁹ Hechavarría, Matthews & Reynolds, 2016:140-144

²⁰ Hyytinen, & Pajarinen 2002: 3-10

²¹ Rahoitusmarkkinaraportti 2012

²² Välimäki 2013: 121

²³ Hechavarría, Matthews & Reynolds, 2016:140-144

Oman ja vieraan pääoman välillä on myös eroja niiden tarjoamissa mahdollisuuksissa vaikuttaa rahoitettavan yrityksen toimintaan. Osakeyhtiössä pääomasijoittaja hyötyy tai häviää yrityksen arvon muutoksista osakeomistustensa kautta. Lisäksi eri pääomalajien väliset erot verokohtelussa vaikuttavat rahoitusta hakevan yrityksen preferensseihin rahoituksen suhteen. Esimerkiksi vieraan pääoman korkokustannusten verovähennyskelpoisuus voi vaikuttaa rahoituslähteen valintaan. Toisaalta yhtiö saattaa tavoitella korkeampaa omavaraisuusastetta, joka taas osaltaan puoltaa oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankintaa.²⁴

Rahoituksen hintaan vaikuttaa sen riskisyys, joten korkean riskin investointikohteiden rahoituksen hankkiminen on haastavampaa ja kalliimpaa. Rahoituslaitokset eivät välttämättä ole halukkaita rahoittamaan epävarmoja kohteita ilman isoja vakuuksia tai rahoituksen kustannukset voivat nousta todella suuriksi, jolloin koko investoinnin kannattavuus katoaa. Vieraaseen pääomaan liittyy myös jatkuvia kustannuksia lainarahalle maksettavien korkojen kautta. Tällaisissa tilanteissa rahoituksen tarvitsijoiden täytyy hankkia investointikohteiden ja liiketoiminnan rahoitus muista lähteistä, esimerkiksi pääomasijoittajilta.²⁵ Rahoittajien oma henkilökohtainen riskipreferenssi ja riskinkantokyky vaikuttavat rahoittajan halukkuuteen tarjota rahoitusta sovituin ehdoin²⁶.

Riskirahoitus on nimensä mukaisesti riskistä sijoitustoimintaa, jossa sijoittaja pyrkii saamaan investoinnilleen korkeaa tuottoa kattaakseen ottamansa korkean riskin hinnan²⁷. Riskirahoituksen voidaan yleisesti ajatella tarkoittavan oman pääoman ehtoisen rahoituksen myöntämistä ilman vakuuksia. Oman pääoman ehtoiselle rahoitukselle on ominaista takasijaisuus, jonka vuoksi oman pääoman ehtoinen rahoitus tunnetaan myöskin nimellä riskirahoitus. Tämä tarkoittaa sitä, että riskirahoituksen eli oman pääoman ehtoisen rahoituksen likvidisyys on vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna heikko, sillä rahoitettavan yrityksen maksukyvyttömyyden tapahtuessa oman pääoman

²⁴ Lautjärvi 2011

²⁵ Rahoitusmarkkinaraportti 2012

²⁶ Lautjärvi 2011

²⁷ Rahoitusmarkkinaraportti 2012

ehtoinen laina maksetaan takaisin vasta vieraan pääoman rahoittajien saatua pääomansa velalliselta.²⁸ Pääomanlainan takasijaisesta asemasta säädetään esimerkiksi osakeyhtiölain eli OYL:n kohdassa 12:1²⁹.

Riskirahoitusmarkkinoiden toiminnan ehtoja ovat yritysmyönteinen ilmapiiri ja uusien yritysten syntymistä tukevat yhteiskunnalliset toimet, esimerkiksi innovaatioiden syntymisen kannustimet. Pohjoismaissa ovat Euroopan suurimmat riskirahoitusmarkkinat suhteutettuna bruttokansantuotteeseen³⁰ ja Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n mukaan Suomessa oli vuosina 2012-2016 bruttokansantuotteeseen suhteutettuna toiseksi eniten pääomasijoituksia alkuvaihteen yrityksiin koko Euroopassa³¹.

Kuten aikaisemmin on mainittu, ulkopuolisen rahoituksen saaminen on usein välttämätömin ja kriittisin vaihe uusien yritysten perustamisessa. Joustavan ja saatavilla olevan rahoituksen löytyminen edistää vapaiden markkinoiden toimintaa ja avointa kilpailua yritysten päästessä markkinoille rahoituksen transaktiokustannusten ollessa kohtuullisia³². Siten monimuotoisen rahoituksen tarjolla olo on liiketalouden kehittymisen edellytys. Näin ollen myös riskirahoitus, eli ulkoinen oman pääoman ehtoinen rahoitus, on yritystoiminnan kehittymisen kannalta välttämätöntä ja sen taloudellinen merkitys onkin varsinaista sijoitettua rahallista määräänsä huomattavasti suurempi³³. Yhteiskunta on riippuvainen juuri uusien innovaatioiden ja kehityksen tapahtumisesta, sillä uusien liikeideoiden mahdollistama talouskasvu luo työpaikkoja ja hyvinvointia kansantalou-

²⁸ Lauriala 2009: 958

²⁹ Osakeyhtiölaki 12:1§

³⁰ Suomen Pankki, Rahoitusmarkkinaraportti 2012

³¹ Pääomasijoittajat 2017

³² Heukamp, Liechtenstein & Walkeling 2007; Morrisette 2007; Wetzel 1983, 1987.

³³ Rahoitusmarkkinaraportti 2012

delle. Riskirahoitus tarjoaa uusille ja kasvaville yrityksille niiden tarvitsemia varoja ja siten osaltaan vaikuttaa positiivisesti talouskasvuun³⁴. Riskirahoituksen on arvioitu tuotavan suhteessa sijoitettuun rahamäärään nopeammin taloudellista kasvua, tuloja ja työpaikkoja kuin muiden rahoitusmuotojen³⁵.

2.2. Epämuodollinen riskirahoitus

Epämuodollisen riskirahoituksen tarkempi ymmärrys mahdollistaa rahoitusmuodon tehokkaamman hyödyntämisen pääomasijoitusmarkkinoilla. Toimivalla epämuodollisella riskirahoituksella on riskirahoituksen kanssa vastaava merkitys yritystoiminnan kehittämisessä. Epämuodollinen riskirahoitus vaikuttaa liiketalouteen etenkin nuorten ja liiketoimintansa alkuvaiheessa olevien yritysten rahoittamisen kautta³⁶.

Bisnesenkelit eli yksityiset riskisijoittajat ovat epämuodollisia riskisijoittajia ja kuuluvat epämuodollisille pääomasijoitusmarkkinoille³⁷. Jatkossa tutkimuksessa viitataan yksityisiin riskisijoittajiin suoraan termillä bisnesenkeli, enkelirahoittaja tai enkelisijoittaja, vaikka bisnesenkelit ja yksityiset riskisijoittajat voidaan nähdä myös toisistaan erillisinä toimijoina. Näitä termejä käytetään kuitenkin monissa aikaisemmissa tutkimuksissa synonyymeinä.³⁸ Epämuodollisen riskirahoituksen alan voidaan siis katsoa myös muodostuvan kahdesta erillisestä ryhmästä: epämuodollisista sijoittajista ja bisnesenkeleistä. Epämuodollisiin sijoittajiin kuuluvat tässä määritelmässä kaikki yksityishenkilöt, jotka ovat sijoittaneet omaa varallisuuttaan listautumattomiin yrityksiin³⁹. Bisnesenkeleihin liitetään myös joukko yksityiskohtaisempia ominaisuuksia, joita käsitellään tarkemmin

³⁴ Wetzel 1987; Rahoitusmarkkinaraportti 2012

³⁵ Suomen Pankki, Rahoitusmarkkinaraportti 2012

³⁶ Feeney, Haines & Riding 1999; Haar, Starr & MacMillan 1988; Sudek 2006; Aram 1989; Landström 2007

³⁷ Lahti 2008:3, Mason & Harrison 1995

³⁸ Lahti 2008; Aram 1989

³⁹ Lahti 2008: 2-3

tutkimuksen neljännessä kappaleessa. Enkelisijoittajiin viitataan useissa kansainvälisissä lähteissä määritelmällä ”korkean nettovarallisuuden sijoittaja”, jota myös Lahti käyttää tutkimuksessaan⁴⁰ erotelleessaan bisnesenkelit erilliseksi joukoksi muista epämuodollisista pääomasijoittajista. Termi bisnesenkeli on siis määritelmältään yleisesti kapeampi kuin epämuodollinen riskisijoittaja.

Epämuodolliset pääomasijoittajat, kuten myös enkelisijoittajat, eroavat muodollisista pääomasijoittajista siinä, että he sijoittavat omaa rahaansa eli omaa henkilökohtaista varallisuuttaan tavoitteenaan rahallinen tuotto⁴¹. Muodollisia pääomasijoittamisen muotoja ovat esimerkiksi erilaiset pääomasijoitusyhtiöt, kuten eläke- ja muut rahastoyhtiöt, jotka sijoittavat asiakkaidensa varallisuutta heidän puolestaan maksua vastaan⁴². Enkelirahoittajat riskirahoitusta tarjoavina yksilöinä tarjoavat yrityksille usein juuri edellä mainittua alkuvaiheen kriittistä rahoitusta, joka erityisen paljon tukee yritystoiminnan kehittymistä.⁴³ Suomen enkelisijoittajayhdistyksen mukaan enkelirahoituksen saaminen parantaa myös yritysten mahdollisuuksia muiden rahoitusmuotojen hankkimiseen, sillä enkelirahoitusta saaneiden yritysten menestys on huomattavasti keskimääräisiä kasvuyrityksiä parempaa⁴⁴. Tätä havaintoa tukevat myös muut aiemmat tutkimukset enkelirahoituksen vaikutuksista yrityksen tulevaisuuden rahoitusmahdollisuuksiin⁴⁵.

Epämuodolliset riskisijoittajat muodostavat melko vaikeasti tavoitettavan ja heterogeenisen rahoittajaryhmän⁴⁶. Kuten edellä mainittu, bisnesenkeleitä määriteltäessä esiin

⁴⁰ Lahti 2008

⁴¹ Mason 2006

⁴² Mason 2006

⁴³ Van Osnabrugge 2000; Aram 1989; Diaz-Moriana & O’Gorman. 2013; Landström & Mason 2016

⁴⁴ FiBAN 2015

⁴⁵ Kerr, Lerner, Schoar: 2010

⁴⁶ Diaz-Moriana & O’Gorman. 2013; Prowse 1998

nousee kuitenkin joukko ominaisuuksia, jotka useassa tapauksessa yhdistävät näitä yksityisiä pääoma- ja riskisijoittajia, ja samalla erottavat ne muista riskirahoitusta tarjoavista segmenteistä ja epämuodollisen riskirahoituksen tarjoajista⁴⁷.

Tämä tutkielma keskittyy tarkastelemaan ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta vain enkelirahoittajiin rajautuen sekä kovenanttien soveltumista ja yhteensovittamista tähän epämuodollisen rahoituksen muotoon. Muut rahoituksen muodot rajataan tutkimuksen ulkopuolelle pankkirahoitusta lukuun ottamatta, sillä sen käsittely nähdään tarpeelliseksi kovenanttien tutkimisen vuoksi.

2.3. Sopimusoikeudelliset mekanismit

Sopimusoikeus luo oikeudellisen perustan sopimuksille, joita voidaan jaotella toisistaan sopimustyyppin mukaan. Liikesopimukset ja siten myös rahoituksen sopimukset, joita tässä tutkimuksessa käsitellään, ovat oma erillinen sopimustyyppinsä. Rahoitussopimuk-
sia koskee sopimusoikeuden lisäksi luotto-oikeus, sillä rahoitussopimusten sisältö kos-
kee luoton antamista ja takaisinmaksua.⁴⁸ Perinteisen kovenanttipohjaisen pankkirahoi-
tuksen rahoitussopimukset ovat tyyppillisesti pitkäkestoisia ja kaksipuolisesti velvoitta-
via⁴⁹, vaikkakin kovenanttiehdot voivat olla myös vain rahoituksen hakijaa velvoittavia⁵⁰.
Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton kovenanttityöryhmä on vuonna 1996 määri-
tellyt kovenanteilla olevan vaikutusta ”*sekä luotonottajaan että luotonantajaan*”⁵¹. Tässä
tutkimuksessa keskitytään kuitenkin erityisesti käsittelemään osakassopimuksia perin-

⁴⁷ Freear ym. 1994; Diaz-Moriana & O’Gorman. 2013

⁴⁸ Välimäki 2014:116 - 117

⁴⁹ Välimäki 2014: 118-119

⁵⁰ Välimäki 2014: 78

⁵¹ Välimäki 2014: 79 siteeraa Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton 1996 kovenanttityöryhmän lau-
suntoa.

teisten luottosopimusten sijaan, sillä enkelirahoittajat sijoittavat yleensä omaa pääomaansa ja edellyttävät osakkaita ja yhtiötä sitovaa osakassopimusta⁵². Osakassopimus määritellään FiBAN:in oppaassa pitkäkestoiseksi osapuolia sitovaksi yhteistoimintasopimukseksi⁵³. Enkelisijoittajat voivat kuitenkin myöntää myös pääomalainaa, jolloin he eivät omista yrityksestä osuutta. Muita mahdollisuuksia sijoituksen toteuttamiseen ovat esimerkiksi optiojärjestelyt ja vaihtovelkakirjalaina.⁵⁴

Sopimusoikeuden tunnuspiirteenä voidaan pitää sopimusvapauden tuomaa vapautta luoda uudenlaisia ja uusiin käyttötarkoituksiin sopivia sopimuksia. Erityisesti jatkuvasti kehittyvät liikesopimukset sopimustyyppinä vastaavat yhteiskunnan muutostarpeeseen. Sopimusvapauden vallitessa sopimustyyppiä koskevat säännökset määräytyvät erikseen, eikä suoraan määräytyviä säännöksiä ole. Liikesopimuksien eli tässä tapauksessa myös rahoitus- ja osakassopimusten oikeudellisena perustana toimivat vakiintuneet oikeusperiaatteet, jolloin oikeuskäytäntö luo pohjaa sovellettaville säännöksille ja mahdollisille erityissäännöksille.⁵⁵

Sopimuksen muodostumista ohjailevat siis oikeusperiaatteet, mutta sopimuksen luokittelu vaikuttaa sopimukseen myös suuntaa antavasti. Rahoitus- ja osakassopimusten osalta keskeinen sopimuksen luokittelu liittyy yksilöllisyyteen. Yksilöllisyys tässä yhteydessä viittaa sopimuksen liittyviin ehtoihin ja mahdollisuuteen vaikuttaa niihin. Tällä tarkoitetaan erityisesti vakioehtojen käyttämiseen liittyvää vastapuolta koskevaa mahdollista suojaa asetettuja ehtoja kohtaan, koska ehtojen asettajalla oletetaan olevan suurin vaikutusvalta ehtoihin.⁵⁶ Olli Välimäen tutkimuksessa kovenanteista ja kumppanuudesta mainitaan, että rahoitussopimus on yleensä *"ainoa yksilöllinen ja räätälöity sopimus, joka velkasopimussuhteessa laaditaan"*⁵⁷, joten kovenanteja käyttävissä rahoitussopimuksissa sopimuksen yksilöllisyyden luokittelu ei usein ole tarpeen, sillä ne eivät usein

⁵² Etula 2014: 44

⁵³ Etula 2014: 44

⁵⁴ Etula 2014: 57-60

⁵⁵ Annola, Saarnilehto 2018: 13, 17

⁵⁶ Annola, Saarnilehto 2018: 15

⁵⁷ Välimäki 2013: 125

sisällä vakiomuotoisia sopimusehtoja sopimusten henkilökohtaisuuden ollessa niiden käytön keskeinen syy. Vastaavalla tavalla myöskään yleispätevää osakassopimusta ei löydy, sillä osakassopimusten taustalla on myös tarve yksilöllisyyteen sijoitusten ollessa aina tapauskohtaisia. Osakassopimukset ovat vapaamuotoisia ja niissä on mahdollista sopia vastaavalla tavalla erityisehdoista eli kovenanteista⁵⁸. Joidenkin kovenanttien käyttö voidaan kuitenkin nähdä lähes vakiomuotoisina sopimusehtoina niiden käytön ollessa niin yleistä. Tällöin näitä ehtoja on perusteltua arvioida vakioehtojen mukaisten oikeusperiaatteiden mukaan.⁵⁹

2.4. Oikeusperiaatteet rahoitus- ja osakassopimuksien taustalla

Sopimusoikeuden ja siten myös perinteisten rahoitussopimusten taustalla vaikuttavista laeista yksi keskeisimmistä on laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista eli OikTL. Rahoitussopimusten velkasuhdetta määrittelevät lisäksi velkakirjalaki ja korkolaki, mutta rahoitussopimusten keskeisenä oikeudellisena taustana ovat kuitenkin yleiset sopimusoikeuden periaatteet⁶⁰. Osakeyhtiöitä koskevat osakeyhtiölaki⁶¹ ja sitä täydentävä yhtiöjärjestys, jotka luovat raamit osakeyhtiöiden toiminnalle. Osakkaiden oikeuksista ja velvollisuuksista voidaan kuitenkin sopia yksilöllisesti ja yksityiskohtaisesti myös osakassopimuksella, johon pätevät yleiset sopimusoikeuden periaatteet⁶². Osakassopimuksia koskevaa tarkempaa sääntelyä ei juuri ole, eikä osakeyhtiölaissa ei ole suoraan ilmaistua miltä osin säännökset ovat niin pakottavia, ettei niistä ole mahdollista poiketa osapuolten välisin sopimuksin⁶³.

⁵⁸ Etula 2014: 44

⁵⁹ Tuomisto 1999: 86

⁶⁰ Välimäki 2014:116-117

⁶¹ Osakeyhtiölaki (624/2006)

⁶² Haapaniemi & Yli-Huumo 2019

⁶³ Savela 2013

Koska yhtä, kaikkia sopimuksia koskevaa lakia ei Suomessa ole, oikeusperiaatteilla on suuri merkitys ongelmatilanteissa oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoisissa rahoitussopimuksissa⁶⁴. Seuraavaksi käydään kevyesti läpi keskeisimmät rahoitus- ja osakasopimukseen vaikuttavat oikeusperiaatteet.

Rahoitus- ja osakasopimukseen eniten vaikuttava oikeusperiaate on jo edellä mainittu sopimusvapaus, joka tarjoaa laajat ja joustavat mahdollisuudet sopimuksien solmimiselle. Vanhan viisauden mukaan valta tuo mukanaan vastuuta, ja samaa periaatetta muokalle, myös sopimusvapaudella on kääntöpuolensa – sopimussitovuus. Sopimussitovuu-
della on merkittävä rooli sopimusten riskienhallinnan näkökulmasta, sillä sopimusosapuolten on pystyttävä luottamaan siihen, että sovittua sopimusta noudatetaan ja siinä pysytään.⁶⁵ Sopimusvapaus voidaan nähdä sopimusoikeuden peruspilarina myös siksi, että se löytyy kirjattuna lakiin. Annola ja Saarnilehto 2018 pilkkovat sopimusvapauden pääpiirteet neljään osaan: päätäntövapauteen, valinnanvapauteen, sisältövapauden ja muotovapauteen. Nämä neljä osaa antavat sopimuksen solmijoille paljon tilaa luoda tarpeen mukainen sopimus.⁶⁶ Lisäksi laista löytyy sopimusvapautta rajaava kohtuusperiaate, joka myös on sopimusoikeuden keskeinen osa-alue ja osaltaan liittyy yhteen myös sopimussuhteen muodostamiseen liittyviin oikeusperiaatteisiin, sillä sopimusvapaus pätee vain siltä osin, kuin sopimus on sisällöltään kohtuullinen⁶⁷. Kohtuullisuuden ajatus kannustaa huomioimaan myös sopimuskumppanin näkökulman ja siten edistää sopimussuhteen muodostumista.

Sopijaosapuolten keskinäinen valtasuhde vaikuttaa rahoituksen sopimukseen sovelletta-
viin periaatteisiin. Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan enkelirahoituksen ja ko-
venanttirahoituksen yhteensopivuutta kovenanttipohjaista pankkirahoitusta esimerk-
kinä käyttäen, joten tässä tutkielmassa oletamme rahoitussopimuksen osapuolten ase-

⁶⁴ Annola, Saarnilehto 2018: 17

⁶⁵ Saarnilehto 2005: 4,19

⁶⁶ Annola, Saarnilehto 2018: 18

⁶⁷ Kauppalaki 3§, Oikeustoimilaki 36§

man sellaiseksi, että osapuolet voivat säädellä keskinäistä oikeussuhdettaan itse. Oletamme, että tällöin kummankaan asema suhteessa toiseen ei ole voimakkaan alisteinen, eikä siihen liity erityisiä julkisen vallan intressejä. Oikeusperiaatteiden näkökulmasta tämä tarkoittaa sitä, että sisältö- tai muotovapautta rajoittavaa sääntelyä ei tällaisiin sopimuksiin juuri ole, ja esimerkiksi oikeusperiaate heikomman suojasta ei useinkaan ole sovellettavissa. Esimerkiksi Lehtinen 2006 korostaa liikesopimuksissa osapuolten mahdollisuutta määrittellä sopimus juuri itselleen sopivaksi⁶⁸. Sopimusvapaus siis pätee rahoitus- ja osakassopimuksissa kaikissa neljässä pääpiirteessään⁶⁹ ja liikesopimusten sääntelemättömyys on yksi niiden keskeinen ominaisuus, joka mahdollistaa liike-elämän nopeinkin kehityksen⁷⁰.

Rahoitus- ja osakassopimusten kannalta erityisen keskeisiä asioita ovat sopimuskumppanin valinnanvapaus ja sisältövapaus. Sisältövapaus tarkoittaa vapautta määrittää sopimuksen ehdot itse⁷¹. Näillä ja sopimussitovuuden periaatteella on suuri merkitys riskirahoituksen myöntämishalukkuuteen ja mahdollisuuteen käyttää esimerkiksi kovenantteja osana sopimusta, sillä sopimuksen muotoiltu tilanteeseen sopivaksi on mahdollista.

Riski kuuluu kiinteänä osana rahoitukseen ja samalla tavalla luottamuksella on pysyvä rooli osana sopimusoikeutta ja sopimusten muodostumista. Luottamuksen keskeistä merkitystä osana sopimusoikeutta kuvaavat vilpittömän mielen periaate ja lojaliteetti-periaate. Lojaliteetti-periaatteen mukaisesti sopimuksen osapuolten tulee kohtuullisessa määrin huomioida myös toisen etu ja vilpittömän mielen suojelee luottamusta perusteltuihin odotuksiin. Näin ollen osakas- ja rahoitussopimusten oikeudelliseen perustaan ja siten myös riskihallintaan liittyy osaltaan luottamuksellisen suhteen muodostaminen sopimuksen osapuolten välillä. Kohtuusperiaatteen voidaan nähdä myös edistävän luottamuksellisen sopimussuhteen syntymistä.⁷²

⁶⁸ Lehtinen 2006: 236–261

⁶⁹ Annola, Saarnilehto 2018: 18

⁷⁰ Välimäki 2014: 119

⁷¹ Annola, Saarnilehto 2018: 18

⁷² Annola, Saarnilehto 2018: 20,24

Perinteisen panttioikeuden rahoitussopimukseen kuuluu olennaisesti myös esimerkiksi julkisuusperiaate, joka osaltaan liittyy äsken mainittuihin vilpittömän mielen ja lojaliteetin periaatteisiin. Julkisuusperiaatteen mukaisesti sivullisten tulee pystyä havaitsemaan heihin liittyvät oikeusvaikutukset ja olla suojassa vilpittömän mielen suojan vastaisilta aikaisemmin perustetuilta oikeuksilta. Julkisuusperiaate ilmenee panttioikeudessa julkivarmistuksen kautta, jonka tarkoituksena on tehdä vakuus- tai panttioikeus muiden haivattavaksi esimerkiksi panttausilmoituksen kautta, jolloin panttaus kirjataan ylös tai rekisteröidään.⁷³ Osakassopimukseen puolestaan usein liittyy salassapitovelvollisuus, sillä osakassopimukset eivät ole julkisia asiakirjoja ja sitovat vain sopimuksen osapuolia, eikä niillä ole yhtiöoikeudellista merkitystä⁷⁴.

Monimutkaisia rahoitus- ja osakassopimuksia solmiessa myös kuluttajansuojalakiin kirjattu epäselvyyssääntö voi tulla sovelletuksi tulkintaperiaatteena. Riskinjakosääntöön kuuluvan epäselvyyssäännön käyttäminen liittyy sopimusehtojen selkeyteen, johon sopimuksen laatija voi vaikuttaa. Tämä tarkoittaa, sitä että epäselvä ehto tulkitaan sopimuksen laatijan vahingoksi.⁷⁵ Siispä monimutkaisia sopimusehtoja laatiessa on myös esimerkiksi lojaliteettiperiaatteen mukaisesti pyrittävä varmistamaan toisen sopimusosapuolen ymmärrys ehtoja kohtaan. Avoin tiedonvälitys on siten tapa hallita rahoituksen sopimukseen liittyviä sopimusriskejä.

⁷³ Tikkanen 2019: 108

⁷⁴ Haapaniemi & Yli-Huumo 2019

⁷⁵ Annola, Saarnilehto 2018: 161

3. SOPIMUSOIKEUDELLISIA RISKIENHALLINTAKEINOJA

3.1. Perinteinen riskienhallinta

Oikeusperiaatteiden noudattaminen ohjaa ja suojelee jossain määrin rahoitus- ja osakassopimukseen liittyviltä riskeiltä, mutta oikeusperiaatteiden riskienhallinta kohdistuu lähinnä sopimuksen solmimiseen tai sopimuksen ehtoihin liittyviin teknisiin sopimusriskeihin. Sopimusoikeus ei suurilta osin ota kantaa varsinaiseen rahoitusriskiin, joka rahoitus- ja osakassopimukseen kiinteästi liittyy.

Perinteinen rahoitussopimukseen ja rahoituksen myöntämiseen liittyvä riskienhallinta perustuu pääosin vakuuksille⁷⁶. Vakuuksiin keskittyvä rahoitussopimusten riskienhallinta ei kuitenkaan ole taloudellisesti kaikkein tehokkainta, sillä silloin rahoituspäätösten painopiste siirtyy erityisesti vakuuksien kattavuuden arviointiin, jolloin rahoitusta hakevan yrityksen kyky suoriutua rahoitussopimusten vaatimista ehdoista jää toissijaiseksi. Vakuuden kattavuuden arviointi on riskienhallinnallisesti joustamattomampi ja suppeampi tapa hallita rahoitusriskiä. Rahoituksen saamisen jäykkyys vaikuttaa negatiivisesti yritysten mahdollisuuksiin toteuttaa investointeja ja kasvua, mikä heijastuu koko yhteiskunnan talouskehitykseen. Vakuuksiin perustuva rahoitus ei myöskään kannusta rahoitettavia yrityksiä optimoimaan omia liiketaloudellisia valintojaan eikä se toisaalta myöskään kannusta rahoittajaa valvomaan ja seuraamaan rahoitettavan kohteen kehitystä ja toimintaa.⁷⁷ Vakuusperusteinen rahoitus voidaan nähdä siis jossain määrin passivoivana tapana hallita rahoitusriskiä.

Perinteistä rahoitussopimusten riskienhallintaa edustaa panttioikeusnäkökulma.

⁷⁶ Välimäki 2013: 121

⁷⁷ Välimäki 2013: 121-133

Panttioikeusnäkökulma nojaa rahoitussopimusten riskienhallinnassa jo mainittuihin reaalivakuuksiin eli pantteihin. Panttioikeusnäkökulmassa rahoituksen riskisyyden arviointi keskittyy suurelta osin vakuuden arvon oikein arviointiin, jotta se mahdollisimman todenmukaisesti kattaisi osin tai kokonaan myönnetyn rahoituksen⁷⁸.

Vakuuksien heikkoutena voidaan nähdä edellä mainitun jäykkyyden ja passivoinnin lisäksi myös vakuuden arvon mahdollisesti vaikea arviointi ja vakuuden arvon mahdollinen muuttuminen ajan myötä, joka lisää rahoitussopimukseen liittyvää riskiä ja heikentää sen hallintamahdollisuutta. Rahoittajan kannalta epämieluisaa tilannetta kutsutaan vakuusvajaksi, jolloin takauksen määrä ei riitä kattamaan rahoitusta.⁷⁹ Toisaalta perinteisen rahoitussopimusten riskienhallinnan lähtökohtana ja tarkoituksena voidaan ajatella olevan suojautuminen rahoitettavan kohteen tekemiltä huonoilta liiketoimintaratkaisuilta⁸⁰.

Perinteisen panttirahoituksen etuna voidaan kuitenkin nähdä panttivelkojan etuoikeus muihin velallisiin nähden. Tällainen etuoikeudellinen asema vähentää panttivelkojan rahoitusriskiä, sillä panttivelkoja saa rahoitettavan maksukyvyttömyyden sattuessa etulyöntiaseman saataviensa perintään etuoikeudettomiin velkoihin nähden. Tätä etuoikeutta on perusteltu panttilainan paremmalla kannattavuudella velallisen kannalta, sillä velallinen saa todennäköisesti rahoitusta edullisemmin pantin kanssa kuin ilman panttia.

81

3.2. Kovenantit

Kovenantit eli sopimusten erityisehdot tai toisin sanottuna sopimusvakuudet kuuluvat sopimusoikeudellisiin järjestelyihin ja niiden käyttö perustuu sopimusvapauteen. Perin-

⁷⁸ Välimäki 2013: 121-133

⁷⁹ Välimäki 2014: 91

⁸⁰ Välimäki 2013: 121-133

⁸¹ Tikkanen 2019: 106-107

teisen panttioikeusnäkökulman haasteena ovat edellä mainitut vakuuden arvon arviointiin ja arvon pysyvyyteen liittyvät riskit. Esimerkiksi näitä sopimusvakuuksiin liittyviä riskejä voidaan hallita ja ohjata kovenanttien avulla. Kovenantit eivät ole samalla tavalla vakuuksia kuin reaalivakuudet, sillä niihin ei liity konkreettista esinettä tai takausta, vaikka niitä käytetäänkin vastaavalla tavalla riskienhallintaan.⁸² Kovenantteja ei ole kirjattu lakiin, eikä niille ole olemassa vakiintunutta tai täsmällistä juridista määritelmää. Aikaisemmissa tutkimuksissa esiin nousseita synonyymejä kovenanteille ovat esimerkiksi sopimusvakuus, rahoitussopimusten erityisehto, lisäehto ja erityisehto.⁸³ Kovenantit eivät välttämättä erotu muista rahoitus- ja osakassopimukseen liittyvistä ehdoista, eikä sopimusehdon kutsuminen kovenantiksi muuta ehdon käyttöä tai sen tulkintaa. Kovenantti on siten yleisnimityksen kaltainen termi sopimuksen ehdolle.⁸⁴

Monimutkaiset, innovatiiviset ja erityisesti pääomaintensiiviset rahoituskohteet vaativat kohdennetumpia sopimusehtoja ja tehokkaampaa riskienhallintaa investointien kannattavuuden takaamiseksi. Vakiomuotoiset sopimukset ja sopimusehdot eivät vastaa tähän tarpeeseen, jolloin kovenanttien käyttö tulee ajankohtaiseksi.⁸⁵ Kovenanttien käytön taustalla voidaan nähdä olevan rahoittajan tarve vaikuttaa rahoitettavan kohteen rahoitusriskin ja tuoton väliseen suhteeseen sekä omistaja-arvon kasvattamiseen. Kovenanteilla voidaan vaikuttaa yhtiön omistajien, johdon tai itse yhtiön toimintaan.⁸⁶

Kovenantit ovat alun perin lähtöisin Yhdysvalloista, mutta niiden käyttö on levinnyt sittemmin ympäri maailmaa. Kovenanttien käyttö on perinteisesti painottunut suuryhtiöihin, mutta nykyään niitä käytetään myös pienikokoisten yritysten rahoituksessa.⁸⁷ Kove-

⁸² Välimäki 2013: 121-133, Välimäki 2014: 77

⁸³ Välimäki 2014: 74-80; Etula 2014

⁸⁴ Hemmo 2001: 326

⁸⁵ Välimäki 2013: 121-133

⁸⁶ Välimäki 2010: 465; Etula 2014

⁸⁷ Välimäki 2014: 74-75

nanttien käyttöön ei siten liity yritysten kokoon tai toimialaan kohdistuvia käyttörajoituksia⁸⁸. Suomen Pankin viimeksi vuonna 2015 teettämä yritysrahoituskysely tarjoaa tietoa suomalaisten yritysten rahoitustilanteesta sekä rahoituksen kehittymisestä ja muutoksesta. Yhteistyössä esimerkiksi Elinkeinoelämän Keskusliiton, Finnvera Oyj:n ja Finanssialan Keskusliiton kanssa toteutetusta rahoituskyselystä selviävät yritysten luottoehtojen kehityssuunnat. Kyselyn perusteella havaittiin, että kovenanttien käyttö lainasopimusten erityisehtoina on lisääntynyt vuodesta 2013 kaikissa yrityskokoluokissa suurista yrityksistä aina mikroyrityksiin asti. Vastaavasti kovenanteja käyttämättömien lainojen osuus on pienentynyt kaikissa yritysluokissa.⁸⁹ Kovenanttien käytöstä osana osakassopimuksia löytyy maininta esimerkiksi FiBAN:in oppaasta enkelisijoituksen hakemiseen, jossa kovenanteista käytetään nimitystä osakassopimuksen erityisehto⁹⁰.

Kovenanttien oikeudellinen tausta on melko väljä, sillä kuten mainittu, Suomen laissa ei ole määritelty kovenanttia tai siihen liittyviä ominaisuuksia. Kovenanttien käytöstä ei myöskään löydy oikeustapauksia, sillä kovenantteihin liittyviä sopimuksia ja vaatimuksia ei toistaiseksi ole riitautettu.⁹¹ Kovenanttien käyttö perustuu siten oikeudelliselta asemaltaan sopimusvapauden periaatteelle, joka mahdollistaa sopimuksen sisällön ja siinä käytettyjen ehtojen määrittelyn tarpeen mukaan. Kovenanttien käyttötapoja, vaikutuksia ja sopivuutta eri rahoitusmuotojen sopimukseen käsitellään tarkemmin tutkimuksen viidennessä luvussa.

3.3. Osakassopimukset

Osakassopimus on osakeyhtiön osakkeenomistajien välinen sopimus, jossa itse osakeyhtiö voi myös olla osapuolena. Osakassopimukset ovat sopimusperusteista riskienhallintaa, joiden avulla pyritään määrittelemään ja täsmentämään omistajien keskinäisiä

⁸⁸ Hemmo 2001, 326

⁸⁹ Suomen Pankki, yritysrahoituskysely 2015

⁹⁰ Etula 2014: 54

⁹¹ Välimäki 2010

oikeuksia ja velvollisuuksia kohdeyhtiössä.⁹² Pääomasijoittajan näkökulmasta osakassopimuksia voidaan käyttää riskienhallinnan lisäksi myös kontrollin välineenä, jolloin pääomapanoksen säilyttämisen ja sijoituksen arvon kasvattamisen lisäksi sopimuksella pyritään vaikuttamaan yhtiön johdon toimintaan⁹³.

Sopimuksella voidaan myös sopia yhtiön ja osakkeenomistajan välisestä suhteesta. Usein osakassopimuksella pyritään turvaamaan omistajan asemaa yhtiössä ja niiden solmiminen on erityisen yleistä pääomasijoittajan ollessa vähemmistöosakkaana.⁹⁴ FiBAN:in enkelisijoitusoppaan mukaan enkelirahoittajat kirjoittavat lähes aina osakassopimuksen sijoittaessaan yhtiöön ja sopimus muodostaa koko yhteistyön perustan⁹⁵. Osakassopimuksen vahvuutena on sen mahdollistama joustavuus sopia asioista osakeyhtiölakia ja yhtiöjärjestystä tarkentaen tilanteeseen sopivaksi. Osakassopimus velvoittaa vain sopimuksen osapuolia, toisin kuin esimerkiksi yhtiöjärjestys, joka velvoittaa kaikkia yhtiön omistajia. Osakassopimusta ei myöskään tarvitse rekisteröidä ja se voidaan solmia tai purkaa milloin tahansa. Osakassopimuksen tulkinnassa noudatetaan jo aiemmin mainitusti sopimusoikeuden yleisiä periaatteita ja osakassopimuksiakin koskeva sopimusvapaus ja erityisesti sisältövapaus mahdollistavat erilaisten erityisehtojen sisällyttämisen myös osakassopimukseen. Osakassopimus on yhtiön ja sijoittajien tavoitteitten mukaisesti hyvinkin yksilöllinen ja personoitu sopimus.⁹⁶

Tyypillisesti osakassopimuksessa pyritään päättämään ainakin rahoituksesta, voitonjaoista ja päätösvallassa yhtiössä. Osakassopimusten ollessa keskeinen sopimusoikeudellinen riskienhallintakeino ja osittain myös liikesalaisuus, varsinkin ulkoisten pääomasijoit-

⁹² Hannula 2007: 13-15

⁹³ Pälä 2006: 257

⁹⁴ Hannula 2007: 13-15

⁹⁵ Etula 2014: 44

⁹⁶ Hannula 2007: 13-15

tajien osakassopimukseen laaditaan usein monia tarkkoja erityisehtoja, joilla yhtiön toimintaa ohjaillaan rahoittajan strategiatavoitteiden mukaisesti.⁹⁷ Osakassopimusten yksityiskohtaisilla erityisehdoilla pyritään hallitsemaan myös rahoitussuhteisiin liittyvää tiedon epäsymmetriaa.

Osakassopimus ei saa olla ristiriidassa esimerkiksi osakeyhtiölain kanssa ja on tälle alisteinen. Huomionarvoista on kuitenkin se, että yhtiöjärjestyksen kanssa ristiriitainen ehto osakassopimuksessa päätee kuitenkin osakassopimuksen osapuolten välillä ja osakassopimuksen osapuolet voivat myös sopia osakassopimuksen ehtojen ensisijaisesta sovellettavuudesta ristiriitatilanteessa.⁹⁸ Olennainen osa osakassopimusta on myös sen mahdollisuus salassapitoon, jolloin osakassopimuksessa saatetaan sopia myös yhtiöjärjestykseen kuuluvista yksityiskohdista niiden salassa pitämiseksi. Yhtiöjärjestys on puolestaan aina julkinen.⁹⁹ Varsinkin listaamattomien yritysten ulkoisen pääomarahoituksen yhteydessä osakassopimuksilla pyritään suureen sitovuuteen ja sopimukseen voidaan kirjata ehdoiksi esimerkiksi erilaisia sopimussakkoja ehtojen noudattamisen varmistamiseksi¹⁰⁰.

Enkelisijoittajien pääomarahoituksen sopimukset muodostavat yleensä laajan kokonaisuuden, johon kuuluvat esimerkiksi perustamisasiakirja, salassapitosopimus, sijoitusso-
pimus, rahoitusso-
pimus ja osakassopimus. Osakassopimukseen voidaan kuitenkin liittää kattavasti erilaisia ehtoja ja sisällyttää osa edellä mainituista erillisistä sopimuksista. Osakassopimuksen sisältöön voi kuulua esimerkiksi ehtoja sopijaosapuolten vakuutuksista annettujen tietojen oikeellisuuden varmistamiseksi, sijoitustutkimus, sijoittajan oikeus saada tietoa yhtiöstä, toimitusjohtajan valinta, henkilöosakkaiden työskentelyvelvollisuus, osakkeiden myötämyyntioikeus tai -velvollisuus, lunastuslauseke, immateriaalioikeudet, osakkaiden ansainta yhtiöstä, dilutaatiosuoja yhtiön perättömän korkeaa ar-

⁹⁷ Etula 2014: 44-57

⁹⁸ Hannula 2007: 31

⁹⁹ Etula 2014: 44

¹⁰⁰ Hannula 2007: 16

vonmääritystä vastaan, likvidaatiosuoja, osakkeiden luovutus, uudet osakkaat, kilpailukiello, salassapito, sopimusrikkomukset, erimielisyyksien ratkaiseminen ja yhtiöstä irtautuminen.¹⁰¹

3.4. Kumppanuussopimukset

Sopimusoikeudellisesta ajattelusta voidaan löytää myös prosessilähtöinen näkemys, jolloin lähtökohtana on se, että sopimusosapuolia ei nähdä toistensa vastakohtina ja keskinäisinä kilpailijoina, vaan sopimus rakentuu yhteistyölle ja yhteisten tavoitteiden tavoittelulle. Sopimusosapuolet voidaan tällöin nähdä liikekumppaneina. Tällaista ajattelua tukee myös esimerkiksi osakassopimusten näkeminen yhteistoimintasopimuksina.¹⁰² Oikeusperiaatteena esimerkiksi lojaliteettiperiaate edustaa uudenlaista, suhteille perustuvaa sopimusoikeutta osana riskienhallintaa, jossa avoin viestintä sopimus- kumppaneiden välillä vähentää informaation epäsymmetrian aiheuttamaa riskiä rahoitus- ja osakassopimuksissa. Vaikka tämä periaate ei ole yleinen säädetty periaate, sen noudattamisesta vallitsee yhteisymmärrys.¹⁰³

Rahoitus- ja osakassopimukset voidaan nähdä myös liiketoimintasopimuksina¹⁰⁴. Kumppanuus- ja yhteistoimintasopimuksien riskienhallinnan uudelleen näkökulmaan sopii myös ennakoiva sopiminen ja oikeus, joka on lähtöisin Suomesta. Ennakoivan sopimisen ja oikeuden näkökulman mukaan minkään menettelyn lähtökohtana ei ole oikeus tai sääntely, vaan käytännön tilanteet ja todellisuus.¹⁰⁵ Ennakoivan sopimisen mukaan sopimusten solmimisessa on kyse kommunikaatiosta ja tavoitteiden saavuttamisesta. Liikesopimuksien solmimisen kannalta sopimus- kumppanin tunteminen on erityisen tär-

¹⁰¹ Hannula 2007: 50 – 51; Etula 2014: 43 - 57

¹⁰² Tolonen 2001: 2 – 17; Etula 2014: 44

¹⁰³ Annola, Saarnilehto 2018: 24

¹⁰⁴ Välimäki 2014

¹⁰⁵ Pohjonen 2005

keää ja sopimukset muodostuvat yhteistyönä, jossa tiedon välittäminen korostuu. Pohjonen nostaa ennakoivan sopimisen yhteydessä esiin sopimusten perinteisen roolin riskienhallinnassa ja huomauttaa, että usein varsinaisista liiketoimista sopiminen jää näissä sopimuksissa taka-alalle. Sopimusoikeudelle ovat leimallisia sitovien rajoitusten, periaatteiden ja sääntöjen laatiminen, jolloin sopimuksen päämäärä siirtyy liiketoiminnan kehittämisestä sivuun. Ennakoivan sopimisen tarkoituksena on luoda sopimus, joka huomioi tilanteen ja olosuhteiden jatkuvan muutoksen ja sopeutuu niihin, jolloin se toimii myös kauaskantoisempänä riskienhallintana. Kumppanuussopimuksien lisäksi voidaan puhua sopimustoiminnasta.¹⁰⁶ Myös Tieva puhuu tutkimuksessaan toimintaympäristön muutoksien aiheuttamien liiketoiminta- ja rahoitusriskien hallinnasta joustavien, perusteellisten, pitkäkestoisten ja tarkasti valmisteltujen sopimusten avulla¹⁰⁷.

Oikeusjärjestelmän ja sopimusoikeuden periaatteiden tarkoituksena on nähty sopimusten suojaaminen niin, että niiden syntyminen ja sitovuus on taattu. Liiketoimintaan ja rahoituksen sopimukseen kuuluu aina riski, jonka suuruutta voidaan säädellä sopivalla sopimustoiminnalla. Sopimuksien ei tulisi olla liian tiukkoja, jolloin toiminta on tehotonta ja jäykkää, mutta ei myöskään liian epäselviä tai väljiä, jolloin vastualueet jäävät hämärän peittoon. Epäselvät sopimukset ja ehdot saattavat johtaa kannattamattomiin vastuisiin ja liiketoiminnan epätarkoituksenmukaiseen kehitykseen. Sopimusaukot sisältävät rahoitus- ja osakassopimusten näkökulmasta aina suuremman rahoitusriskin.¹⁰⁸

Tiiviillä yhteistyöllä ja informaation vaihdolla voidaan siis saavuttaa sellaisia etuja, jotka edistävät yrityksen liiketoimintaa. Samalla monimutkaisempaan sopimusmenettelyyn sisältyy aina riski kannattamattomista sopimusehdoista ja vastuista epäselvyyden vuoksi. Kumppanuussopimukset ja ennakoiva sopiminen ovat esimerkkejä siitä, kuinka perinteinen riskienhallinta rahoitus- ja osakassopimusten sopimusehdoilla ei ole enää

¹⁰⁶ Pohjonen 2005

¹⁰⁷ Tieva 2006

¹⁰⁸ Pohjonen 2005

riittävää riskien siirtyessä osittain myös yhteistyön tuomiin haasteisiin. Osa rahoitusriskistä ei siten siis liity pelkästään liiketoimintaan vaan myös rahoituksen myöntämiseen liittyviin sopimusneuvotteluihin.

Sopimusmenettelyjen muuttuessa yhtä enemmän yhteistyötä ja kehitystä painottavaan suuntaan, tiukkojen ja tarkasti rajattujen vastuiden jakaminen ei enää toimi. Riskinhallinnan on siis oltava kokonaisvaltaisempaa ja huomioitava koko rahoitusprosessi sopimusneuvotteluista aina sopimuksen sisältöön, mahdolliseen sopimusolosuhteiden muutokseen ja sopimuksen päättymiseen asti. Rahoitus- ja osakassopimusten riskienhallintaan on siis tullut uusi ulottuvuus, suhteiden ja muutosten hallinta.

4. ENKELIRAHOITUS

4.1. Määritelmä ja erityispiirteet

Enkelisijoittajat tai businessenkelit muodostavat kasvavan, mutta vaikeasti määriteltävän ja rajattavan ryhmän yksityisiä rahoittajia, jotka kuuluvat epämuodollisen riskirahoituksen kirjajaan sijoittajajoukkoon. Enkelirahoittajien toiminnan jokseenkin vaikea enustettavuus ja investointien keskiarvoa parempi menestys on herättänyt rahoitusmaailman huomion.¹⁰⁹ Oman ammattitaitonsa, intuiutionsa ja verkostonsa kautta sijoittavat enkelirahoittajat ovat riskirahoituksen epäformaaleja menestyjiä¹¹⁰.

Kiinnostus ja tutkimus enkelirahoittajia kohtaan on lisääntynyt viime vuosikymmeninä paljon¹¹¹ ja enkelirahoittajien toimintaa on tutkittu maailmanlaajuisesti¹¹². Enkelirahoittajien rahoituksen painoarvo rahoitusmarkkinoilla on kasvanut jatkuvasti ja maailmanlaajuisten arvioiden mukaan enkelirahoittajat rahoittavat jopa 11 kertaa enemmän rahoituskohteita kuin muodolliset riskirahoittajat¹¹³. Enkelisijoittajien aktiivinen rahoitusstrategia ja oma ammattitaito ovat tärkeitä erityisesti businessenkeleiden keskeisimmälle rahoituksen kohderyhmälle, joita ovat nuoret, pienet ja aloittavat yritykset¹¹⁴. Enkelisijoittajat rahoittavat usein listaamattomia kasvuyrityksiä ja ovat sijoituskohteidensa vähemmistöomistajia 10-40 prosentin omistusosuudella¹¹⁵. Uusien yritysten ja liiketoimintaideoiden siivittäjinä toimivat bisnesenkelit osallistuvat aktiivisesti rahoittamiensa

¹⁰⁹ Riding 2008; Wetzel 1983.

¹¹⁰ Mason & Harrison 2017; Morrissette 2007

¹¹¹ Mason, Botelho & Zygmunt 2017; Aram 1989; Diaz-Moriana & O’Gorman 2013

¹¹² Aram 1989; DiazMoriana ym. 2013; Hindle & Wenban 1999

¹¹³ Morrissette 2007

¹¹⁴ Mason & Harrison 2017

¹¹⁵ Etula 2014: 12

yritysten toimintaan ja rahoitusprosessin läpäisseet liiketoimet saavat käyttöönsä enkelirahoittajien rahallisen tuen lisäksi heidän liiketoiminnallista osaamistaan¹¹⁶. Enkelirahoittajien merkityksen tunnistaminen on tärkeää riskirahoitusmarkkinoiden kehityksen edistämiseksi¹¹⁷.

Enkelirahoittajat ovat todella heterogeeninen ja monimuotoinen ryhmä riskisijoittajia, joiden henkilökohtaiset preferenssit ja työpanos vaikuttavat rahoitetun yrityksen toimintaan huomattavasti muita riskirahoitusmuotoja enemmän¹¹⁸. Enkelirahoittajien henkilökohtaisten ominaisuuksien tärkeys ja merkitys näkyy esimerkiksi siinä, että bisnesenkelin halu osallistua investointinsa kehittämiseen luo lisäarvoa enkelirahoittajan henkilökohtaisen kokemuksen ja osaamisen hyödyntämisenä investoidun yritystoiminnan kehittämisessä¹¹⁹. Enkelirahoituksen henkilökohtaisuus ja rahoituksen joustavuus ovatkin sen suurimpia vahvuuksia.

Enkelirahoittajat tarjoavat yrityksille usein alkuvaiheen rahoitusta, joka tukee yritystoiminnan kehittymistä. Tätä kautta bisnesenkelit ovat näin mukana talouskasvun edistämässä ja mahdollistavat osaltaan uusien innovaatioiden tulon markkinoille.¹²⁰ Enkelisijoittavat rahoittavat kuitenkin myös vanhempien yritysten kasvuvaihetta tai uuteen kasvuun tähtäviä yhtiöitä¹²¹.

Enkelirahoittajan määritelmään kuuluu keskeisesti rahoittajan korkea osallistumisaste sijoitettavaan kohteeseen. Osallistumisen kautta enkelirahoittajat pyrkivät turvaamaan sijoituksensa eli hallitsemaan rahoitusriskiään ja myötävaikuttamaan yrityksen arvonnäköalaiseen. Empiirisen tutkimuksen mukaan enkelirahoittajat eivät vain tuo rahallista pa-

¹¹⁶ Lahti 2008; Politis 2008; Diaz-Moriana & O’Gorman. 2013

¹¹⁷ Diaz-Moriana & O’Gorman 2013; Hindle & Wenban 1999

¹¹⁸ Freear ym. 1994; Aram 1989; Mason 2006

¹¹⁹ Wiltbank, Read, Dew & Sarasvathy 2009; Collewaert & Manigart 2016; Donaldson & Davis 1991

¹²⁰ Van Osnabrugge 2000; Aram 1989; Diaz-Moriana & O’Gorman 2013; Landström & Mason 2016

¹²¹ Etula 2014: 18

nostaan investointiinsa, vaan tuottavat yritykselle myös lisäarvoa omalla asiantuntijuudellaan¹²². Bisnesenkeleiden korkea osallistumisaste on yksi heidät muista epämuodollisista riskirahoittajista erottava tekijä, sillä epämuodollisten riskirahoittajien osallistumisaste on tyypillisesti hyvin matala¹²³. Enkelirahoittajien ryhmällä on korkeimman osallistumisasteen lisäksi myös voimakkain sitoutuminen rahoitettavaan kohteeseen, sekä korkein investointiaktiivisuuden aste epämuodollisten pääomasijoittajien joukossa¹²⁴.

Muita tyypillisiä piirteitä enkelirahoituksessa ovat rahoituksen määräaikaisuus, jolloin sijoitusaika on keskimäärin noin 7-10 vuotta, jonka jälkeen enkelisijoittaja pyrkii irtaantumaan sijoituskohteestaan. Enkelisijoittavat voivat kuitenkin myös tinkiä sijoituksen määräaikaisuudesta. Koska enkelirahoittajat eivät riskisijoittajina yleensä vaadi vakuuksia tai korkoa sijoitukselleen, irtautumismahdollisuus on enkelirahoitukselle keskeinen kriteeri. Irtautumisen kautta enkelirahoittaja saa sijoituksen tuoton, kun sijoituksen arvo ja mahdollinen arvonnousu realisoituvat esimerkiksi sijoitusosuuden myynnillä. Irtautuminen tapahtuu usein yrityksen listautuessa pörssiin tai yrityksen tarpeeksi suuren arvonnousun toteutuessa. Osuuden myymisen lisäksi irtautuminen voi tapahtua esimerkiksi yrityksen suorittamalla osakeosuuden takaisinostolla, velan takaisinmaksulla, uudelleenrahoituksella tai listautumisella.¹²⁵ FiBAN:in mukaan tyypillinen suomalaisen enkelirahoittajan sijoitussumma Suomessa on 10 000 – 50 000 euron väliltä, yksittäisen sijoituksen ollessa korkeimmillaan noin miljoona euroa¹²⁶.

4.2. Rahoitusprosessi ja sopimusehdot

Tutkimusten mukaan kriittinen sijoituspäätöstä pohjustava tekijä on sijoittajan motivaatio ja sitoutumisen aste sijoituskohteeseen¹²⁷.

¹²² Diamanto Politis 2008

¹²³ Lahti 2008:3

¹²⁴ Lahti 2008:3

¹²⁵ Etula 2014: 41

¹²⁶ Etula 2014: 12

¹²⁷ Freear ym. 1994; Hsu, Haynie, Simmons & McKelvie 2014

Enkelirahoittajien rahoitusprosessi lähtee liikkeelle potentiaalisen rahoitusmahdollisuuden löytämisestä. Bisnesenkelit tulevat tietoisiksi rahoitusta tarvitsevista yrityksistä pääasiassa sosiaalisen verkostonsa kautta¹²⁸. Muodollisiin riskirahoittajiin verrattuna enkelirahoittajien rahoitusprosessin alkuvaihe eli potentiaalisen rahoitusmahdollisuuden löytäminen on tehottomampaa ja siihen vaikuttaa esimerkiksi sijoittajan oma maantieteellinen sijainti ja elinympäristö¹²⁹.

John Hallin kyselytutkimuksessa vuodelta 1993 käy ilmi, että varsinaiset muodolliset riskisijoittajat käyttävät päätöksentekoprosessinsa alkuvaiheessa huomattavan vähän aikaa. Kyselytutkimuksen mukaan ammattimaiset riskisijoittajat käyttävät ehdotuksien alustavaan läpikäymiseen alle kuusi minuuttia ja tarkempaan arviointiin alle 21 minuuttia, jonka jälkeen he tekevät hyväksyvän tai hylkäävän päätöksen.¹³⁰ Enkelirahoittajat puolestaan käyttävät rahoitusehdotusten arviointiin huomattavasti enemmän aikaa, mutta heidän rahoitusprosessinsa alkuvaiheeseen vaikuttavat liiketoiminnallisten tekijöiden lisäksi myös muut tekijät. Bisnesenkelin päätöksentekoon vaikuttavat esimerkiksi rahoitusta hakevan yrittäjän esiintymistaidot.¹³¹

Clarkin tutkimus¹³² tukee myös aikaisempia havaintoja siitä, että enkelirahoittajien päätöksentekoprosessin käynnistymiseen vaikuttaa rahoitusta hakevan yrittäjän persoonana¹³³. Enkelirahoittajan ja yrittäjän välinen suhde on yksi rahoituspäätöksen syntymisen ja siten koko rahoitusprosessin päätekijöistä. Tämä havainto eroaa muodollisten riskirahoittajien päätöksentekoprosessista, jossa painoarvo on enemmän koko rahoitettavan yrityksen imagolla ja taloudellisilla tekijöillä¹³⁴.

¹²⁸ Aram 1989; Haines, Madill & Riding 2003

¹²⁹ Haar, Starr & MacMillan 1988

¹³⁰ Hall & Hofer 1993

¹³¹ Clark 2008

¹³² Clark 2008

¹³³ Sudek 2006

¹³⁴ Mason & Stark 2004

Rahoitusprosessin alkuvaiheessa enkelirahoittajien rahoituspäätöksen syntymiseen vaikuttaa voimakkaasti muiden rahoittajien tapaan sijoituskohteen arvioitu riskisyys. Riskin suuruudesta ja todennäköisyydestä riippuen enkelirahoittajat käyttävät enemmän aikaa rahoituskohteen arviointiin ja painottavat sitovien sopimusehtojen käyttöä osana päätöksentekoprosessin alkuvaihetta. Alkuvaiheessa todettu sijoituskohteen riskisyys vaikuttaa myös siihen, millaisia vaiheita ja ehtoja rahoitusprosessiin muodostuu ja esimerkiksi millaisia vaikutusmahdollisuuksia ja omistusosuuksia enkelirahoittaja haluaa sijoituskohteeltaan.¹³⁵

Muodollisten riskirahoittajien rahoitusprosessin alkuvaiheessa kriittisiä päätöksentekoon vaikuttavia kriteerejä ovat rahoitettavan yrityksen sopivuus rahoitusyhtiön omiin suuntaviivoihin, pitkän aikavälin kasvuodotukset ja yrityksen toimialan kannattavuus¹³⁶. Lisäksi rahoitusriskiä arvioidaan esimerkiksi liiketoiminnan aikaisemman kehityksen perusteella ja toimintaympäristön muutoksia arvioimalla¹³⁷. Enkelirahoittajat painottavat ammattimaisten riskirahoittajien tapaan sijoituksen markkinapotentiaalia ja tuotteen tai palvelun laajan kaupallistamisen potentiaalista kapasiteettia¹³⁸. Muodollisista riskirahoittajista poiketen bisnesenkelit painottavat rahoituspäätösten kriteereissään myös mahdollisuutta hyödyntää omaa osaamistaan yritykselle lisäarvoa tuottavalla tavalla¹³⁹. Bisnesenkeleiden kontribuutio onkin epäformaalin riskirahoituksen keskeisiä eroja muodolliseen riskirahoitukseen ja kasvuyrityksen on mahdollista saavuttaa enkelirahoituksen kautta ei-rahallisia hyötyjä. Erona muodollisten riskirahoittajien päätöksentekokriteereihin voidaan nähdä se, että epämuodolliset riskirahoittajat painottavat kaiken

¹³⁵ Lahti 2011

¹³⁶ Hall & Hofer 1993

¹³⁷ Työ- ja elinkeinoministeriön alusrahoitus selvitys 2015

¹³⁸ Haar, Starr & MacMillan 1988; Haines, Madill & Riding 2003; Landström 1998

¹³⁹ Haines, Madill & Riding 2003; Landström 1998

kaikkiaan enemmän pehmeitä arvoja ja henkilökohtaisia tekijöitä taloudellisiin tekijöihin verrattuna.¹⁴⁰

Mikäli investointikohde läpäisee päätöksentekoprosessin lähtökohdat ja alkuvaiheen kriteeristön, rahoitusprosessi alkaa edetä. Lahden tutkimuksen mukaan enkelirahoittaja siirtyy tällöin sopimuksen muodostamisessa neuvotteluvaiheeseen. Neuvotteluvaiheessa enkelirahoittaja ja rahoitettava kohde käyvät neuvotteluja varsinaisen sijoituksen yksityiskohdista. Investoinnin yksityiskohdista sovitaan täsmällisesti ja niistä tehdään esimerkiksi alustava sijoitussopimus¹⁴¹.

Sijoituskohteen perusteellisen analysoinnin jälkeen siirrytään päätösneuvotteluihin, mikäli aikaisemmissa neuvotteluissa on päästy yhteisymmärrykseen investoinnin sisällöstä, ehdoista ja erityisesti sijoituskohteen arvonmäärittämisestä. Yrityksen arvonmäärittämisessä enkelisijoittaja arvioi sijoituksen arvon ennen sijoitusta ja sijoituksen mahdollistamaa arvonnousua yhtiössä, sekä siten enkelirahoittajan saamaa osuutta ja sen arvoa yrityksestä. Enkelirahoittajat haluavat lähes aina solmia kirjallisen osakassopimuksen vähemmistöosakasasemansa turvaamiseksi, joten onnistunut neuvotteluvaihe johtaa alustavan sijoitussopimuksen muuttamiseen osakassopimukseksi ja sopimusehdot tarkentuvat lopulliseen muotoonsa. Enkelirahoittajan investointipäätös on syntynyt. Varsinainen sijoitus tapahtuu usein vaiheittaisesti.¹⁴²

Syitä enkelirahoittajien sijoitussopimuksen syntymättömyydelle ovat investointikohteen riskienhallinnan haastavuus tai mahdottomuus¹⁴³. Lisäksi rahoitusprosessin kes-

¹⁴⁰ Paul, Whittam, & Wyper 2007; Wetzel 1983; Maxwell, Jeffrey & Lévesque 2011

¹⁴¹ Etula 2014: 19

¹⁴² Lahti 2008; Etula 2014: 18-20

¹⁴³ Gullander & Napier 2003

keytyminen voi johtua siitä, että prosessin edettyä neuvotteluvaiheeseen, osapuolet eivät pääse yhteisymmärrykseen sopivista ehdoista tai kohteen arvonmääritys ei onnistu ja edellytyksistä investoinnin toteutumiselle ei ole. Näin ollen investointipäätöstä ei synny ja prosessi keskeytyy alkuvaiheen onnistuneista arvioinneista huolimatta.¹⁴⁴ Sopimusneuvotteluilla on siis erittäin keskeinen rooli enkelirahoituksen rahoituspäätöksen syntymisessä.

4.3. Luottamus ja yrittäjä-rahoittaja-suhde

”Kovenanttiohjatussa rahoituksessa pankki lähtökohtaisesti luottaa yritykseen, mutta rajaa luottamuksensa määrän, laadun ja kohteen sopimusehdoilla sekä korjaa ja hallitsee havaitsemiaan spesifejä epäluottamus- ja epävarmuustekijöitä kovenanteilla.”¹⁴⁵

Enkelirahoittajien päätöksentekokriteereissä ja rahoituspäätöksen muodostumisessa vaikuttaa jo aikaisemmin esiin noussut rahoittajan ja yrittäjän välinen suhde. Mittenesin ym. tutkimuksessa itse rahoitettavan yrittäjän todettiin vaikuttavan eniten enkelirahoittajan rahoituspäätöksen syntymiseen tai syntymättömyyteen. Pankkirahoituksen kriteerit painottuvat voimakkaasti taloudellisiin tekijöihin, mutta ero muodollisen ja epämuodollisen riskirahoituksen välille syntyy erityisesti rahoitusta hakevan yrittäjän arvioinnista¹⁴⁶. Sudekin vuoden 2006 tutkimuksen tuloksissa näkyi, että yrittäjän luotettavuus, johtotiimin laatu ja yrittäjän innokkuus vaikuttivat bisnesenkeleiden sijoituspäätöksiin¹⁴⁷. Erityisesti luottamuksen merkitys korostuu enkelirahoittajien päätöksentekokriteereissä, sillä jo päätöksentekoprosessin käynnistyminen nojaa enkelirahoittajan luottamukseen omaa verkostoaan kohtaan ja jatkuu rahoitettavan luotettavuuden arviointiin¹⁴⁸.

¹⁴⁴ Mason & Harrison 2002

¹⁴⁵ Välimäki 2013:127

¹⁴⁶ Mason & Stark 2004; Hsu, Haynie, Simmons, & McKelvie 2014; Landström 1998; Mitteness, Baucus & Sudek 2012

¹⁴⁷ Sudek 2006

¹⁴⁸ Harrison, Dibben & Mason 1997

Enkelirahoittajan ja yrittäjän välille muodostuu muita rahoitusmuotoja läheisempi suhde, jossa luottamuksen merkitys korostuu. Rahoituksen ja talousoikeuden alaan liittyvän agenttiteorian mukaisesti rahoittajan ja rahoitettavan on ratkaistava suhteessaan moraalisen rappion riski, jossa osapuolet laistavat velvollisuuksistaan jommankumman tappioksi¹⁴⁹. Enkelirahoittajat luottavat päätöksentekoprosessissaan muita rahoituskenttarjoajia enemmän rahoittajan ja rahoitettavan väliseen suhteeseen ja he voivat tarjota luottamuksellisen, empaattisen ja läheisen rahoitussuhteen, joka tuo lisäarvoa rahoitusta hakevalle yrittäjälle¹⁵⁰. Enkelirahoittajien rahoituspäätösten syntyminen teoreettisena taustana voidaan nähdä agenttiteoria ja Stewardship-teoria. Nämä teoriat nousevat esille rahoituspäätöksiin vaikuttavassa riskien arvioinnissa, sillä erityisesti rahoittajan ja rahoitettavan välisellä suhteella ja sen riskisyydellä on merkitystä rahoituksen myöntämiseen.

Enkelirahoittajat suhtautuvat agenttiteoriassa kuvattuihin agenttikustannuksiin luottamuksen kautta¹⁵¹. Agenttiongelman keskiössä on yleensä yrittäjän ja enkelirahoittajan välinen informaation epäsymmetria ja enkelirahoittajan tarve luottaa yrittäjän sanoihin ja osaamiseen tietyissä rajoissa¹⁵². Enkelirahoittajat ratkaisevat tämän agenttiongelman usein sillä, että he rahoittavat itselleen tuttuja toimialoja ja maantieteellisesti lähellä olevia yrityksiä, jolloin he eivät ole yhtä riippuvaisia rahoitettavan yrittäjän osaamisesta ja tarjotusta informaatiosta¹⁵³. Epäsymmetrisen informaation riski on kuitenkin aina olemassa, sillä jokainen sijoituskohte on erilainen. Tätä informaation epäsymmetriaa ja agenttiongelmia enkelirahoittajat pyrkivät ratkaisemaan erilaisilla sopimusehdoilla, jotka velvoittavat rahoitettavaa kertomaan tarvittavat tiedot rahoituksen saamiseksi¹⁵⁴. Tällaisia ehtoja ovat esimerkiksi osakassopimukseen kirjattava tiedonsaantioikeus¹⁵⁵.

¹⁴⁹ Fairchild 2011

¹⁵⁰ Fairchild 2011

¹⁵¹ Jensen & Meckling 1976

¹⁵² Lahti 2008

¹⁵³ Lahti 2008; Landström 1992

¹⁵⁴ Lahti 2008

¹⁵⁵ Etula 2014: 54

Informaation epäsymmetria ja agenttiongelman korostuvat myös sijoituskohteen arvostuksessa. Yrittäjällä ja sijoittajalla voi olla eroja siinä, millaisia odotuksia rahoituksen tulee täyttää. Informaation epäsymmetria ja informaatoriski näyttäytyvät siis myös kuuluna sijoittajan ja yrittäjän välisissä odotuksissa investointia kohtaan.¹⁵⁶ Sijoituskohteen oikea arvostus määrittää sijoituksen suuruuden ja kannattavuuden, joten oikean tiedon saaminen on enkelirahoittajalle kriittistä ja vaikuttaa merkittävästi bisnesenkeliin halukkuuteen sijoittaa kohteeseen. Osakassopimukseen voidaan kirjata arvostukseen liittyviksi ehdoiksi esimerkiksi likvidaatiosuoja kauppahinnan alenemista vastaan ja dilutaatiosuoja mahdollisille tuleville rahoituskierröksille.¹⁵⁷ Yrittäjän haluttomuus paljastaa kilpailuetujaan ja toimintasuunnitelmiaan voivat olla este muuten potentiaalisen sijoituskohteen rahoitukselle.¹⁵⁸

Osnabruggen vuonna 2000 julkaistussa laajassa tutkimuksessa vertaillaan bisnesenkeliiden ja virallisten rahoitusentartarjoajien investointimenettelytapoja koko investointiprosessin läpi. Tutkimuksen hypoteesina on se, että eri riskirahoittajat käyttävät erilaisia lähestymistapoja agenttiriskin rajaamiseksi investoinneista. Tutkimus on samaa mieltä aikaisempien tutkimusten ja tutkimustulosten kanssa siitä, että molemmat tahot pyrkivät vähentämään agenttiriskiä kaikissa investoinnin vaiheissa. Tutkimuksessa käy kuitenkin ilmi, että bisnesenkeli pyrkivät painottamaan riskin poistamista vasta investoinnin jälkeen ja viralliset tahot jo ennen itse investointia. Enkelirahoittajien strategiaa kutsutaan osittaisen sopimuksen lähestymistavaksi ja muodollisten riskirahoittajien lähestymistapaa päämiesagenttimuodoksi.¹⁵⁹

Vastakohtana agenttiteorialle, Stewardship -teorian mukaan olisi myös yrittäjän etujen mukaista toimia enkelirahoittajan etujen mukaisesti. Tätä teoriaa tukevat monet tutkimukset enkelirahoituksen kontribuutioista, joissa todetaan, että enkelirahoituksen

¹⁵⁶ Mason & Harrison 1995, 1996

¹⁵⁷ Etula 2014: 49-54

¹⁵⁸ Lahti 2008, Mason & Harrison 1995, 1996; Etula 2014

¹⁵⁹ Van Osnabrugge 2000

tuoma lisäarvo hyödyttää investointiprosessin molempia osapuolia, jolloin kummankin on kannattavaa ajatella liiketoiminnassa myös toisen osapuolen etua. Enkelirahoittajien tuoma lisäarvo edistää yrittäjän liiketoiminnan parempaa menestymistä enkelirahoittajan tarjoaman kokemuksen, opastuksen ja verkostojen kautta. Pääomasijoituksen saaminen lisäksi viestii yrityksen toimintakykyisyydestä ja siten parantaa myös muiden rahoitusmuotojen saamista. Samalla enkelirahoittajien korkea osallistumisaste investointiprosessiin edistää bisnesenkelin oman sijoituksen arvon kehittymistä positiiviseen suuntaan liiketoiminnan paremman menestyksen kautta.¹⁶⁰

Tästä teorettisesta näkökulmasta ajatellen enkelirahoittajien sosiaalinen ja henkinen pääoma investointiin suojelee bisnesenkeleitä myös agenttiongelmalta, sillä investointikohteen menestyminen on myös yrittäjän etujen mukaista ja siten yrittäjän on kannattavaa noudattaa enkelirahoittajan ohjeita ja informoida tätä liiketoiminnastaan mahdollisimman rehellisesti ja avoimesti. Tällöin enkelirahoittaja voi tarjota mahdollisimman täsmällistä tietoa liiketoiminnan menestyksen tueksi. Stewardship -teorian mukaan enkelirahoittajan ja yrittäjän yhteistyötä voidaan kutsua investoinnin yhteiskehittämiseksi, joka hyödyntää molempia osapuolia poistaen informaation epäsymmetrian aiheuttamia tarpeita agenttiongelman huomioimiselle liiketoimintaprosessin etenemisessä ja investointipäätösten kriteereissä. Tämä teoriapohja siirtää samalla rahoituksen painoarvoa enkelirahoittajan tarjoamaan lisäarvoon.¹⁶¹

¹⁶⁰ Wiltbank, Read, Dew & Sarasvathy 2009; Miller & Sardais 2011; Collewaert & Manigart 2016

¹⁶¹ Wiltbank, Read, Dew & Sarasvathy 2009; Collewaert & Manigart 2016; Donaldson & Davis 1991

5. KOVENANTIT

5.1. Kovenanttien luokittelu

Tässä tutkimuksessa kovenanttien käyttöön perehdytään pankkirahoituksen kautta, sillä aikaisempi kovenanttitutkimus perustuu kovenanttien käyttöön pankkirahoituksen yhteydessä. Aikaisemman aineiston perusteella analysoidaan kovenanttirahoituksen mahdollista soveltumista osaksi epämuodollista rahoitusta, jonka tarkemmin määriteltynä näkökulmana ovat enkelirahoituksen osakassopimukset.

Sopimusten erityisehdoiksi määriteltävät kovenantit kuuluvat yhä yleisemmäksi osaksi sopimuksien riskienhallintamekanismeja¹⁶². Yksilölliset rahoitussopimukset tarjoavat joustavampaa ja kohdennetumpaa rahoitusta, yhteistyötä ja rajattua riskiä muutosten keskellä.

Kovenantit voidaan luokitella useammalla eri tavalla riippuen valitusta näkökulmasta. Jaottelu voidaan tehdä esimerkiksi rahoituksen saajan käyttäytymisen perusteella. Tällöin kovenantit jaetaan negatiivisiin ehtoihin, positiivisiin ehtoihin ja finanssikovenantteihin. Negatiiviset ehdot tarkoittavat, että rahoituksenhakija sitoutuu noudattamaan tiettyjä sovittuja ehtoja ja käyttäytymään niiden mukaisesti. Positiiviset ehdot tarkoittavat sovittuun käytökseen jatkamista rahoitettavan osapuolen puolelta. Toisena luokittelun perusteena voidaan käyttää taloudellisia lukuja, jolloin kovenantit voidaan jakaa tilinpäätös- ja tunnuslukupohjaisiin kovenantteihin ja toiminnallisiin kovenantteihin. Tilinpäätös- ja tunnuslukupohjaiset kovenantit ovat finanssikovenantteja.¹⁶³

Näistä luokitteluista on pääteltävissä, että kovenanttien määrittelyssä keskeisintä on toiminnallisten ja taloudellisten kovenanttien erottaminen toisistaan. Finanssikovenantit

¹⁶² Välimäki 2013: 121-133

¹⁶³ Välimäki 2014: 85

voidaan edelleen jakaa esimerkiksi ylläpitäviin ja rajoittaviin kovenantteihin. Edellä mainitut tilinpäätös- ja tunnuslukukovenantit voidaan jakaa tuloslaskelma- ja tasekovenantteihin sekä niiden yhdistelmiin ja absoluuttisiin kovenantteihin. Toiminnalliset kovenantit voidaan puolestaan jakaa toimintaa sääteleviin ja velvoittaviin kovenantteihin.¹⁶⁴ Nämä ovat esimerkkejä vain yhdentyyppisistä luokitteluista, sillä sopimusehtoja voi olla rajaton määrä. Kovenanteilla voi olla useampia tai yhdistelmiä muodostavia merkityksiä.

Välimäki 2014 ryhmittelee väitöskirjassaan kovenantit informaatiokovenantteihin, toimintakovenantteihin, finanssikovenantteihin ja insentiivikovenantteihin. Näistä ainoastaan informaatiokovenanteilla ei ole aivan suoraa merkitystä rahoitussopimusten riskienhallinnassa.¹⁶⁵ Suoranaisen tuotto- tai luottoriskin hallinnan sijaan informaatiokovenantit luovat pohjan kaikkien muiden kovenanttien käytölle. Ilman sujuvaa tiedonvaihtoa rahoittajalla ei ole mahdollisuutta seurata liiketoiminnan kehittymistä ja siten mahdollisesti ohjata liiketoimintapäätöksiä muilla kovenanteilla. Mikäli tiedonvälitys ei toimi, ei ole mahdollista seurata esimerkiksi kompetenssirajoituskovenanttien, finanssikovenanttien ja hinnoittelukovenanttien toimivuutta. Siispä erityisesti informaatiokovenanttien tiedoksiantovelvollisuudella on merkittävä rooli kovenanttipohjaisessa rahoituksessa.¹⁶⁶

Toimintakovenantit ja finanssikovenantit ohjaavat luottoriskiä, eli varmistavat rahoitettavan kohteen maksuvalmiuden ja luotonhoitokyvyn. Finanssikovenanttien perusteella määritetään hinnoittelukovenanteille niiden raja-arvot. Toimintakovenantit asettavat enemmänkin yleisiä ohjeita, toimintaperiaatteita ja informaatiovelvoitteita. Toimintakovenantit estävät finanssikovenanttien rikkoutumisen yrityksen operatiivista toimintaa rajoittamalla. Esimerkkinä tästä on rahoitettavan yrityksen omaisuuden arvon hallitseminen.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Välimäki 2014: 86, Välimäki siteeraa Ferran Eilis, Leppiniemi, Puttonen

¹⁶⁵ Välimäki 2014: 87-88

¹⁶⁶ Välimäki 2013: 121-133

¹⁶⁷ Välimäki 2014: 85-89

5.2. Kovenanttien käyttö

*”Kovenantit ovat rahoitukseen liittyviä rahoittajan luotto-, tuotto- ja informaatoriskin hallintaan tähtääviä yksilöllisiä sopimusehtoja”*¹⁶⁸.

Kovenanttien tärkein tehtävä on huolehtia rahoitettavan kohteen velanmaksukyvyistä ja pyrkiä ennustamaan ja estämään mahdollinen maksukyvyttömyys. Kovenanteilla tapahtuva kovenanttiohjaus on tapa hallita luottoriskiä liiketoimintapäätöksiä ohjaavilla ehdoilla. Kovenanttien käytöllä tapahtuva kovenanttiohjauksen taso vaihtelee tarpeen mukaan.¹⁶⁹ Suomen Pankin toteuttamasta yritysrahoituskyselystä selviää, että kovenanttien käytön yleistymisen lisäksi kovenanteissa on tapahtunut myös muita aikasidonnaisia muutoksia. Yritysrahoituskyselyssä havaittiin, että kovenantit eli luottojen erityisehdot olivat kiristyneet huomattavasti vuodesta 2013 vuoteen 2015 varsinkin pienemmillä yrityksillä, mikä havainnollistaa rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden heijastumista rahoitussopimuksiin.¹⁷⁰ Joustavien rahoitussopimusten on tarkoitus tarjota tilaa tai toisaalta kiristää ehtoja riskin muuttuessa. Kovenanteilla myös mahdollistetaan sopimuksen joustavuus ja soveltuminen muuttuviin tilanteisiin, jolloin uusille, kalliille ja aikaa vieville sopimusneuvotteluille ei ole tarvetta. Kovenantit vähentävät siten rahoituksen transaktiokustannuksia.¹⁷¹

Esimerkkinä pankin tavasta käyttää kovenanteja voidaan käyttää työ- ja elinkeinoministeriön julkaisemaa alusrahoitusselvitystä. Selvityksessä kerrotaan, että pankit pyrkivät vastaamaan alusrahoituksen rahoitusriskeihin käyttämällä kovenanteja lainakriteereissään. Kovenanteilla pyritään mittamaan esimerkiksi rahoitusprojektin vakavaraisuutta, velkaantumistasetta, maksuvalmiutta, rahoitettavan aluksen markkina-arvoa suhteessa lainamäärään sekä kassavirran riittävyttä takaisinmaksukyvyyn perusteena.¹⁷²

¹⁶⁸ Välimäki 2013: 119

¹⁶⁹ Välimäki 2013:121-133

¹⁷⁰ Suomen Pankin yritysrahoituskysely 2015

¹⁷¹ Välimäki 2013: 121-133

¹⁷² Työ- ja elinkeinoministeriön alusrahoitusselvitys 2015

Kovenanttien luokittelusta voidaan päätellä, että kovenanteilla on myös muita käyttötarkoituksia, kuin vain suora riskienhallinta maksukyvyttömyyden estämisellä. Kovenanttien avulla voidaan käytännössä vaikuttaa yrityksen koko liiketoiminnan kehitykseen, esimerkiksi johdon toimintaa rajoittamalla. Monipuolisista käyttötarkoituksista huolimatta kovenantit ovat kuitenkin ensisijaisesti luottoriskin hallintaan käytettäviä sopimusehtoja, eikä niitä tutkimusten mukaan käytetä ilman riskienhallinnallista ulottuvuutta.¹⁷³

Osakassopimuksissa kovenantteja voidaan käyttää riskienhallinnan lisäksi kontrollin välineenä. Informaatiokovenanttien kautta tapahtuva seuranta on esimerkki passiivisesta kontrolloinnista. Kontrolli voi olla myös aktiivista esimerkiksi sellaisen osakassopimuksen erityisehdon kautta, joka tuo oikeuden hallitustyöskentelyyn yhtiössä.¹⁷⁴

Pankkien kovenanttien käytön taustalla voidaan havaita motiiveina esimerkiksi informaation epäsymmetrian ja epävarmuustekijöiden hallinta, mutta pelkistetysti kyse on rahoittajan kannalta kannattavan sopimuksen solmimisesta.

5.3. Kovenanttien vaikutus sopimukseen

5.3.1. Muutokset sopimussuhteessa

Kovenanttien käyttö erilaisissa sopimuksissa muuttaa erityisesti rahoittajan roolia suhteessa rahoitettavaan kohteeseen. Rahoittajan roolista tulee kovenanttien käytön myötä aktiivisempi ja läheisempi. Kovenanttien käytön myötä rahoittajan ja rahoitettavan kohteen välinen yhteistyö lisääntyy ja sen merkitys kasvaa, sillä yrityksellä on enemmän velvoitteita rahoittajaa kohtaan.¹⁷⁵ Kuten aikaisemmin mainittu, kovenanttien

¹⁷³ Välimäki 2014: 89

¹⁷⁴ Pälä 2006: 257

¹⁷⁵ Välimäki 2014: 89

käyttö rahoitussopimuksissa johtaa usein kaksipuoliseen sopimukseen, jossa molemmille sopimusosapuolille syntyy oikeuksia ja velvoitteita¹⁷⁶. Kommunikaation laatu ja merkitys sopimussuhteelle muuttuu¹⁷⁷.

Kovenanttien käytössä esiin nousee usein luottamus. Kovenanttien käyttö edellyttää luottamusta rahoitettavaan kohteeseen, sillä kovenantit korvaavat reaali- vakuudet. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että ”*saatavan varmistavaa vakuutta ei ole tai se on määrältään tai laadultaan puutteellinen*”¹⁷⁸. Tällöin rahoittaja luottaa kovenanttien käytön yhteydessä siihen, että rahoitettavan kohteen liiketoiminnalliset ja operatiiviset toimet mahdollistavat rahoitettavan kohteen kyvyn suoriutua lainasta.¹⁷⁹

Kovenanttien vaikutus sopimukseen riippuu todella voimakkaasti siitä, miten kovenantteja päätetään käyttää. Kovenanttirahoitus voi olla panttioikeusnäkökulman mukainen ja lähinnä täydentää perinteistä vakuusmenettelyä. Vastakohtana tälle kovenanttirahoitus voi olla myös ilman merkittävää vakuutta tapahtuvaa informaation ja muutamiin valittuihin tunnuslukuihin perustuvaa strategista ohjausta sekä yksilöityyn sopimukseen perustuvaa rahoitusriskin seuraamista.¹⁸⁰ Esimerkiksi osakassopimuksissa kovenantteja käytetään sen varmistamiseksi, että sijoittajan tarjoama rahoitus käytetään rahoittajan ehtojen ja tavoitteiden mukaisesti yhtiön kehittämiseen ja omistaja-arvon kasvattamiseen¹⁸¹. Osakassopimusten tavallisimpien sopimusehtojen lisäksi sopimukseen voidaan kirjata erityisehtoja, joilla pyritään yksilöidyllä ja tarkoituksenmukaisella tavalla ohjaamaan tai rajoittamaan rahoituskohteen toimintaa¹⁸². Esimerkkeinä näistä voidaan käyttää pääomasijoittajan ennakkosuostumusta tiettyihin toimiin vaativia kovenantteja tai velanottoa rajoittavia toimintakovenantteja.

¹⁷⁶ Välimäki 2014: 78-79

¹⁷⁷ Välimäki 2013: 121-133

¹⁷⁸ Välimäki 2013: 124

¹⁷⁹ Välimäki 2013: 121-133

¹⁸⁰ Välimäki 2013: 121-133

¹⁸¹ Etula 2014: 54

¹⁸² Etula 2014: 54

5.3.2. Hyödyt

Kovenantit mahdollistavat yhä useampien liiketoimintaideoiden toteutumisen, sillä rahoitus- ja osakassopimuksista voidaan muotoilla tapauskohtaisia ja tilannesidonnaisia. Tällöin luoton myöntämisestä aiemmin kannattamattomaan tilanteeseen voi tulla kannattavaa, kun kohteen riskisyyttä pystytään hallitsemaan paremmin esimerkiksi riskiaseman mukaan muuttuvalla hinnoittelulla. Joustavat sopimukset tekevät lisäksi rahoittajan pitkäaikaisesta sitoutumisesta todennäköisemmin mahdollista, sillä sopimusolosuhteiden lähes väistämätön muutos ajan myötä ei aiheuta sopimuksen purkautumista.¹⁸³

Yksi kovenanttien tarjoamista merkittävimmistä hyödyistä onkin rahoittajan roolin joustavuuden lisääntyminen. Kovenanttien käytön avulla rahoittaja voi esimerkiksi muuttaa omaa rooliaan rahoittajana sopimuksen aikana. Kovenanttien käytön hyötynä on myös jo edellä mainittu rahoituksen transaktiokustannusten vähentyminen, sillä uusille sopimusneuvotteluille tilanteiden eläessä ei ole tarvetta sopimuksen joustavuuden vuoksi.¹⁸⁴ Kovenanttien käyttäminen ja niistä rahoitusta hakevalle viestiminen myös kertoo rahoittajan vaatimuksista ja rahoituksen saamisen lähtökohdista. Kovenantit siis voivat nopeuttaa ja helpottaa rahoittajan ja rahoitusta hakevan yrityksen välistä kommunikointia, sillä ne kertovat rahoittajan tavoitteista ja periaatteista.¹⁸⁵

Kovenanttien käytön myötä rahoittaja voi myös vaikuttaa tai jopa estää rahoitettavan kohteen tekemät rahoittajalle epäedulliset liiketoimintapäätökset. Tällaisia rahoittajan riskiä nostavia tilanteita voivat olla esimerkiksi rahoittajan asemaan suhteessa muihin rahoittajiin heikentävät päätökset tai päätökset, jotka heikentävät velallisen kykyä suoriutua lainahoidosta. Osakassopimusten kovenanttiehdoilla pyritään usein juuri turvaamaan vähemmistöomistajan asema muihin osakkaisiin nähden¹⁸⁶. Esimerkkinä jälkim-

¹⁸³ Välimäki 2013: 121-133

¹⁸⁴ Välimäki 2013: 121-133

¹⁸⁵ Välimäki 2014: 89-90

¹⁸⁶ Etula 2014

mäisesti tilanteesta on suurien osinkojen jakaminen tai merkittävän investoinnin tekeminen.¹⁸⁷ Kovenantit asetetaan usein niin, että ne rikkoutuvat jo hyvissä ajoin ennen rahoitettavan yrityksen maksukyvyttömyyden syntymistä. Tämä tarkoittaa sitä, että kovenantit toimivat rahoittajalle tietynlaisena hälytysjärjestelmänä ongelmista ja mahdollistavat korjaustoimenpiteiden tekemisen niin, että sopimus ja rahoitussuhde voi vaikeuksista huolimatta jatkua.¹⁸⁸ Osakassopimukseen asetettujen sopimusehtojen tarkoituksena on toimia rahoittajalle riskienhallinnan ja kontrollin välineenä ja mahdollistaa reagointi rahoitettavan yrityksen liiketoiminnan kehitykseen¹⁸⁹. Osakassopimuksen ehtojen rikkoutuminen johtaa usein korvausvastuuseen osapuolten kesken¹⁹⁰.

Kovenanttien käytön tuoma joustavuus voi näkyä konkreettisesti tilanteessa, jossa rahoitus perustuu osittain vakuudelle ja osittain vakuusriskiä ohjaaville kovenanteille. Vakuusvajetilanteessa rahoittaja voi yhä olla halukas pysymään rahoitussopimuksessa, mikäli esimerkiksi rahoitettavan yrityksen kassavirta riittää takaamaan mahdollisuuden selviytyä lainanhoidosta.¹⁹¹ Tämä on hyvä erimerkki kovenanttirahoituksen kokonaisvaltaisemmasta liiketoiminnan kannattavuuden arvioinnista luotonmyönnön osalta.

Rahoitusta hakevalle kovenanttien hyödyiksi voidaan lukea suurempi todennäköisyys rahoituksen saamiselle sekä esimerkiksi rahoituksen alhaisempi hinta. Rahoituksen hinnoitteluun voidaan käyttää kaksisuuntaista hintakovenanttia, jolloin kovenanttien käytöstä on rahoituksen saajalle erillinen lisäarvoa tuottava vaikutus.¹⁹² Yksilöity sopimus edesauttaa myös rahoitettavan yrityksen tarpeita ja mahdollistaa pidemmän sopimusajan.¹⁹³

¹⁸⁷ Välimäki 2013: 121-133

¹⁸⁸ Heinonen & Saarela

¹⁸⁹ Pälä 2006: 258

¹⁹⁰ Haapaniemi & Yli-Huumo 2019

¹⁹¹ Välimäki 2014: 91

¹⁹² Välimäki 2014: 91

¹⁹³ Välimäki 2013: 121-133

Onnistuneessa sopimuksessa kovenanttien käytön voidaan nähdä asettavan pitkälle kumppanuussuhteelle ja tavoitteelliselle liiketoiminnankehitykselle sitä ohjaavat raamit, joiden puitteissa vakuusriski säilyy matalana ja rahoituksen ominaisuudet ovat rahoitettavan yrityksen kannalta edulliset¹⁹⁴. Kovenantit parhaimmillaan edistävät kumppanuuksien muodostumista rahoittajan ja rahoitettavan yrityksen välillä ja esimerkiksi vähentävät osakassopimusten osalta riitatilanteita rahoittajan ja yrityksen johdon välillä. Tänä päivänä verkostoituminen nähdään jopa menestyksen edellytyksenä, jolloin kovenanteilla on merkittävä rooli liiketoiminnan edistämisessä.¹⁹⁵

5.3.3. Haasteet

Kovenantteihin liittyvät haasteet liittyvät osittain rahoituksen hakijan näkökulmaan. Rahoitusta hakevan yrityksen kannalta kovenantit voivat heikentää yrityksen vapautta tehdä liiketaloudellisia päätöksiä ja supistaa siten operatiivisen toiminnan mahdollisuuksia liiketoiminnan kehittämiseen. Tiukat kovenanttiehdot voivat rajoittaa yrityksen strategian toteuttamista esimerkiksi estämällä uusien investointien ja sitä kautta kasvun toteuttamista. Kovenanttien käytön tarkoituksena ei voida pitää kontrollin ja hallinnan ylläpitoa, sillä kovenanttien tarkoitus on toimia riskienhallinnan työkaluina, mutta hallinta itsessään ei voi olla itseisarvo.¹⁹⁶

Kovenanttien käyttöön liittyy myös osittain luottamusriski, jota kuitenkin kovenanttien käytöllä pyritään myös hallitsemaan. Jonkin tasoinen luottamusriski kuitenkin jää aina jäljelle, sillä rahoittajan ja rahoitettavan välillä vallitsee aina tietyn suuruinen informaation epäsymmetria ja mahdolliset intressierot rahoituskohteesta.¹⁹⁷ Koska kovenanttien käytöstä ei Suomessa määrätä laissa, eikä kovenanttien käyttöä rekisteröidä¹⁹⁸ tai muuten virallisesti seurata, kovenantteihin liittyy omanlaisensa julkivarmistuksen ongelma.

¹⁹⁴ Välimäki 2013: 121-133

¹⁹⁵ Välimäki 2013: 121-133

¹⁹⁶ Välimäki 2013: 121-133

¹⁹⁷ Välimäki 2013: 119-133

¹⁹⁸ Oikeusministeriön lausuntopyyntö 2016 (OM 32/41/2015)

Perinteisen riskienhallinnan panttioikeusnäkökulman mukaan panttioikeus edellyttää pantin julkivarmistamista ollakseen sitova, jolloin vastaavaa julkivarmistuksen ongelmaa ei synny¹⁹⁹.

Kovenantit eivät tyypillisesti sisällä vakuuksille tyypillisiä velkojan etuoikeuksia, joka tuo oman riskinsä kovenanttirahoitukseen. Tätä kovenantteihin liittyvää mahdollisesti heikompaa velkojan asemaa suhteessa panttikirjoihin voidaan parantaa solmimalla esimerkiksi negative pledge – sitoumus, joka on erillinen kovenantti. Negative pledge eli vakuudenasettamiskieltokovenantti tai toisin sanoen panttaamattomuussitoumus²⁰⁰ turvaa rahoittajan aseman rahoitettavan yrityksen mahdollisen maksukyvyttömyyden syntyessä kieltämällä rahoitettavaa yritystä antamasta vakuuksia muille rahoittajille.²⁰¹ Vastaavasti voidaan myös käyttää rahoittajien tasapuolista kohtelua edellyttävää pari passu-kovenanttia²⁰². Tällaisen kovenantin asettaminen ei kuitenkaan välttämättä ole mahdollista, sillä se rajaa rahoitettavan yrityksen mahdollisuuksia saada rahoitusta myös muista lähteistä. Ulkoisen oman pääoman sijoittajilla voi kuitenkin olla myös tietoinen tarkoitus rajoittaa yrityksen rahoituksen hankkimista muista lähteistä ja vahvistaa omaan vähemmistöosakasasemaansa muiden omistajien oikeuksien kustannuksella²⁰³. Kovenanttien käyttö tuo siis omia haasteitaan sekä rahoittajan, että rahoitettavan asemaan liittyen. Esimerkiksi kansainvälisissä sopimuksissa velkojien yhdenvertaisuus luo tarpeen vakuudenasettamiskiellon käytölle, mutta erilaiset markkina-asetat voivat myös aiheuttaa sen, että rahoittajan etuoikeuksien turvaaminen ei ole mahdollista.

Haasteena voidaan nähdä myös kovenanttien mekaaninen käyttö ilman yksilöllistä harkintaa. Mikäli tiedonvaihto sopimussuhteessa ei toimi, kovenantit voidaan nähdä myös

¹⁹⁹ Tikkanen 2019: 100-112

²⁰⁰ Heinonen & Saarela

²⁰¹ Lauriala 2009: 958; Oikeusministeriön lausuntopyyntö 2016 (OM 32/41/2015)

²⁰² Heinonen & Saarela

²⁰³ Etula 2014

liian markkinasuhdanneriippuvaisina siten, että ne ovat kannattavia rahoitusta hakevalle vain silloin kun liiketoiminnalla menee hyvin²⁰⁴ Osakassopimuksissa olevien olennaisimpien erityisehtojen ja kovenanttien rikkoutumisesta seuraa yleensä aina sanktio, joka yleensä on sopimussakko ja vahingonkorvausvastuu²⁰⁵.

Rahoittajan näkökulmasta kovenanttien onnistunut käyttäminen vaatii suurempaa ajallista paneutumista rahoituksenkohteen taloudellisen tilanteen arviointiin. Rahoittajan kannalta on tärkeää saavuttaa kattava käsitys rahoitettavan yrityksen liiketoiminnasta, jotta liiketoimintaan liittyvien riskien arviointi ja siten sopivien kovenanttien valinta onnistuu. Lisäksi jonkinlainen luottamuksellinen suhde rahoitettavan yrityksen johtoon on tarpeen, jotta kovenanttien käyttöä voidaan pitää mielekkäänä ja tarkoituksenmukaisena. Niin ikään myös rahoitettavan yrityksen kannalta kovenantteihin sitoutuminen vaatii ajankäyttöä ja siten perehtymistä aiheeseen, jotta yritys ymmärtää millaisia toimia ja millaista informaatiota siltä vaaditaan.²⁰⁶ Tässä tilanteessa kovenanttien asettajalla on vastuu siitä, että sopimusehdot tulevat ymmärretyiksi rahoitusta hakevan yrityksen puolelta, jotta riskinjakosäännöksiin kuuluvan epäselvyyssäännöksen käyttö ei tule tarpeelliseksi sopimusehtoja arvioitaessa mahdollisessa ristiriitatilanteessa. Kovenanttien käytössä osana osakassopimuksia tulee myös huomioida niiden vaikutukset yhtiöjärjestykseen²⁰⁷. Näin ollen kovenanttien käyttö sitoo aikaa ja osaamista, joka voidaan nähdä niiden haasteena osana rahoitus- ja osakassopimuksia.

²⁰⁴ Välimäki 2013: 119-133

²⁰⁵ Etula 2014: 54; Hannula 2007: 150-154

²⁰⁶ Välimäki 2014: 89

²⁰⁷ Hannula 2007: 13-17

6. ENKELIRAHOITUKSEN JA KOVENANTTIEN SYNTEESI

6.1. Sopimusten muodostaminen

Suomen Pankin teettämästä yritysrahoituskyselystä voitiin päätellä, että kovenanttien käyttö osana rahoitussopimuksia on kasvussa²⁰⁸. Suomen Yrittäjien, Finnvera Oyj:n ja työ- ja elinkeinoministeriön yhdessä teettämän pienten ja keskisuurten yritysten yritysbarometrin kyselyssä selvisi syksyllä 2019, että pääkaupunkiseudun yrityksistä 13 % on ottanut rahoitusta bisnesenkeleiltä ja rahoitusta bisnesenkeleiltä aikoi hakea 21 % yrityksistä²⁰⁹. Vastaavat luvut kevään 2015 pääkaupunkiseudun yritysbarometrissä olivat 9 % ja 17 %²¹⁰, joten kovenanttien käytön kanssa samansuuntaista kasvun lisääntymistä on havaittavissa. Nämä tutkimustulokset kertovat siis enkelirahoituksen ja joustavien sopimusratkaisujen kasvavasta kysynnästä rahoitusmarkkinoilla.

Enkelirahoittajien rahoituspäätöksien toteutumiselle asettamat kriteerit ovat keskiössä kohteen riskisyyden kartoittamisessa, sillä enkelirahoittajat pyrkivät osana rahoituspäätöksiään tekemään jonkinlaisen toimiala-analyysin investointikohteesta ja arvioimaan sijoituksen kannattavuutta ja riskisyyttä syvällisemmin. Rahoituskohteen soveltumista rahoitukselle asetettuihin kriteereihin arvioidaan perusteellisesti.²¹¹

Vastaavalla tavalla kovenanttipohjaisessa rahoituksessa rahoitettavan kohteen liiketoimintariskien määrittäminen on tärkeää, jotta myös itse rahoitukseen liittyvät riskin ovat helpommin paikannettavissa²¹². Liiketoimintariskien analysointi edistää turhien ja liian

²⁰⁸ Suomen Pankin yritysrahoituskysely 2015

²⁰⁹ Suomen Yrittäjät, Finnvera oyj, työ- ja elinkeinoministeriö, yritysbarometri 2019

²¹⁰ Suomen Yrittäjät, Finnvera oyj, työ- ja elinkeinoministeriö, yritysbarometri 2015

²¹¹ Lahti 2008

²¹² Työ- ja elinkeinoministeriön alusrahoitus selvitys 2015: 16

tiukkojen kovenanttiehtojen pois jättämistä sopimuksesta, eli kuten myös enkelirahoittajat analysoivat rahoitettavan kohteensa liiketoimintaympäristön²¹³, myös kovenanttijohdattava rahoitus tarvitsee onnistuakseen samanlaisen lähestymistavan. Tästä näkökulmasta kovenanttien käyttö sulautuu enkelirahoituksen toimintatapoihin jo rahoituspäätöksen muodostamiseen alkuvaiheilta asti, eikä kovenanttien käyttö vaadi aiempien toimintatapojen muuttamista.²¹⁴

Enkelirahoittajien rahoituspäätösten syntyyn vaikuttaa voimakkaasti sijoituskohteen arvioitu riskisyys. Riskin suuruudesta ja arvioidusta todennäköisyydestä riippuen enkelirahoittajat perehtyvät rahoituskohteen ominaisuuksiin, jotta rahoitusriskien ja sijoituksen kannattavuuden arviointi on mahdollista. Riskisten sijoituskohteiden myönteisten oman pääoman ehtoisten rahoituspäätösten edellytyksenä on lähes aina kirjallinen osakassopimus ja sen sisältämien sitovien sopimusehtojen käyttö²¹⁵.

Enkelirahoitusta koskevissa tutkimuksissa puhutaan useissa kohdissa enkelirahoittajien suorittamista sopimusneuvotteluista, joissa neuvotellaan sopimusehtojen tarkat yksityiskohdat ja suunnitellaan rahoitukseen liittyvän riskin minimointia²¹⁶. Tässä vaiheessa kovenanttien käyttö osana osakassopimusta vaikuttaisi luonteeltaan, sillä kovenantit ovat riskinhallintaan käytettäviä sopimusten erityisehtoja, joilla voidaan rajata ja hallita rahoitusriskiä. Osakassopimukset voidaan puolestaan nähdä pääomasijoittajien sopimusoikeudellisena riskienhallintakeinona, joiden erityisehtoina kovenantteja voidaan käyttää²¹⁷. Aikaisempien tutkimusten mukaan pankkirahoituksessa käytetään ko-

²¹³ Haar, Starr & MacMillan 1988; Haines, Madill & Riding 2003; Landström 1998

²¹⁴ Välimäki 2013:121-133

²¹⁵ Etula 2014: 44

²¹⁶ Lahti 2008

²¹⁷ Etula 2014: 44

venantteja vastaavista syistä, sillä sopimusneuvottelut liittyvät olennaisesti myös muiden rahoitusmuotojen rahoitussopimusten solmimiseen ja yksilöidyn sopimuksen teko on myös onnistuneen kovenanttirahoituksen edellytys²¹⁸.

Enkelirahoittajien sijoitussopimusten ja kovenantteja sisältävien rahoitussopimusten keskeisiin ominaisuuksiin kuuluu niiden molempien pitkäaikaisuus, yksilöllisyys ja joustavuus. Sopimusten pitkäaikaisuuden ja yksilöllisyyden mahdollistaa rahoittajan aktiivinen rooli näissä rahoitussuhteissa²¹⁹ ja sopimusvapaus mahdollistaa rahoitus- ja osakassopimusten sisällön hyvin vapaan muotoilun. Rahoittajalla ja rahoitettavan yrityksen johdolla on iso rooli kovenanttirahoituksen ja osakassopimusten sisällön muodostumisessa, koska enkeli- tai kovenanttirahoituksen yhteydessä ei useinkaan käytetä valmiita sopimusehtoja. Sopimuksen ehtojen onnistunut neuvottelu vaatii rahoittajalta ja rahoitettavalta runsasta ajankäyttöä, perehtymistä ja aktiivista roolia.

Kovenanttien käytössä osana rahoitus- ja osakassopimuksia esiin nousee juuri tietopääoman ja osaamisen tarve, jotta kovenantteja kyetään hyödyntämään mahdollisimman tehokkaasti. Rahoittajan tulee tuntea rahoituksen kohde tarpeeksi hyvin, jotta optimaalinen kovenanttiohjaus on mahdollista²²⁰. Enkelirahoittajat osallistuvat ja sitoutuvat voimakkaasti rahoitettaviin kohteisiinsa. Voimakkaan rahoituskohteeseen perehtymisen kautta enkelirahoittajat kykenisivät todennäköisesti käyttämään ja hyödyntämään kovenantteja monipuolisesti ja liiketoimintaa edistävästi osana osakassopimuksiaan. Aktiivisen osallistumisen kautta enkelirahoittajat myös pyrkivät hallitsemaan rahoitusriskiään, joka myös sopimuskumppanuuden periaatteissa nähdään riskienhallintakeinona ja lisäarvoa tuottavana tekijänä. Kovenanttien käyttö osana enkelirahoitusta voisi siis yhdistää riskienhallinnan ja lisäarvon tuottamisen.

²¹⁸ Välimäki 2014:140-148, Tieva 2006: 244

²¹⁹ Välimäki 2013: 131-132

²²⁰ Välimäki 2013:121-133

Rahoittajan aktiivinen rooli toimii keskeisenä enkelirahoituksen ja kovenanttirahoituksen yhdistävänä tekijänä ja erottaa nämä sopimusmuodot perinteisestä pankkirahoituksesta²²¹. Erityisehtojen eli kovenanttien käyttö sopimuksissa vaikuttaa rahoittajan rooliin vastuuta ja vapautta lisäten.

6.2. Sopimusten sisältö

Enkelirahoitukseen liittyvässä kirjallisuudessa puhutaan paljon enkelirahoittajien kontribuutioista, jotka liittyvät erityisesti enkelirahoittajien omaan osaamiseen ja tiedon jakamiseen liittyvään tietopääomaan. Enkelirahoittajien nähdään tuovan rahoitettavaan kohteeseen lisäarvoa oman osaamisensa kautta. Sopimuksessa tehokkaasti käytettyjen kovenanttien voidaan nähdä tuottavan myös rahoitettavalle kohteelle lisäarvoa esimerkiksi konkreettisesti rahoituksen hintaa laskevien hintakovenanttien kautta²²². Onnistuneen kovenanttien käytön myötä rahoitettava kohde saa lisäarvoa personoidun ja tehokkaan rahoituksen, sekä mahdollisesti myös strategisten neuvojen kautta²²³. Tästä voidaan päätellä, että kovenanttien käyttö soveltuisi enkelirahoituksen sopimukseen, sillä molempien rahoitusmuotojen onnistunut käyttö tuottaa ylimääräistä, rahoituksen rahallisen arvon ylittävää lisäarvoa rahoituksen kohteelle. Osakassopimusten sisällön ollessa sopimusvapauden puitteissa vapaasti sovittavissa, enkelirahoittaja voi osakassopimukseen sisällyttämien finanssi-, toiminta- ja informaatiokovenanttien avulla vaikuttaa sijoituksen kehittymiseen, liiketoiminnan edistämiseen ja yhteistoiminnan laatuun. Lisäarvoa tuottava sopimussuhde on molempien rahoitusmuotojen yhteinen päämäärä.

²²¹ Lahti 2008, Välimäki 2013:119

²²² Välimäki 2014: 91

²²³ Välimäki 2013:121-133

Havainto lisäarvon tuottamisesta voidaan yhdistää myös jo aikaisemmin käsiteltyihin sopimuskumppanuuden periaatteisiin. Enkelirahoittajien solmimien osakassopimusten voidaan nähdä vastaavan uuden sopimusoikeudellisen suuntauksen mukaista sopimuskumppanuutta, sillä niin enkelirahoituksen, kuin myös sopimuskumppanuuden taustalla on ajatus lisäarvon tuottamisesta osana sopimusta ja sopimuksen muodostamista.

Enkelirahoituksen ja kovenanttien käsitteitä yhdistävät myös luottamus. Kovenanttirahoituksen käytössä esiin nousee luottamuksen lisäksi usein sen puute. Kovenanttien avulla pyritään kontrolloimaan riskiä, joka muodostuu esimerkiksi aikaisemmin käsitellystä rahoittajan ja rahoitettavan välillä olevasta luottamusriskistä²²⁴. Enkelirahoituksen teoreettisena tausta vaikuttavan Stewardship -teorian mukaisesti lisäarvon tuottaminen rahoituksen kohteelle vähentää rahoitettavan ja rahoittajan välistä luottamusongelmaa, sillä silloin rahoitettavan kohteen on kannattavaa toimia myös rahoittajan etujen mukaisesti. Enkelirahoitus siis voisi mahdollistaa kovenanttien tehokkaamman käytön sopimusosapuolten luottamuksen ollessa jo valmiiksi paremmalla tasolla muihin rahoitussuhteisiin nähden. Näin ollen luottamusriskin hallinta osakassopimuksen kovenanteilla olisi enemmän suhdetta vahvistavaa kuin epäluottamuksen torjuntaa. Siten sopimussuhteen muodostamiseen perustuva enkelirahoitus, joka yhdistää pehmeitä ja kovia arvoja sijoitussopimuksissaan on erinomainen kovenanttien käyttökohde.

Eryityisesti informaatiokovenantteja pidetään kovenanttirahoituksen peruspilareina. Rahoitussuhteen laadusta riippumatta, jonkinasteinen epäsymmetrisen informaation riski rahoitussuhteeseen jää voimaan aina. Kuten edellä kuvattu, Lahden tutkimuksen mukaan enkelirahoittajat pyrkivät ratkaisemaan tämän riskin sopimusehdoilla, jotka velvoittavat rahoitettavaa kertomaan enkelirahoittajan haluamia tietoja²²⁵. Lahden tutkimuksessa oleva kuvaus sopimusehdoista vastaa täysin informaatiokovenanttien käyttötarkoitusta ja käyttökohdetta.

²²⁴ Pälä 2006: 258

²²⁵ Lahti 2008

Osakassopimuksissa informaation epäsymmetriaa voidaan torjua esimerkiksi sellaisilla sopimusehdolla, jotka velvoittavat johtoa raportoimaan haluttuja tietoja tai määrittävät yhtiön johdolle tietyn kannustinjärjestelmän. Tällaisilla määräyksillä pääomasijoittaja käyttää osakassopimuksen sopimusehtoja informaation välittämisen lisäksi myös yhtiön kontrollointiin²²⁶. Näin ollen jatkuvan tiedonvaihdon varmistamiseen käytetyt informaatiokovenantit sopivat jälleen yhteen enkelirahoittajien sijoitussopimusten riskienhallinta- ja kontrollointitarpeiden kanssa ja tiedoksiantokovenanttien käyttö soveltuu myös enkelirahoituksen osakassopimuksiin.

Jatkuva tiedonanto mahdollistaa enkelirahoittajien rahoituksellisen aseman muokkaamisen riskin kehittymisen mukaan, ja tästä samasta syystä tiedoksiantokovenantteja käyttävät myös pankit²²⁷. Tämän lisäksi tiedoksiantokovenanttien käyttö voisi edistää enkelirahoittajan tarjoaman oman henkilökohtaisen työpanoksen tuoman lisäarvon tehokkaampaa käyttöä, kun liiketoiminnan ongelmakohdista viivettäen viiveettömästi ja enkelirahoittaja voi tarjota ammatillista osaamistaan nopeasti. Tämä edelleen lisäisi sopimuksen osapuolilleen tuottamaa lisäarvoa, joka siten yhä edelleen lisäisi osapuolten välistä luottamusta.

Enkelirahoitus ja kovenanttien käyttö perinteisissä rahoitussopimuksissa sisältävät paljon yhteisiä piirteitä, joiden perusteella voidaan päätellä, että kovenantit soveltuvat osaksi myös epämuodollisen riskirahoituksen osakassopimuksia. Luottamus, lisäarvo, tietopääoma, liiketoimintaympäristön analysointi, joustavuus, tiedonvaihdon tärkeys ja yksilöllisen sopimuksen luominen ovat esimerkkejä enkelirahoituksen ja kovenanttirahoituksen yhtymäkohdista.

²²⁶ Pälä 2006: 258

²²⁷ Välimäki 2013:121-133

6.3. Suhteiden muodostaminen osana sopimuksia

Enkelirahoituksesta ja kovenanttien käytöstä oman tai vieraan pääoman ehtoisissa rahoitussopimuksissa voidaan löytää monia sopimuksen muodostamiseen ja sisältöön liittyviä yhteneväisyyksiä. Keskeinen ja molempiin rahoitusmuotoihin vaikuttava havainto liittyy kuitenkin rahoitusmuotojen luoteeseen niiden keskiössä olevan kumppanuuden ja yksilöllisyyden kautta. Nämä yhteiset piirteet enkelirahoituksen ja kovenanttien käytön välillä sopivat samalla yhteen sopimusoikeuden kumppanuussopimuksellisen kehityssuunnan kanssa.²²⁸ Pitkäaikainen, jatkuva ja kehittyvä yhteistyö rahoittajan ja rahoitettavan välillä kuuluvat molempien rahoitusmuotojen keskeisiin ominaisuuksiin.

Välimäen 2013 tutkimuksessa kumppanuuden määritelmään kuuluu tiivis ja vakiintunut suhde kahden yrityksen välillä, joka on virallistettu kirjallisella sopimuksella. Kumppanuuden ominaispiirteisiin kuuluu myös luottamus, tietoisuus, pitkäjänteisyys ja tavoitteellinen yhteistyö.²²⁹ Kumppanuus voi tuottaa sellaista lisäarvoa, joka mahdollistaa liiketoiminnan kehittymisen entistä tehokkaammin. Tällaisesta syvällisen rahoitussuhteen tuomasta lisäarvosta juuri enkelirahoittajien kontribuutiot ovat hyvä esimerkki²³⁰.

Enkelirahoittajien tuottama lisäarvo rahoitettaville yrityksille on kyseisen rahoitusmuodon suurimpia etuja myös yhteiskunnan kannalta²³¹. Yrittäjän ja enkelirahoittajan välille muodostuva suhde ja investoinnin yhteiskehittäminen luovat nuorille ja kasvaville yrityksille mahdollisuuden suuren sosiaalisen ja henkisen pääoman saavuttamiseen enkelirahoittajien rahallisen tuen lisäksi²³². Enkelirahoituksen tarjoamat kontribuutiot voivat olla yritystoiminnalle huomattavasti investoinnin rahallista arvoa merkittävämpiä²³³.

²²⁸ Välimäki 2013: 121-133

²²⁹ Välimäki 2013: 123

²³⁰ Politis 2008

²³¹ Politis 2008

²³² Wiltbank, Read, Dew & Sarasvathy 2009; Collewaert & Manigart 2016; Donaldson & Davis. 1991

²³³ Politis 2008

Politiksen vuonna 2008 julkaistun tutkimuksen mukaan neljä lisäarvoa tuottavaa ja toistaan eroteltavaa osaa ovat enkelirajoittajien mukanaan tuomat verkostot, bisnesenkeleiden tarjoama liiketoiminnan ohjaus ja koulutus, strateginen merkitys ja enkelirahoittajan kokemus yrittäjänä toimimisesta. Nämä lisäarvoa tuovat osat voidaan jakaa lisäarvon tuottamiseen joko sosiaalisen pääoman kautta tai enkelirahoittajan henkilökohtaisen pääoman kautta.²³⁴ Tutkimuksesta voidaan päätellä, että sosiaalisen pääoman ja sosiaalisten suhteiden merkitys on rahoitussuhteiden syntyminen lisäksi tärkeää rahoituskohteen menestyksen kannalta.

Enkelirahoittajien rahoitusprosessin etenemiseen ja kiinnostuksen syntyymiseen vaikuttavat suuresti se, mistä liiketoimintaehdotus on peräisin. Positiivisen investointipäätöksen etenemiseen vaikuttaa myös se, ovatko rahoitusehdotusta tarkastelleet sellaiset henkilöt, jotka riskisijoittaja tuntee ja arvostaa. Mikäli rahoitussuunnitelma on kiinnostanut myös riskisijoittajan tuntemia henkilöitä, sijoittajan kiinnostus on korkea.²³⁵ Näin ollen verkostojen merkitys jo sopimusten syntyvaiheessa on suuri.

Masonin ja Starkin tutkimustulokset tukevat näitä aikaisempia havaintoja siitä, että enkelirahoittajat painottavat yrittäjän ominaisuuksia ja yhteistyön sopivuutta erityisen paljon²³⁶. Rahoitusta hakevan yrittäjän ja rahoittajan välisen suhteen arvioinnissa, ja siten rahoituspäätökseen vaikuttavissa keskeisissä kriteereissä, korostuvat yrittäjän kommunikaatiotaidot ja henkilökohtaiset ominaisuudet²³⁷. Kommunikointitaitojen merkitys näkyy varsinkin rahoitusprosessin alkuvaiheessa, jossa bisnesenkeli pohtii halukkuuttaan sijoittaa tiettyyn kohteeseen. Erityisesti tapa, jolla yrittäjä hakee rahoitusta vaikuttaa enkelirahoittajien päätöksentekoon, mutta Clarkin 2008 tutkimuksen mukaan enkelirahoittajat eivät itse ole täysin tietoisia tämän vaikutuksesta päätöksentekoprosessiinsa. Rahoituskohteen yrittäjään tai johtoon kohdistuvissa kriteereissä bisnesenkeli

²³⁴ Politis 2008; Landström & Mason 2016

²³⁵ Hall & Hofer 1993

²³⁶ Mason & Stark 2004; Gullander & Napier 2003

²³⁷ Clark 2008

korostavat substanssiosaamista, saadun informaation määrää ja rahoitustarpeen ymmärrettävyyttä²³⁸. Rahoittajan ja rahoitettavan välisen suhteen merkitys voi siten osittain olla jopa piilevä, mutta tämä ei vähennä suhteen merkityksen tärkeyttä.

Enkelirahoittajat painottavat lisäksi Välimäenkin kumppanuuden määritelmään kuuluvaa luottamusta osana rahoituspäätöksissään ja tämän toteutuessa luottamuksellinen suhde luo yritykselle lisäarvoa enkelirahoittajan kehittäessä työntekijöiden välisiä suhteita ja työilmapiiriä²³⁹. Luottamuksella on keskeinen merkitys sopimussuhteiden muodostumisessa ja luottamus voidaan osaltaan nähdä itseään ruokkivana ilmiönä. Luottamuksen puute vähentää sopimusosapuolten käytössä olevia vaihtoehtoja ja vähentää tiedonvaihtoa, joka vähentää luottamuksen muodostumista entisestään. Toisaalta luottamuksen voidaan ajatella syntyvän yhteistyön tuloksena, eikä se siten ole yhteistyön edellytys. Onnistunut ja oikeudenmukaiseksi koettu yhteistyö luo luottamusta.²⁴⁰

Enkelirahoittajat ovat halukkaita sijoittamaan investointikohteeseen suurempia summia, mikäli heillä on laajemmat mahdollisuudet vaikuttaa yrityksen hallintoon ja strategiaan ja hyödyntää omaa ammattitaitoaan. Enkelirahoittajien mahdollisuus korkeaan osallistumisasteeseen ja lisäarvon tuottamiseen siis korreloivat positiivisesti suurempien investointisummien kanssa.²⁴¹ Tämä havainnollistaa osaltaan myös suhteiden muodostumisen merkitystä sijoitettavien summien suuruuteen ja siten liiketoiminnan kehitykseen.

Rahoitus- ja sijoitussopimus edellyttää syntyäkseen riittävää hyötyä sopimuskumppaneille. Hyödyn saaminen sopimussuhteen kautta ei varsinaisesti kuitenkaan edellytä kumppanuutta, mutta kumppanuuden noustessa yhä olennaisemmaksi osaksi sopimusjärjestelyjä, sopimusten osapuolten välinen henkilöllinen suhde voi nousta kaikkein

²³⁸ Clark 2008

²³⁹ Politis 2008; Landström & Mason 2016

²⁴⁰ Tieva 2006

²⁴¹ Wiltbank, Read, Dew, & Sarasvathy 2009; Collewaert, & Manigart 2016

kriittisimmäksi tekijäksi sopimuksen taustalla olevan liiketoiminnan menestymisen kannalta.²⁴²

Välimäki puhuu kovenanttien ja kumppanuuden välisistä yhtäläisyyksistä sanoin: ”*Molemmissa yhteistyö määritellään pitkäkestoiseksi ja se perustuu yksilöllisiin, personoituihin sopimukseen*”²⁴³. Nämä samat yhtäläisyydet ovat löydettävissä myös enkelirahoituksen ja kovenanttien väliltä.

6.4. Sopimusten tulevaisuuden kehitys

Verkostoitumisen tärkeyttä ja merkitystä myös osana sopimussuhteiden solmimista korostetaan jatkuvasti lisää ja onnistuneiden kumppanuuksien ja suhteiden luominen lisää menestymisen mahdollisuuksia²⁴⁴. Verkostoituminen tarjoaa laajemman kattauksen vaihtoehtoja ja tätä myös rahoitus- ja osakassopimuksia solmivat yritykset edellyttävät²⁴⁵. Rahoituksenetsijät haluavat yhtä kohdennetumpaa ja itselleen paremmin sopivaa rahoitusta, jolloin yleispätevät ja kaikille sopivat sopimukset eivät täytä näitä tarpeita. Sopimusten muodostamisessa halutaan käyttää omaa valintaa.²⁴⁶

Kumppanuuden esille nouseminen rahoitus- ja sijoitussopimuksissa on melko uusi ilmiö. Kumppanuus on perinteisemmin mielletty esimerkiksi markkinointiin tai myyntiin liittyviin prosesseihin kuuluvaksi rahoituksen sijaan.²⁴⁷ Rahoitus- ja sijoitussopimukset ovat kuitenkin kehittyneet yhä enenevässä määrin pitkäkestoisiksi suhteiksi ja ero perinteisten kertaluonteisten sopimusten ja rahoituskumppanuussopimusten välillä on suuri myös sopimusoikeudellisesta näkökulmasta. Esimerkiksi oikeusperiaatteiden merkitys korostuu pitkäaikaisissa sopimuksissa, joiden aikana sopimusolosuhteet muuttuvat.²⁴⁸

²⁴² Tieva 2006

²⁴³ Välimäki 2013: 120

²⁴⁴ Välimäki 2013: 119–133

²⁴⁵ Välimäki 2013: 119–133

²⁴⁶ Välimäki 2013: 119–133

²⁴⁷ Välimäki 2013: 119–133

²⁴⁸ Tieva 2006

Kumppanuuden lisäksi puhutaan myös verkostoitumisesta ja verkostomaisesta kumppanuudesta, joka eroaa perinteisemmästä kumppanuudesta olemalla entistäkin lähempää, syvällisempää ja pitkäaikaisempaa. Tällainen syvempi suhde kahden toimijan välillä ei ole välttämätöntä ja siksi se toteutuessaan koetaan erityisen tärkeäksi.²⁴⁹

Voidaan todeta, että rahoitus- ja osakassopimuksiinkin liittyvä sopimuskäsitys on muuttunut ja kehittynyt voimakkaasti²⁵⁰. Rahoitukseen liittyvien sopimusten sopimuskäsitys on muovautunut pistekäsityksestä yhä enemmän kohti prosessikäsitystä. Käytännössä tämä muutos tarkoittaa sitä, että tiettyyn paikkaan, aikaan ja ehtoihin sitovat sopimukset ovat muuttuneet sopimusosapuolten välistä vuorovaikutusta painottaviin dynaamisiin sopimuksiin.²⁵¹ Sopimusten joustavuus on erityisen tärkeää yksilöllisiä sopimuksia solmiessa ja sopimusten täydentyminen eli dynaamisuus mahdollistavat sopimusehtojen ja sitovuuden muuttumisen sopimuksen solmimisen jälkeen, jolloin sopimussuhteen aikana ilmaantuviin uusiin ongelmiin on helpompi reagoida²⁵². Välimäki kirjoittaa tutkimuksessa, että *”sopijapuolet eivät ole sidottuja vain sopimusehtoihin, vaan he ovat sidottuja sopimussuhteeseen”*²⁵³, joka havainnollistaa hyvin modernimman sopimusoikeuden sopimuskäsityksen sosiaalista ulottuvuutta.

Vastaavasti myös kovenanttirahoituksella on yhä enemmän muita kuin vain riskienhallinnallisia tavoitteita, jotka osaltaan liittyvät sopimusten kumppanuusnäkökulmaan. Kovenanttirahoituksen kumppanuudellinen ulottuvuus liittyy esimerkiksi rahoittajan rahoitettavalle tarjoaman liiketaloudellisen osaamisen käyttöä liiketoimintaa edistävästi.²⁵⁴

²⁴⁹ Välimäki 2013: 119-133

²⁵⁰ Tieva 2006

²⁵¹ Välimäki 2014: 140-141 siteeraa Pöyhöstä ja Annolaa; Tieva 2007 siteeraa Pöyhöstä ja Annolaa.

²⁵² Tieva 2007: siteeraa Annolaa

²⁵³ Välimäki 2014: 141, siteeraa Ibid

²⁵⁴ Välimäki 2013:132-133, 2014: 79

Enkelirahoittajien rahoituksen sopimusten painotus kumppanuuteen on enkelirahoittajien rahoituksen erityispiirre, mutta kuten tutkimusten perusteella voidaan todeta, uutena kehityssuuntana myös pankkimailma on alkanut omaksua tällaista ajattelua asiakassuhteisiinsa²⁵⁵. Näin ollen enkelirahoittajien ja kovenanttien väliltä on löydettävissä samoja erityispiirteitä ja tämä havainto tukee entisestään päätelmää siitä, että kovenantit soveltuvat myös enkelirahoituksen sopimusehtoihin.

Kovenanttien käytön yleistymisestä ja enkelirahoituksen painoarvon lisääntymisestä rahoitusmarkkinoilla voidaan löytää samoja teemoja. Nämä molemmat muutokset kuvaavat rahoitusmarkkinoiden siirtymistä enemmän kumppanuutta ja yksilöllisyyttä painottavaan suuntaan.²⁵⁶

Luottamuksella on suuri merkitys sopimusten muodostumiselle ja myös niiden tulevaisuudelle. Luottamuksen keskeisimpänä hyötynä sopimuskumppaneiden yhteistyölle voidaan nähdä juuri tulevaisuuden parempi ennakointi²⁵⁷. Tulevaisuutta on mahdoton ennustaa, mutta kauaskantoiset sopimukset luovat tulevaisuuden muutosten hallinnalle raamit.

²⁵⁵ Välimäki 2013: 119-133

²⁵⁶ Välimäki 2013: 119-133; Tieva 2006

²⁵⁷ Tieva 2006

7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO

Terminä kovenantti ei ole tarkasti rajattu. Kovenanteista ei ole olemassa vain yhtä tiettyä määritelmää tai lainsäädäntöä, joka asettaisi rajoja kovenanttien käytölle tai niistä puhumiselle. Kovenantteihin liittyvät sopimukset ja kovenanttien käyttötavat voivat vaihdella runsaasti eri käyttökohteiden välillä ja ne ovat siten avoimia uusille sovellutuksille.²⁵⁸ Enkelirahoittajat siis mahdollisesti käyttävät sijoitustensa ehdoissa ja osakassopimuksissaan sellaisia erityisehtoja, jotka voitaisiin määritellä kovenanteiksi kirjallisuuden kovenanteista luoman määritelmän perusteella. Enkelirahoittajat eivät välttämättä kuitenkaan käytä näistä sijoituksen toteutumisen mahdollistavista ehdoista tätä nimitystä kovenantti-termin ollessa määritelmältään moninainen.

Kovenanttien soveltumista juuri enkelirahoituksen osakassopimuksiin ei toistaiseksi ole tutkittu, joten aikaisempia tutkimustuloksia aiheesta ei löydy. Esimerkiksi FiBAN:in opissa enkelirahoituksen hakemiseksi kovenanttien käytöstä on vain hyvin lyhyt maininta. Enkelirahoitukseen liittyvien muiden tutkimusten ja kovenanteista kirjoitetun kirjallisuuden perusteella on kuitenkin mahdollista muodostaa uudenlaisia yhteyksiä enkelirahoituksen ja kovenanttien käytön välille, näiden rahoitusmuotojen sopimuskäytäntöjen pohjautuessa monelta osin samoille periaatteille ja tavoitteille. Enkelirahoituksen osakassopimuksista ja rahoituksen tavoitteista on löydettävissä paljon yhteneväisyyksiä kovenanttien käytön taustalla oleviin syihin ja pyrkimyksiin. Nämä löydetyt yhtenäisyyden tukevat havaintoa siitä, että kovenantit soveltuvat myös epämuodollisemman rahoituksen sijoitussopimuksiin ja omalta osaltaan edistävän enkelirahoittajien sijoitusten taustalla olevien motiivien toteutumista.

²⁵⁸ Hemmo 2001: 327

Sopimusehtojen, siten myös rahoitus- ja osakassopimusten erityisehtojen, käytön keskeisimpänä hyötynä voidaan nähdä liiketoiminnan tavoitteiden toteutumisen tukeminen niiden avulla. Toisaalta sopimusehdot luovat oikeudellista suojaa ja pohjaa liiketoimintaa koskeville tulevaisuuden odotuksille.²⁵⁹

Enkeli- ja kovenanttirahoituksen sopimukset vastaavat monelta osin uudenlaisen sopimuskäytännön periaatteita. Sopimuskumppanuus, sopimustoiminta ja verkostoituminen ovat näitä rahoitusmuotoja yhdistäviä kumppanuussopimuksien piirteitä. Samalla rahoitusmuotojen ja rahoitusmarkkinoiden ollessa muutoksessa enkeli- ja kovenanttirahoitus vastaavat hyvin rahoitusmarkkinoiden jatkuvasti muuttuviin tarpeisiin joustavuutta ja yhteistyön tuomaa lisäarvoa ja moninaisuutta painottavilla sopimuksillaan.

Rahoitus- ja osakassopimukset edustavat sellaisia sopimustyyppisiä, joiden jatkuvan kehittymisen mahdollistaminen sopimusvapauden avulla on nähty liiketoiminnan kehityksen edellytyksenä. Joustavan ja personoidun rahoituksen tarjoaminen ja saaminen on vastaavalla tavalla liiketoiminnan kehittymisen kannalta kriittistä, sillä uusien liikeideoiden markkinoille pääsy luo talouskasvua ja työpaikkoja, ja on sitä kautta lisäämässä hyvinvoinnin määrää yhteiskunnassa²⁶⁰. Sopimusoikeuden muutoksille ja yhteistyölle avoin kumppanuuden kehityssuunta on siten yhteneväinen rahoitusmarkkinoiden kehityksen kanssa.

Tulevaisuudessa sopimukset voidaan nähdä yhä enenevässä määrin liiketoiminnalle lisäarvoa tuottavana tekijänä, jolloin erilaisten liiketoiminta- ja rahoitussopimusten solmimiseen liittyvän osaamisen tarve kasvaa entisestään. Eri rahoitusmuotojen ymmärrys mahdollistaa rahoitusmuotojen tehokkaamman kohdentamisen ja käytön. Rahoitustarpeiden ja rahoitusympäristöjen monimutkaistuessa tiedonjakamisen, luottamuksen ja

²⁵⁹ Tieva 2007

²⁶⁰ Heukamp, Liechtenstein & Walkeling 2007; Morrissette 2007; Wetzel 1983, 1987; Rahoitusmarkkina-
raportti 2012

suhteiden muodostamisen merkitys korostuu entisestään sopimusvapauden mahdollistamien lähes rajattomien mahdollisuuksien edessä.

"Legibus omnes idcirco servimus, ut liberi esse possumus.

*Kaikki me noudatamme lakia voidaksemme olla vapaita."*²⁶¹

²⁶¹ Cicero, 106-43 eKr

LÄHDELUETTELO

Aram, J. D. (1989). Attitudes and behaviors of informal investors toward early-stage investments, technology-based ventures, and coinvestors. *Journal of Business Venturing*, 4(5), 333-347.

Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6), 613–673.

Clark, C. (2008). The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital*, 10(3), 257-279.

Collewaert, V., & Manigart, S. (2016). Valuation of angel-backed companies: The role of investor human capital. *Journal of Small Business Management*, 54(1), 356-372.

Diaz-Moriana, V., & O'Gorman, C. (2013). Informal investors and the informal venture capital market in Ireland. *Journal of Asian Scientific Research*, 3(6), 630.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

Etula, S. (2014). Osaamista, verkostoja, rahaa. *Opas enkelisijoituksen hakemiseen. FIBAN*. Saatavilla: https://www.fiban.org/uploads/7/8/5/7/78578870/opas_enkelisijoituksen_hakemiseen.pdf

Fairchild, R. (2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359-374.

FiBAN. (2015, 17.3). *Yhä useampi yritys sai kasvusijoitukset – FiBanin ja fvca:n pääomasijoitustilastot 2014*. Saatavana: <https://www.fiban.org/news/yha-useampi-yritys-sai-kasvusijoituksen-fibanin-ja-fvcan-paaomasijoitustilastot-vuodelle-2014>

Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 121-145.

Gullander, S., & Napier, G. (2003). *Handbook in business angel networks: The Nordic case*. Stockholm: Stockholm school of entrepreneurship.

Haapaniemi M. & Yli-Huumo N. (2019). Osakassopimus määrittää osakkaiden väliset pelisäännöt. *Tekniikan akateemiset TEK*. Saatavilla: <https://lehti.tek.fi/lakitieto/osakassopimus-maarittelee-osakkaiden-valiset-pelisaannot>

Haar, N., Starr, J. and MacMillan, I. (1988). Informal risk capital investors: investment patterns on the east coast of the USA. *Journal of Business Venturing* 3 (1), 11–29.

Haines Jr, G. H., Madill, J. J., & Riding, A. L. (2003). Informal investment in Canada: financing small business growth. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 16(34), 13-40.

Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of business venturing*, 8(1), 25-42.

Hannula, A., & Kari, M. (2007). *Osakassopimukset*. WSOYpro.

Harrison, R. T., Dibben, M. R., & Mason, C. M. (1997). The role of trust in the informal investor's investment decision: An exploratory analysis. *Entrepreneurship: theory and practice*, 21(4), 63-82.

Hechavarría, D. M., Matthews, C. H. & Reynolds, P. D. (2016). Does start-up financing influence start-up speed? Evidence from the panel study of entrepreneurial dynamics. *Small Business Economics*, 46(1), 137–167.

Heinonen, M., Saarela, E. (n.d.). Joukkovelkakirjanhaltioiden edustajan asema Suomen oikeuden mukaan. Saatavilla: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/liikejuri-diiikka/16747.pdf>

Hemmo, M. (2001). Pankkioikeus. Kauppakamari, Lakimiesliiton kustannus.

Heukamp, F. H., Liechtenstein, H. V., & Walkeling, N. (2007). Do Business Angels Alter the Risk-Return Equation in Early Stage Investments? Business Angels as Seen by Venture Capitalists in the German Speaking Countries. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 67-86.

Hindle, K., & Wenban, R. (1999). Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 169-186.

Hirvonen, A. (2011). Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisu 17. Saatavilla: https://www.helsinki.fi/sites/default/files/atoms/files/hirvonen_mitka_metodit.pdf

Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A., & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1-25.

Hyytinen, A., & Pajarinen, M. (2002). Small business finance in Finland: A descriptive study (No. 812). ETLA Discussion Papers.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kerr, W. R., Lerner, J., & Schoar, A. (2010). The consequences of entrepreneurial finance: a regression discontinuity analysis (No. w15831). *National Bureau of Economic Research*.

Knupfer, S., Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus*. Alma Talent Oy.

Lahti, T. (2011). Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital*, 13(2), 147-173.

Lahti, T. (2008). Angel investing in Finland. An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory. Publications of the Hanken School of Economics. Edita Prima Ltd, Helsinki. Saatavilla <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10227/297/191-978-952-232-016-2.pdf?sequence=1>.

Landström, H., & Mason, C. (Eds.). (2016). *Handbook of Research on Business Angels*. Edward Elgar Publishing.

Landström, H. (Ed.). (2007). *Handbook of research on venture capital*. Edward Elgar Publishing.

Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs: Decision-making criteria used by informal investors in their assessment of new investment proposals. *Technovation*, 18(5), 321-333.

Landström, H. (1992). The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4(3), 199-223.

Lauriala, J. (2009). Yritysjärjestelyiden rahoitus. *Defensor Legis* 6/2009. Lakimies 7-8/2011. Saatavilla: https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/6682.pdf

Lautjärvi, K. (2011). Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. Saatavilla: <https://www.edilex.fi/lakimies/8388.pdf>

Lehtinen, T. (2006). Kansainvälisen kaupan liikesopimus ja remburssi. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki

Mason, C., Botelho, T., & Zygmunt, J. (2017). Why business angels reject investment opportunities: Is it personal? *International Small Business Journal*, 35(5), 519-534.

Mason, C., & Harrison, R. (2017). Informal venture capital and the financing of emerging growth businesses. *The Blackwell handbook of entrepreneurship*, 221-239.

Mason, C. M. (2006). Informal sources of venture finance. In *The life cycle of entrepreneurial ventures* (pp. 259-299). Springer, Boston, MA.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.

Mason, C. and Harrison, R. (1996). Why 'Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate. *International Small Business Journal*, 14 (35), 35–51.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1995). Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, 7(2), 153-172.

Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248.

Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225

Miller, D., & Sardais, C. (2011). Angel agents: Agency theory reconsidered. *Academy of Management Perspectives*, 25(2), 6-13.

Mittiness, C. R., Baucus, M. S., & Sudek, R. (2012). Horse vs. jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors. *Venture Capital*, 14(4), 241-267.

Morrisette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52-66.

Oikeusministeriö Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta (2018). *Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta*. Saatavilla: https://oikeusministerio.fi/se/artikkeli_saame/-/asset_publisher/10616/kansainvalinen-selvitys-velkakonversion-ulottuvuuksista-yritysjarjestelyiden-ja-maksukyvyttomyystilanteiden-nakokulmasta

Oikeusministeriön lausuntopyyntö 18.5.2016 (OM 32/41/2015). Saatavilla: <https://www.vtv.fi/app/uploads/2018/06/01143554/lausunto-osakeyhtiolain-muutos-tarvetta-koskevasta-arviomuistiosta.pdf>

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital*, 9(2), 107-125.

Pohjonen, S. (2005). Ennakoivaa sopimista vaiko riidan ratkaisua? Yhteistyö ja oikeudellinen ajattelu. *Riidanratkaisun uusi maailma* (pp. 317-347). COMI Edita. Saatavilla: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/3368.pdf>

Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10(2), 127-147.

Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 785-792.

Pälä, E. (2006). Osakassopimus pääomasijoittajan välineenä sijoituskohteen omistusrakenteen muutoksessa. Oikeustiede-Jurisprudentia 2006. Saatavilla: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeustiede/8371.pdf>

Pääomasijoittajat (2017). Pääomasijoittajat: Suomalaisten startup- ja kasvuyritysten saamat pääomasijoitukset Euroopan kärkitasoa. Saatavilla: <https://paaomasijoittajat.fi/paaomasijoittajat-suomalaisten-startup-ja-kasvuyritysten-saamat-paaomasijoitukset-euroopan-karkitasoa/>

Riding, A. L. (2008). Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital*, 10(4), 355-369.

Saarnilehto, A., Vesalainen, J., Annola, V. (2013) Monimuotoinen verkosto johtamista ja juridiikkaa. *Kovenantit ja kumppanuus, Olli Välimäki*, 119-133. Helsingin Kamari Oy, Lakimiesliiton kustannus.

Savela, A. (2013) Osakassopimusten sitovuus ja oikeusvaikutukset. *Defensor Legis* 4/2013. Saatavilla: https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/10942.pdf

Skult, P. A. (2015). Alusrahoitus selvitys Työ- ja elinkeinoministeriön raportti. Saatavilla: http://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/75063/TEM-rap_42_2015_web_27082015.pdf

Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), 89.

Suomen Pankki. (2015). *Yritysrahoituskysely 2015*. Suomen Pankin selvitykset ja raportit. Saatavilla: https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13947/Yritysrahoituskysely_2015.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Suomen Pankki. (2012). *Rahoitusmarkkinaraportti 1-2012*. Suomen Pankki Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. Saatavilla: https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/12230/RMraportti_2012_01.pdf?sequence=1

Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj, työ- ja elinkeinoministeriö. (2019). *Yritysparometri syksy 2019 pääkaupunkiseutu*. Saatavilla: https://www.yrittajat.fi/sites/default/files/alueraportti_paakaupunkiseutu_syksy2019.pdf

Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj, työ- ja elinkeinoministeriö. (2015). *Yritysparometri kevät 2015 pääkaupunkiseutu*. Saatavilla: https://www.yrittajat.fi/sites/default/files/migrated_documents/alueraportti_paakaupunkiseutu_kevat2015.pdf

Tieva, A. (2007). Kiinteistöpalveluiden kumppanuussopimukset. *Teknillinen korkeakoulu. Teknillisen korkeakoulun rakentamistalouden raportteja*, 235. Saatavilla: http://www.cem.tkk.fi/fsr/Julkaisut/Artikkelit/Tieva_Oikeus_2-2007.pdf

Tieva, A. (2006). Luottamus, lojaliteettivelvollisuus ja liike-elämän pitkäkestoiset sopimukset. *Defensor Legis*, 2/2006, 240-251. Saatavilla: [https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor legis/3190.pdf](https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/3190.pdf)

Tikkanen, T. (2019). Panttivelkojan kontrollivalta sopimusperusteisen määräämisoikeuden tilanteissa. *Defensor legis: Suomen asianajajaliiton äänenkannattaja*, 100-112.

Tolonen, H. (2001). Oikeudelliset teoriat ja oikeustiede: esimerkkinä sopimusoikeus. *Oikeus* 25, 1996. Saatavilla: <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10224/3726/tolonen96.pdf?sequence=1>

Tuomisto, T. (1999). Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa: tarkasteltavana erityisesti PK-yritykset. Turun yliopisto.

Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 2(2), 91-109.

Välimäki, O. (2014). Kovenantit. Helsingin Kamari Oy, Lakimiesliiton kustannus.

Välimäki, O (2010). Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta, *Defensor Legis* 4/20110. Saatavilla: [https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor legis/7346.pdf](https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/7346.pdf)

Wetzel, W. E. (1987). The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency. *Journal of Business Venturing*, 2(4), 299-313.

Wetzel, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan management review*, 24(4), 23-34.

Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., & Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 116-133.