



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Anette Perkiö

## **Muuttuvien olosuhteiden ennakointi yrityskaupassa**

Tarkasteltavana rahoittajan yksilölliset rahoitussopimukset sekä ostajan riskienhallinnan synergiat ja intressiristiriidat

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö  
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma  
Kauppatieteiden maisteriohjelma

Vaasa 2024

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen**

<b>Tekijä:</b>	Anette Perkiö		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Muuttuvien olosuhteiden ennakointi yrityskaupassa : Tarkasteltavana rahoittajan yksilölliset rahoitussopimukset sekä ostajan riskienhallinnan synergiat ja intressiristiriidat		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Talousoikeus		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Olli Välimäki		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2024	<b>Sivumäärä:</b>	72

---

**TIIVISTELMÄ:**

Yrityskauppoihin sisältyvän epävarmuuden ja markkinoilla tapahtuvien jatkuvien muutosten myötä muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin tärkeys korostuu neuvoteltaessa rahoitussopimuksia. Mahdollisten olosuhdemuutosten aiheuttamat riskit pitkäaikaisen rahoitussopimussuhteen osapuolille voivat realisoituessaan aiheuttaa monenlaisia kuluja tai heikentää yhtiöiden tulevaisuuden toimintaedellytyksiä. Tässä tutkimuksessa selvitetään, millaisia riskienhallinnallisia mahdollisuuksia sopimusoikeus tarjoaa yrityskauppojen rahoitussopimusten osapuolille ennakoita muuttuvia olosuhteita sopimussuhteen aikana.

Tutkimuskysymystä lähestytään ennakoivan sopimisen näkökulmasta. Ennakoiva sopiminen pyrkii hallitsemaan riskejä sekä välttämään tuomioistuinta luovan ongelmanratkaisun ja ennakoinnin keinoin. Ennakoivalla sopimisella yrityskauppojen rahoitussopimukseen saadaan joustavuutta, mikä edesauttaa kumppanuuden syntymistä sekä olosuhteiden muutosten ennakointia. Tutkimus on lainopillinen eli siinä pyritään vallitsevan oikeudentilan keinoin hahmottamaan sopimuskumppaneiden keinoja ennakoita muuttuvia olosuhteita yrityskauppojen rahoitussopimuksissa. Keskeisenä lähdeaineistona tutkimuksessa hyödynnetään lainsäädännön lisäksi kotimaista oikeuskirjallisuutta ja oikeudellisia artikkeleita.

Pitkäaikaisissa yrityskauppojen rahoitussopimuksissa korostuu osapuolten välinen yhteistyö ja kumppanuus. Yhteiset tavoitteet ja intressit edesauttavat kumppanuuden syntymistä, jolla on merkittävä rooli muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta. Sopimuskumppanit pyrkivät kuitenkin tahoillaan myös tuottamaan voittoa, jolloin rahoittajan ja velallisen välille voi syntyä intressiristiriitoja. Tutkimuksen tavoitteena onkin tarkastella yrityskaupan rahoittajan ja ostajan riskienhallinnan synergioita sekä mahdollisia intressiristiriitoja muuttuvien olosuhteiden ennakoimiseen käytettäviin sopimusteknisiin keinoihin liittyen.

Rahoittajan riskienhallinnan keskiössä on yksilölliset rahoitussopimukset kovenantteineen. Kovenanttien eli yksilöllisten sopimusehtojen avulla osapuolet voivat huomioida sopimussuhteen yksilölliset piirteet sekä hallita rahoitukseen liittyviä riskejä. Kovenanteilla pyritään hallitsemaan velallisen maksukykyä asettamalla rahoituksen saamiselle raamit. Yrityskaupan ostajan riskienhallinnan intresseissä on puolestaan maksukyvyyn turvaamisen lisäksi hankkia riittävät selvitykset yrityskaupan kohteesta ja sen tulevaisuuden toimintaedellytyksistä, jotta se voi arvioida yrityskaupan toteuttamisen kannattavuutta. Yrityskaupan rahoitussopimuksen osapuolten onnistunut muuttuvien olosuhteiden ennakointi edellyttää toimivaa riskienhallintaa, osapuolten välistä kumppanuutta sekä tilanteeseen sopivien sopimusehtojen asettamista. Osapuolilta vaaditaan myös laajaa oikeudellista ja sopimusteknistä osaamista.

---

**AVAINSANAT:** Sopimukset, sopimusehdot, sopimusoikeus, riskienhallinta, kumppanuus, olosuhteet, ennakointi

## Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tausta	6
1.2	Tutkimuskysymykset ja aiheen rajaus	9
1.3	Tutkimusmetodi ja lähdemateriaali	10
1.4	Tutkimuksen rakenne	12
2	Yrityskaupan rahoitussopimusten tausta ja muuttuva sopimusympäristö	14
2.1	Yrityskauppa ja muuttuvat olosuhteet	14
2.1.1	Muuttuvat olosuhteet yrityskaupan ostajan näkökulmasta	15
2.1.2	Muuttuvat olosuhteet yrityskaupan rahoittajan näkökulmasta	16
2.1.3	Ylivoimainen este	17
2.2	Rahoitussopimusten sääntely	18
2.2.1	Sopimusvapaus	19
2.2.2	Sopimuksen sitovuus	20
2.2.3	Lojaliteettiperiaate	20
2.2.4	Kohtuullisuusperiaate	21
3	Sopimusoikeus muuttuvien olosuhteiden näkökulmasta	22
3.1	Riski osana rahoitusta	22
3.2	Ennakoiva sopiminen	26
3.3	Kumppanuussopimus	28
4	Yksilölliset rahoitussopimukset muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin keinona	31
4.1	Yksilöllisen rahoitussopimuksen piirteet	31
4.2	Kovenantit osana rahoitussopimusta	32
4.2.1	Informaatiokovenantit	34
4.2.2	Toimintakovenantit	37
4.2.3	Finanssikovenantit	44
4.2.4	Insentiivikovenantit	49
4.2.5	Kovenanttien rikkoutuminen	52

5	Muita yrityskauppojen rahoitussopimusten riskienhallintakeinoja muuttuvien olosuhteiden varalle	56
5.1	Due diligence ja objektiivinen neuvonantaja	56
5.2	Lisäkauppahinta ja avainhenkilön sitouttaminen	60
6	Yhteenveto ja johtopäätökset	63
	Lähteet	69

**Kuviot**

Kuvio 1. Kovenanttien rikkoutumisen reagointikeinot.	53
Kuvio 2. Due diligence -tarkastuksen vaikutukset yrityskauppaan.	57

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Liiketoiminta on altis muuttuville olosuhteille. Yhtiön toimintaympäristössä tai liiketoiminnassa tapahtuvat olosuhdemuutokset muodostavat riskin, joka kuuluu olennaisena osana kaikkeen liiketoimintaan. Riskin realisoituminen voi estää yhtiötä saavuttamasta sen liiketoiminnallisia ja strategisia tavoitteita<sup>1</sup>. Sopimusten avulla puolestaan voidaan pyrkiä riskienhallinnan lisäksi saavuttamaan yhtiön tavoitteet sekä turvaamaan toiminnan jatkuvuus. Sopimusvapauden ja sopimusten vähäisen sääntelyn vuoksi sopimukset toimivat lain tavoin yritysten välisissä suhteissa. Yrityksen tulevaisuuden turvaamiseksi erilaiset tiedostamattomat ja hallitsemattomat riskit on syytä ottaa hallintaan riittävän sopimusoikeudellisen osaamisen keinoin, sillä oikeudellinen turvallisuus muodostaa perusedellytykset yrityksen menestykselle.<sup>2</sup>

Yrityskaupan toteuttamiseen ja rahoittamiseen sisältyy merkittävä riski yrityskaupan kohteen, toteuttamisen sekä osapuoliin liittyvän epävarmuuden vuoksi<sup>3</sup>. Todellisuudessa merkittävä osa yrityskaupoista epäonnistuu, eikä siten saavuta sille asetettuja strategisia ja taloudellisia tavoitteita. Selvitysten mukaan vain noin 30 prosenttia yritysjärjestelyistä onnistuu saavuttamaan taloudelliset tavoitteensa, kuten kannattavuuden, yrityksen osakkeiden arvon ja sijoitetun pääoman tuoton kasvun. Syitä epäonnistumiseen on monia. Väärä hinta tai ajoitus, väärän yrityksen ostaminen tai tiedonpuute ja riittämättömät selvitykset yritysten yhteensopivuudesta voivat kaikki johtaa yrityskaupan epäonnistumiseen.<sup>4</sup> Epäonnistumiseen johtavia seikkoja yhdistävät siten sekä puutteellinen taustaselvitys että olosuhteiden muutosten myötä aiheutuneet mahdolliset häiriöt yrityksen liiketoimintaan, jonka takia sille asetetut tavoitteet jäävät

---

<sup>1</sup> Sihvonen & Uusi-Hautamaa, 2019, s. 102

<sup>2</sup> Haapio, 2002b, s. 87, 92

<sup>3</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 59

<sup>4</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 67

saavuttamatta. Yrityskaupan epäonnistumisesta aiheutuvia oikeudellisia ongelmia voidaan torjua edistämällä oikeudellista turvallisuutta ennakoivalla sopimustoiminnalla<sup>5</sup>.

Ennakoivalla sopimustoiminnalla voi olla merkittävä vaikutus liiketoiminnan laadun ja kilpailukyvyn parantamiseen<sup>6</sup>. Ennakoiva sopiminen keskittyy tulevaisuuden ongelmien ehkäisyyn ja minimointiin<sup>7</sup>, joten se toimii erinomaisena riskienhallinnan keinona. Sopimuksellinen riskienhallinta lähtee sen tavoitteiden ja riskien tunnistamisesta sekä riskien arvioimisesta. Riskien arvioimisen jälkeen on mahdollista tunnistaa ja kohdentaa tarkoituksenmukaiset sopimustekniset keinot riskien hallitsemiseksi.<sup>8</sup> Tässä tutkimuksessa pyritäänkin tunnistamaan erilaisia sopimusteknisiä keinoja, joiden avulla yrityskauppojen rahoitussopimusten osapuolet voivat ennakoida sopimussuhteen aikana tapahtuvia olosuhdemuutoksia ja hallita niihin liittyviä riskejä.

Yrityskauppojen rahoitussopimus voidaan luokitella pitkäaikaiseksi sopimukseksi, jolloin osapuolten välisen yhteistyön merkitys korostuu. Sopimusosapuolten välisellä kumppanuudella on suuri merkitys sopimusvalmisteluissa, kun osapuolet pyrkivät sopimuksen avulla saavuttamaan tavoitteitaan jatkuvasti muuttuvassa toimintaympäristössä. Toimivan sopimussuhteen mahdollistamiseksi vaaditaan osapuolten välistä luottamusta, vuorovaikutusta sekä yhteinen tavoite sopimuskumppaneiden omien tavoitteiden lisäksi.<sup>9</sup> Yrityskaupan rahoittajan intressi muuttuvien olosuhteiden ennakointiin liittyy vahvasti luottoriskien hallintaan<sup>10</sup>, kun taas ostajan taloudellinen menestys ja toimintaedellytykset voivat olla pitkälti kiinni rahoituksesta ja siihen liittyvästä riskienhallinnasta. Vieraan pääoman hinta vaihtelee markkinoilla jatkuvasti olosuhteiden muuttuessa<sup>11</sup>, joten yritysten on kannattavaa pyrkiä parantamaan luotonsaantimahdollisuuksia eli esimerkiksi

---

<sup>5</sup> Haapio, 2002b, s. 88

<sup>6</sup> Keskitalo, 2002, s. 241

<sup>7</sup> Haapio, 2002b, s. 88

<sup>8</sup> Keskitalo, 2002, s. 242

<sup>9</sup> Tieva, 2006, s. 240

<sup>10</sup> Wuolijoki, 2022, s. 57

<sup>11</sup> Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 16

saamaan tarvitsemansa rahoituksen, laskemaan sen hintaa tai saamaan pankilta yksilöllisiä omaan yritystoimintaan soveltuvia rahoitustarjouksia<sup>12</sup>. Yksilöllisten rahoitussopimusten ehdoilla eli kovenanteilla osapuolten on mahdollista huomioida yhteistyön yksilölliset piirteet, joka edesauttaa velallisen luotonhoitokyvyn säilymistä sekä vähentää maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä<sup>13</sup>.

Mitä pidempiaikaisesta sopimuksesta on kysymys, sitä hankalampi on etukäteen säännellä sopimusosapuolten suhdetta kaikkien tulevaisuuden tapahtumien varalta<sup>14</sup>. Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin tärkeys yrityskaupan rahoitussopimuksessa kuitenkin korostuu, sillä erilaiset sopimukset muodostavat merkittävän perustan taloudelliselle toiminnalle<sup>15</sup>. Sopimusten avulla luodaan sopimusosapuolten välisen yhteistyön perusta sekä pelisäännöt<sup>16</sup>. On selvää, että onnistunut sopimustoiminta vaatii kuitenkin osaamista. Liiketoiminnan taloudellisyhteiskunnalliset valmiudet ovatkin riippuvaisia sen oikeudellisesta osaamisesta. Juridinen osaaminen muodostaa siten välttämättömän osan yrityksen liiketaloudellisesta osaamisesta, jonka vuoksi sillä on suuri vaikutus liiketoiminnan strategisiin ja taktisiin valmiuksiin.<sup>17</sup> Yrityksen menestys onkin pitkälti kiinni liiketoiminnan, sopimusten ja verkostoitumisen kokonaishallinnasta<sup>18</sup>. Tässä tutkimuksessa pyritään siten tarkastelemaan, minkälainen rooli kyseisillä elementeillä on muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta.

---

<sup>12</sup> Välimäki, 2014, s. 96

<sup>13</sup> Välimäki, 2010, s. 465–466

<sup>14</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 21

<sup>15</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 2

<sup>16</sup> Haapio, 2002, s. 75

<sup>17</sup> Rudanko, 2002, s. 202–204

<sup>18</sup> Haapio, 2002b, s. 88

## 1.2 Tutkimuskysymykset ja aiheen rajaus

Liike-elämän pitkäkestoisten sopimussuhteiden yleistyessä yritykset pyrkivät usein saavuttamaan tavoitteitaan sekä ennakoimaan tulevaisuuttaan muuttuvassa toimintaympäristössä erilaisten huolella suunniteltujen sopimusjärjestelyjen avulla<sup>19</sup>. Tutkimuksen tavoitteena onkin selvittää, millaisilla sopimusoikeudellisilla keinoilla yritykset voivat vaurautua muuttuviin olosuhteisiin yrityskauppojen rahoitussopimuksissa. Aiheen laajuuden vuoksi tarkastelu on rajattu koskemaan kotimaisten pienten ja keskisuurten yritysten eli pk-yritysten yrityskauppoihin liittyviä rahoitussopimuksia. Kyseisten yrityskauppojen rahoitus hoituu useimmiten vieraalla pääomalla eli velalla, ja velanantajana toimii jokin ulkopuolinen rahoittaja, kuten pankki<sup>20</sup>. Tämän vuoksi tutkimus on rajattu käsittelemään vieraan pääoman ehtoisia rahoitussopimuksia. Tutkimuksessa rahoittajana tarkastellaan puolestaan vähittäispankkia, joka pitää sisällään osuus- ja paikallisosuuspankit, liikepankit, säästöpankit sekä ulkomaisten luottolaitosten sivukonttorit<sup>21</sup>. Tässä tutkimuksessa pankilla tai vähittäispankilla tarkoitetaan siten edellä lueteltuja pankkeja.

Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella, minkälaisia yhtäläisyyksiä yrityskaupan rahoittajan luottoriskin sekä ostajan riskienhallintaan liittyy muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta. Aiheen tarkastelemiseksi punnitaan osapuolten intressejä sisällyttää erityyppisiä sopimusehtoja rahoitussopimuksen osaksi. Rahoittajan vaatimien sopimusehtojen ja ostajan riskienhallinnan synergioiden tarkastelun lisäksi tutkimuksessa tuodaan esiin osapuolten välisiä intressiristiriitoja, joita osapuolten eriävät tavoitteet saattavat aiheuttaa. Tutkimuskysymyksenä on siten:

- Millaisia synergioita ja intressiristiriitoja yrityskaupan rahoittajan yksilöllisiin rahoitussopimuksiin ja ostajan riskienhallintaan liittyy muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta?

---

<sup>19</sup> Tieva, 2006, s. 240

<sup>20</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 281

<sup>21</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 248

Tutkimuskysymyksen käsittelemiseksi tutkimuksessa pyritään kuitenkin ensin selvittämään, millaisille mahdollisille muuttuville olosuhteille yrityskaupan rahoitussopimus on altis sekä millaisin keinoin niihin voidaan varautua. Ensisijaiseen tutkimuskysymykseen vastatakseen hyödynnetään tutkimuksessa siten alatutkimuskysymyksinä seuraavia kysymyksiä:

- Millaisia mahdollisia muuttuvia olosuhteita pk-yritysten yrityskauppoihin liittyvissä rahoitussopimuksissa olisi syytä huomioida?
- Millaisin keinoin näihin mahdollisiin muuttuviin olosuhteisiin voidaan varautua rahoitussopimuksissa?

Sekä yrityskaupan ostajan eli velallisen että rahoittajan yhteisten intressien sekä mahdollisten intressiristiriitojen tunnistamiseksi aihetta tarkastellaan molempien sopimusosapuolten näkökulmasta.

### **1.3 Tutkimusmetodi ja lähdemateriaali**

Tutkimus on talousoikeudellinen, joten siinä yhdistyvät sekä taloudellinen että oikeudellinen näkökulma. Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnissa on kyse riskienhallinnasta, mikä sijoittuu juuri taloudellisen ja oikeudellisen osaamisen välimaastoon<sup>22</sup>. Sopimuksellisen riskienhallinnan tavoitteena onkin sopimussuunnittelun ja -hallinnoinnin keinoin kattaa juridisten riskien hallinnan lisäksi myös muut liiketoiminnan riskit<sup>23</sup>. Tutkimuksessa taloudellinen puoli korostuu yrityskauppojen muuttuvien olosuhteiden ennakoimiseen liittyvien liiketaloudellisten seikkojen myötä, kun taas oikeudellinen puoli osoittaa käytettävissä olevat sopimusoikeudelliset keinot olosuhteiden muutosten ennakointiin.

---

<sup>22</sup> Rudanko, 2004, s. 1231

<sup>23</sup> Keskitalo, 2002, s. 244

Tutkimuksen aihetta lähestytään oikeusdogmaattisen eli lainopillisen menetelmän kautta.

Lainopin tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus eli se selvittää voimassa olevien oikeusnormien sisältöä. Oikeusnormien sisällön selvittämiseksi lainoppi tulkitsee ja systematisoi. Systematisoimalla voimassa olevaa oikeutta lainoppi järjestää ja rakentaa lainsäätäjän tuottaman oikeusnormiston pohjalta yhtenäistä ja johdonmukaista oikeusjärjestelmää. Oikeusnormien systematisointi edellyttää lisäksi tulkintaa, joka puolestaan painottaa systematisointia. Lainopin tulkinta ja systematisointi ovat siten jatkuvassa keskinäisessä vuorovaikutuksessa.<sup>24</sup>

Lainopin tarkoituksena on auttaa oikeusnormien soveltajia sekä oikeusjärjestyksen toteuttamista. Se tuottaa tulkintasuosituksia ja systematisointiehdotuksia oikeudellisten toimijoiden lisäksi tavallisille kansalaisille.<sup>25</sup> Systematisoinnin avulla lainoppi luo ja kehittää oikeudellista käsitejärjestelmää, jonka avulla oikeutta tulkitaan. Siten oikeudellisten järjestelyiden ja niiden välisten keskinäissuhteiden kokonaiskuva hahmottuu.<sup>26</sup> Lainopin avulla voidaankin löytää vastauksia normaalin elämän oikeudellisiin ongelmiin oikeusnormeja soveltamalla<sup>27</sup>. Tässä tutkimuksessa pyritäänkin lainopin keinoin löytämään keinoja muuttuvien olosuhteiden ennakointiin yrityskauppojen rahoitussopimuksissa. Eri-laisia keinoja pyritään tunnistamaan useiden eri lähdemateriaalien pohjalta tunnustelemalla vallitsevaa oikeudentilaa sekä tekemällä sen myötä relevantteja johtopäätöksiä sekä rahoittajan että yrityskaupan ostajan näkökulmasta. Samalla punnitaan osapuolten yhteisiä ja mahdollisesti eriäviä intressejä erilaisten sopimusteknisten keinojen hyödyntämiseen.

Tutkimuksen lähdemateriaali koostuu pitkälti keskeisestä kotimaisesta oikeuskirjallisuudesta ja oikeustieteellisten julkaisujen artikkeleista. Näiden lisäksi aihetta tarkastellaan

---

<sup>24</sup> Hirvonen, 2011, s. 21–25

<sup>25</sup> Husa 1995, s. 133–135

<sup>26</sup> Husa, Mutanen & Pohjolainen 2001, s. 13–14

<sup>27</sup> Husa 1995, s. 134

voimassa olevaan lainsäädäntöön nojaten sekä oikeudentilan havainnollistamiseksi hyödynnetään myös hallituksen esityksiä. Aiheeseen liittyen oikeusasteista ei löydy ennakkotapauksia, jonka vuoksi tutkimuksessa ei hyödynnetä oikeustapauksia aiheen käsittelemisen tukena. Tutkimuskysymyksen tarkastelun kannalta keskeisiä sopimusten erityisehtoja eli kovenantteja on Suomessa tutkittu melko niukasti, jonka vuoksi kovenanttien tarkastelu pohjautuu tutkimuksessa pitkälti Olli Välimäen kovenantteja koskevaan väitöskirjaan. Yrityskauppojen osalta puolestaan hyödynnetään pääsääntöisesti Katramon ja muiden kirjoittajien laajaa yrityskauppoja koskevaa teosta.

Tutkimuksen pohjautuessa pitkälti edellä mainittuihin teoksiin pyritään tutkimuksessa löytämään uutta näkökulmaa aiempiin tutkimuksiin verrattuna. Aikaisempien tutkimusten perusteella voidaan yksilöllisten rahoitussopimusten ja kovenanttien todeta olevan ensisijaisesti rahoittajan riskienhallinnan väline<sup>28</sup> ja siten myös erinomainen keino ennakoida muuttuvien olosuhteiden aiheuttamia riskejä yrityskaupan rahoitussopimussuhteen aikana. Tutkimuksessa pyritään siten tuomaan muuttuvien olosuhteiden ennakointiin liittyvää uutta näkökulmaa tarkastelemalla rahoittajan ja velallisen riskienhallinnallisten keinojen synergioita sekä mahdollisia intressiristiriitoja.

#### **1.4 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus koostuu kuudesta pääluvusta. Alkuun johdannossa esitellään tutkimuksen taustaa ja aiheen ajankohtaisuutta sekä ilmaistaan tutkimuskysymykset sekä aiheen tarkempi rajaus. Tutkimusmetodin, lähdemateriaalin sekä tutkimuksen rakenteen kuvaamisen jälkeen toisessa luvussa kuvataan lyhyesti yrityskauppa sekä yrityskauppatilanteissa mahdollisesti ilmeneviä olosuhdemuutoksia sekä velallisen että rahoittajan näkökulmasta. Lisäksi tutkimuksen toisessa luvussa keskitytään rahoitussopimusten oikeudelliseen taustaan ja sääntelyyn sekä kuvataan olennaiset sopimusoikeudelliset periaatteet muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin näkökulmasta.

---

<sup>28</sup> Välimäki, 2014, s. 89

Tutkimuksen kolmannessa luvussa paneudutaan tarkemmin sopimusoikeudelle tyypillisiin piirteisiin muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kannalta sekä sopimusoikeudellisiin keinoihin hallita niitä. Luvussa käsitellään siten rahoitussopimukseen kuuluvaa riskiä ja sen hallintaa sekä ennakoivaa sopimista ja sopimusta kumppanuuden välineenä. Neljännessä luvussa paneudutaan tarkemmin yksilöllisten rahoitussopimusten ja niiden ehtojen tarjoamiin keinoihin ennakoida muuttuvia olosuhteita. Viidennessä luvussa puolestaan tutkitaan, millaisia muita keinoja sopimusosapuolilla on ennakoida muuttuvia olosuhteita yksilöllisten rahoitussopimusten lisäksi. Erilaisten keinojen lisäksi tutkimuksen neljännessä ja viidennessä luvussa arvioidaan yrityskaupan rahoitussopimuksen osapuolten muuttuvien olosuhteiden ennakoimisen keinoihin liittyviä yhteisiä intressejä sekä mahdollisia intressiristiriitoja. Lopuksi tutkimuksen viimeisessä luvussa kootaan yhteen tutkimuksen sisältö sekä vastaukset tutkimuskysymyksiin ja esitetään tutkimuksen perusteella tehdyt johtopäätökset.

## 2 Yrityskaupan rahoitussopimusten tausta ja muuttuva sopimusympäristö

### 2.1 Yrityskauppa ja muuttuvat olosuhteet

Yrityskauppojen määrä on kasvanut. Niiden avulla pyritään synnyttämään uutta liiketoimintaa tai vauhdittamaan olemassa olevan yrityksen kasvua. Yrityskaupassa voi olla kyse myös sukupolven- tai omistajanvaihdoksesta, joiden määrä on kasvussa väestön ikääntymisen vuoksi. Lisäksi talouden rakennemuutos ajaa yhtiöitä kohti yritysjärjestelyitä. Yrityskaupassa on kyse strategisesta toimenpiteestä, jonka avulla yrityksen markkinaosuutta voidaan kasvattaa ja vahvistaa, vähentää kilpailua, tukea kasvua sekä lisätä yrityksen arvoa hankkimalla uutta tietotaitoa, reaaliomaisuutta ja tuotantokapasiteettia.<sup>29</sup>

Yrityskaupan toteuttamiseen liittyy merkittäviä riskejä, jotka ovat useimmiten yrityskaupan toteuttamiseen, kohteeseen sekä osapuoliin liittyvää epävarmuutta. Tällaisia riskejä voivat olla esimerkiksi kohdeyhtiön kannattavuutta heikentävä merkittävä oikeusriita tai ostajan mahdollisuudet yrityskaupan rahoittamiseen, jolla on ratkaiseva rooli yrityskaupan toteutumisen kannalta.<sup>30</sup> Tutkimusten mukaan jopa 50–70 prosenttia yrityskaupoista ei saavuta taloudellisia ja strategisia tavoitteitaan. Yrityskauppojen epäonnistuminen on monen tekijän summa ja siihen voivat vaikuttaa esimerkiksi väärä ajoitus, väärä hinta ja väärän yrityksen ostaminen sekä tiedon puute.<sup>31</sup>

Yrityskauppoihin ja niiden rahoittamiseen liittyvien riskitekijöiden lisäksi riski on myös olennaisena osana itse rahoitussopimusta. Yrityskaupan ollessa merkittävä ja riskipitoinen investointi, on yritysten syytä huomioida erilaiset olosuhdemuutoksiin liittyvät riskit rahoitussopimuksissa mahdollisimman tarkasti. Tutkimuksen tarkoituksena onkin

---

<sup>29</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 19

<sup>30</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 59

<sup>31</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 67

tarkastella, millaisia mahdollisia rahoitukseen liittyviä olosuhdemuutoksia yrityskauppatilanteessa voi ilmetä sekä ostajan että yrityskaupan rahoittajan näkökulmasta. Myöhemmin tutkimuksessa pyritään selvittämään, millaisin keinoin tunnistettuihin olosuhdemuutoksiin voidaan varautua rahoitussopimuksissa. Erilaisten keinojen kohdalla punnitaan lisäksi sopimuskumppaneiden riskienhallinnan synergioita ja mahdollisia intressiristiriitoja.

### **2.1.1 Muuttuvat olosuhteet yrityskaupan ostajan näkökulmasta**

Yrityskauppaan liittyvää riskiä ei ole mahdollista poistaa kokonaan edes hyvällä suunnittelulla ja toteutuksella, vaan osa epävarmuus- ja riskitekijöistä on aina yrityksen kontrollin ulkopuolella. Ensisijaiset epävarmuudet ostajan kannalta liittyvät suunnitellun yrityskaupan toteutuksen mahdollisuuksiin ja toteutuessaan omistaja-arvon lisäämisen onnistumiseen. Yrityskaupan seurauksena markkinoiden dynamiikka muuttuu ja sillä voi olla useita ennalta-arvaamattomia vaikutuksia.<sup>32</sup>

Yrityskaupan myötä yritys saattaa kilpailutilanteen mukaan joko menettää tai saavuttaa asiakkaita. Markkinaosuutta tai asiakkaita yhtiö voi menettää, mikäli kilpailijat onnistuvat hyödyntämään yrityskaupan myötä yhtiön toimintaan aiheutuvaa epäjatkuoa<sup>33</sup>. Yrityskaupan jälkeen saattaa myös ilmetä, että toinen osapuoli on toiminut vilpillisesti ja tuottanut epäluotettavaa tietoa. Lisäksi yrityskaupan jälkeen voi paljastua kohdeyrityksen virheellinen arvostustaso tai se saattaa menettää liiketoiminnan kannalta merkittäviä avainhenkilöitä sekä yhteistyökumppaneita, mikäli eri sidosryhmien tarpeita ei onnistuta huomioimaan oikealla tavalla.<sup>34</sup>

Kaikki edellä kuvatut seikat ovat mahdollisia riskejä, jotka saattavat realisoitua yrityskauppatilanteessa ja täten aiheuttaa olosuhdemuutoksia yrityskaupan ostajan

---

<sup>32</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 59

<sup>33</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 55–56

<sup>34</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 59–60

liiketoimintaan. Mahdolliset oikeuskiistat, tärkeiden asiakkaiden menettäminen tai uudet rekrytoinnit avainhenkilöiden irtisanoutumisten takia voivat aiheuttaa suuriakin kustannuksia yhtiölle. Kaikkien edellä kuvattujen riskien realisoitumiseen liittyy siten vahvasti erilaiset kustannukset, joten näiden mahdollisten olosuhteiden muutosten huomiointia voidaan todeta olevan tarkoituksenmukaista yhtiöiden neuvotellessa ja solmiessa rahoitussopimuksia.

### **2.1.2 Muuttuvat olosuhteet yrityskaupan rahoittajan näkökulmasta**

Vieraan pääoman ehtoisen rahoittajan, eli tässä tutkimuksessa, pankin näkökulmasta yrityskaupan rahoitus on huomattavasti riskisempi sijoitus verrattuna muihin yhtiön suorien investointien rahoitukseen. Riski johtuu siitä, että tulevan kassavirran ennustaminen yritystoston myötä syntyvälle uudelle kokonaisuudelle on epävarmempaa. Pankin näkökulmasta omistusmuutos aiheuttaa huomattavaa epävarmuutta ja heikentää yhtiön liiketoiminnan ennustettavuutta. Rahoituskokonaisuuteen saattaa lisäksi liittyä monimutkaiset järjestelyt sekä niiden väliaikainen luonne.<sup>35</sup> Yrityskaupan yhteydessä syntyvien yhtiöiden tulevaisuuden vaikean ennustettavuuden vuoksi voidaan yrityskauppojen ja niiden rahoituksen todeta olevan alttiita muuttuville olosuhteille pankkien näkökulmasta.

Edellä lueteltujen pankin yrityskauppojen rahoittamiseen liittyvien epävarmuustekijöiden lisäksi mahdollisina olosuhdemuutoksina yrityskauppatilanteissa voidaan pitää vastaavia olosuhdemuutoksia, jotka on kuvattu edellä käsiteltäessä muuttuvia olosuhteita velallisen näkökulmasta. Erilaiset riskit ja epävarmuustekijät, jotka aiheuttavat kohdeyhtiölle kustannuksia, kuten oikeuskiistat ja asiakkaiden sekä avainhenkilöiden menetykset voivat aiheuttaa myös pankin näkökulmasta huomionarvoisia olosuhdemuutoksia kohdeyhtiön toimintaan. Kun kohdeyhtiön kannalta kasvaneet kustannukset ja menetetyt asiakkuudet viittaavat heikentyneisiin liiketoiminnan edellytyksiin, näyttäytyvät ne puolestaan pankin kannalta riskisempänä sijoituksena ja lisääntyneenä epävarmuutena

---

<sup>35</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 282

yhtiön kykyyn hoitaa lainanlyhennykset. Velanhoitokyvyn ollessa pankille ensisijainen kriteeri luoton myöntämiselle<sup>36</sup>, voidaan todeta mahdollisten olosuhdemuutosten huomioimisen ja ennakoimisen olevan ensiarvoisen tärkeää myös pankkien näkökulmasta heidän neuvotellessa yrityskauppoihin liittyviä rahoitussopimuksia.

Velallisen toimintaan sidoksissa olevien mahdollisten olosuhdemuutosten aiheuttamien riskien lisäksi myös pankin oma liiketoiminta on altis muuttuville olosuhteille. Markkinoilla tapahtuvat muutokset voivat aiheuttaa markkinariskin, joista muun muassa korko- ja valuuttariskit heijastuvat vahvasti pankin toimintaan vaikuttaessaan markkinoilta saatavan rahoituksen hintaan<sup>37</sup>. Lisäksi vakuudellisten luottojen kohdalla laskusuhdanne saattaa aiheuttaa luottojen vakuutena olevan omaisuuden arvon alenemisen<sup>38</sup>, joka kasvattaa osaltaan pankin luottoriskiä.

### 2.1.3 Ylivoimainen este

Edellä kuvattujen osapuolten toiminnasta riippuvaisten mahdollisten olosuhdemuutosten lisäksi yrityskauppojen rahoitussopimussuhteen aikana saattaa ilmetä jokin ylivoimainen este eli *force majeure*. Yleisesti ylivoimaisella esteellä tarkoitetaan sopimusosapuolista riippumatonta ulkoista ja täysin poikkeuksellista tapahtumaa, kuten viranomaisen toimenpiteitä, luonnonkatastrofeja ja sotaa.<sup>39</sup> Ylivoimainen este voi olla myös muun muassa tietoliikenneyhteyksien keskeytyminen, kone- tai laiterikko, tietojärjestelmän toiminnan vakava häiriö, hakkeroinnin tai tietokoneviruksen aiheuttama toimintahäiriö, erilaiset levottomuudet tai kulkutaudit<sup>40</sup>. Ylivoimaisen esteen seurauksena sopimusvelvoitteen täyttäminen on joko lähes tai täysin mahdotonta.<sup>41</sup>

---

<sup>36</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 284

<sup>37</sup> Wuolijoki, 2022, s. 56

<sup>38</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 32

<sup>39</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s.193

<sup>40</sup> Hemmo, 2005, s. 160

<sup>41</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 193

Kyseisillä ylivoimaisilla esteillä voi olla monenlaisia vaikutuksia velkasuhteen sopimusehtojen mukaiseen toteutukseen. Käytännössä velkasuhteeseen liittyvät ylivoimaiset esteet ovat sellaisia, jotka suoraan tai välillisesti vaikuttavat maksuliikenteeseen ja sen normaaliin toimintaan, kuten erilaiset maksuliikenteen häiriöt tai viranomaisten tekemät rajoitukset. Vaikka ylivoimaisia esteitä on hankala tai lähes mahdoton ennustaa, ovat ne kuitenkin mahdollisia, kuten ajankohtainen Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan osoittaa. Hyökkäyssodalla on ollut vaikutusta maksuliikenteeseen, joka osoittaa myös ylivoimaisien esteiden huomioimisen tärkeyden rahoitussopimuksissa.

## 2.2 Rahoitussopimusten sääntely

Yritysluottoihin ei kohdistu yksityiskohtaista sääntelyä<sup>42</sup>, vaan niihin vaikuttavia säännöksiä on hajanaisesti eri laeissa<sup>43</sup>. Luottosopimuksen syntyvaiheeseen sovelletaan oikeustoimilain (OikTL, 228/1929) 1 luvun yleisiä säännöksiä sopimuksen tekemiseen liittyen. Velkasuhteeseen liittyen puolestaan sovelletaan velkakirjalakia sekä korkolakia.<sup>44</sup> Luottolaitoslain (610/2014) 15:3 § sääntelee pankin ja yrityksen välisten rahoitussopimusten sopimusehtoja kieltämällä asiakkaan kannalta kohtuuttoman sopimusehdon käytön. Lisäksi lain 15:1 § mukaan pankin tulee noudattaa toiminnassaan hyvää pankkitapaa<sup>45</sup>. Luottolaitoslain lisäksi laki elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä (1062/1993) sääntelee elinkeinonharjoittajien välisiä sopimussuhteita. Kyseisen lain 1 § mukaan elinkeinonharjoittajien välisissä sopimuksissa ei saa käyttää ehtoa, joka on toisen sopimusosapuolen kannalta kohtuuton. Lain esitöiden mukaan lain on tarkoitus suojata ensisijaisesti mahdollisesti heikommassa asemassa olevia pienyrityksiä kohtuuttomilta sopimusehdoilta<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> Wuolijoki, 2022, s. 139

<sup>43</sup> Välimäki, 2014, s. 116

<sup>44</sup> Välimäki, 2014, s. 116

<sup>45</sup> Luottolaitoslaki ei määrittele erikseen, mitä hyvä pankkitapa tarkoittaa. Lain esitöissä hyvän pankkitavan on katsottu käsittävän sen, miten toimiala on sen aiemmin kirjallisesti määritellyt tai miten toimialan tulkintaelin yksittäistapauksessa asiaa tulkitsee. ks. HE 39/2014 vp, s. 82–83

<sup>46</sup> Ks. HE 39/1993

Sopimusehtoja koskevan sääntelyn lisäksi luottolaitoslain 15:2 § sääntelee luottolaitoksen markkinointiin liittyvää tiedonantovelvollisuutta. Sen mukaan luottolaitoksen on markkinoinnissaan annettava asiakkaalle kaikki olennaiset tiedot hyödykkeestä, joilla voi olla merkitystä hyödykkeeseen liittyviä ratkaisuja tehdessään. Kyseinen tiedonantovelvoite voi sopimustoiminnassa perustua myös sopimusoikeudelliseen lojaliteettiperiaatteeeseen<sup>47</sup>. Rahoitussopimusten yksityiskohtaisen sääntelyn puutteen vuoksi painoarvoa saavat sopimusten ja sopimusehtojen lisäksi myös sopimusoikeudelliset periaatteet. Tärkeimpinä periaatteina ovat sopimusoikeuden olennaisimmat periaatteet, sopimusvapaus ja sopimusten sitovuus.<sup>48</sup> Näiden lisäksi rahoitussopimukseen sovelletaan sopimuksen kohtuullistamista ja sovittelua sekä lojaliteetti- ja luottamusperiaatetta<sup>49</sup>.

### 2.2.1 Sopimusvapaus

Suomen oikeuden perustuessa sopimusvapauteen voivat sopijapuolet tehdä vapaasti haluamansa sisältöisiä sopimuksia. Sopimusvapauteen sisältyy muun muassa päätäntävapaus eli vapaus tehdä tai olla tekemättä sopimuksia ja valintavapaus eli vapaus valita sopimuskumppani. Olennainen sopimusvapauteen kuuluva seikka on myös sisältövapaus eli vapaus määrätä ehdot, joilla sopimus tehdään sekä muotovapaus eli vapaus päättää, missä muodossa sopimus tehdään.<sup>50</sup> Sopimuksen voidaan katsoa syntyvän sopimusosapuolten vapaaehtoisen yhteistyön tuloksena. Olosuhdemuutosten varalta sopimusvapaus turvaa osapuolelle oikeuden päättää sopimuksen ehdoista sekä vapaaehtoisuuden sitoutua siihen. Todellisuudessa tilanne voi kuitenkin olla niin, että toinen sopimusosapuoli, kuten rahoitussopimuksen kohdalla rahoittaja, sanelee rahoitussopimuksen ehdot ja rahoitusta tarvitsevan asiakasyrityksen tehtäväksi jää päättää solmiiko sopimuksen vai ei.<sup>51</sup>

---

<sup>47</sup> Kaave, 2019, s. 42–43

<sup>48</sup> Tieva, 2006, s. 244

<sup>49</sup> Välimäki, 2014, s. 118

<sup>50</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 17

<sup>51</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 21

### 2.2.2 Sopimuksen sitovuus

Muuttuvien olosuhteiden kannalta merkityksellinen sopimusoikeuden periaate on sopimuksen sitovuus. *Pacta sunt servanda* eli sopimus on pidettävä, pääsäännön mukaan sopimus sitoo, eikä pätevää sopimusta voi yksipuolisesti muuttaa tai peruuttaa. Erityisen vahvana sopimussitovuus on liikesopimusten kohdalla, joten rahoitussopimusten voidaan katsoa sitovan erityisen vahvasti osapuolia.<sup>52</sup> Sitovuudella tarkoitetaan sitä, että sopimusrikkomuksesta voi aiheutua rikkovalle osapuolelle haitallisia seuraamuksia, kuten oikeudellisia sanktioita, mikäli toinen osapuoli päättää hyödyntää oikeuslaitoksen, tuomioistuinten tai täytäntöönpanoviranomaisten tukea<sup>53</sup>. Tästä syystä muuttuvien olosuhteiden ennakointi on ensiarvoisen tärkeää rahoitussopimuksissa, jotta ei tule sidotuksi sopimukseen, joka ilmenee kannattamattomaksi olosuhteiden muututtua. Sopimussitovuus ei ole kuitenkaan ehdoton. Erilaiset säännökset ja muut sopimusoikeudelliset periaatteet suhteellistavat sopimussitovuuden periaatetta.<sup>54</sup> Sopimussitovuuden periaatteen merkitystä korostaa kuitenkin sen ilmeneminen sopimuksen tekemistä koskevissa oikeustoimilain säännöksissä<sup>55</sup>.

### 2.2.3 Lojaliteettiperiaate

Sopimusoikeuteen kuuluvan lojaliteettiperiaatteen mukaan sopimusosapuolen tulee huomioida kohtuullisessa määrin myös toisen sopimusosapuolen edut. Siten se osoittaa sopimuksen olevan yhteistyön väline. Lojaliteettiperiaatteen myötä saattaa syntyä erilaisia velvoitteita ilman, että ne olisivat nimenomaisesti kirjattu sopimukseen. Tällaisia ovat esimerkiksi yllä mainittu tiedonantovelvollisuus.<sup>56</sup> Lähtökohtaisesti voidaan ajatella

---

<sup>52</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 19

<sup>53</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 22

<sup>54</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 18–19

<sup>55</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 23

<sup>56</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 24

lojaliteettivelvoitteen painoarvon kasvavan mitä pidemmästä, yksilöllisemmästä ja yhteistyötä vaativammasta sopimussuhteesta on kyse. Lojaliteettivelvollisuus voidaan ajatella sopimussuhteen lailla prosessina, sillä se voi ilmetä konkreettisesti sopimussuhteen eri vaiheissa. Sitä voidaan pitää ratkaisuna muuttuvien olosuhteiden tai osapuolten muuttuneiden tarpeiden mahdollisesti aiheuttamiin ongelmiin sopimussuhteen aikana.<sup>57</sup> Sen vuoksi lojaliteettivelvollisuudella voidaan todeta olevan merkittävä rooli tarkasteltaessa rahoitussopimuksia muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta.

#### **2.2.4 Kohtuullisuusperiaate**

Kohtuullisuusperiaate rajoittaa sopimusvapauden ja sopimussitovuuden periaatteita. Kohtuusperiaatteen mukaan vain kohtuulliset sopimukset sitovat osapuolia, mutta se ei yleensä poista sopimuksen sitovuutta kokonaan, vaan johtaa sopimuksen kohtuullistamiseen.<sup>58</sup> Kohtuusarviointiin ja sopimuksen kohtuullistamiseen saadaan tukea OikTL 36 § sovittelusäännöstä. Sen mukaan kohtuuttomuutta arvioitaessa tulee huomioida koko oikeustoimen sisältö, osapuolten asema sekä olosuhteissa tapahtuneet muutokset. Kohtuusperiaate voi siten aiheuttaa poikkeuksen sopimuksen sitovuudelle ja tulla sovellettavaksi rahoitussopimuksissa olosuhdemuutosten aiheuttaman kohtuuttomuuden myötä.

---

<sup>57</sup> Tieva, 2006, s. 248–251

<sup>58</sup> Saarnilehto & Annola, 2018, s. 22

### 3 Sopimusoikeus muuttuvien olosuhteiden näkökulmasta

#### 3.1 Riski osana rahoitusta

Liiketoimintaan kuuluu aina riski. Riskiä voidaan kuvailla epävarmuudeksi, josta voi seurata jokin epäedullinen tapahtuma tai vahinko. Riski on siten epävarmuutta, jolla on merkitystä.<sup>59</sup> Myös rahoittaminen pitää sisällään erilaisia epävarmuus- ja epäluottamustekijöitä, jotka muodostavat riskin<sup>60</sup>. Sopimukset puolestaan ovat tehokas keino riskien hallintaan<sup>61</sup>.

Nykypäivän monimutkaisessa, globaalissa ja verkottuneessa liiketoimintaympäristössä sopimukset ovat avainasemassa. Sopimuksia ei tule nähdä vain lakiasioden välineenä, vaan johdon välineinä hallita riskejä, luoda uusia liiketoiminnan mahdollisuuksia ja sen myötä parantaa yrityksen kannattavuutta sekä kilpailukykyä. Sopimukset toimivat siten yritysten liiketoiminnan tavoitteiden saavuttamisen mahdollistajina.<sup>62</sup> Rahoitussopimuksessa sopimusriski voi aiheutua muun muassa puutteellisesta sopimuksesta tai toisen sopijapuolen haluttomuudesta tai kyvyttömyydestä suorittaa sopimuksen mukainen maksu. Toteutuessaan sopimusriskit voivat aiheuttaa vahinkoa liiketoimintaan ja liikesuhteisiin, johtaa oikeuskiistoihin, lisätä kustannuksia ja siten vähentää tuottoja sekä estää sopimusosapuolia saavuttamasta tavoitteitaan.<sup>63</sup> Jotta sopimusriskien realisoituminen voidaan välttää, on selvää, että yrityksissä tarvitaan laajaa riskienhallinnan ja sopimusoikeuden osaamista.

Yritysten sopimustoiminnan ja riskienhallinnan onnistumisen kannalta olennaista on sopimuslukutaito. Sopimuslukutaitoon kuuluu sekä kyky osata lukea sopimuksia että ymmärtää niiden sisältöä. Siihen liittyy olennaisesti sopimusten liiketoiminnallisten ja

---

<sup>59</sup> Haapio & Siedel, 2013, s. 17–18

<sup>60</sup> Välimäki, 2014, s. 151

<sup>61</sup> Haapio & Siedel, 2013, s. 7

<sup>62</sup> Haapio & Siedel, 2013, s. 11–12

<sup>63</sup> Haapio & Siedel, 2013, s. 18–20

oikeudellisten seikkojen ymmärtäminen, mutta myös sopimusten vaikutusten ymmärtäminen liiketoiminnan tulosten ja riskien näkökulmasta. Sopimuslukutaito vaatii siten ymmärrystä yritystä ja sen liiketoimintaa velvoittavasta sääntelystä. Sopimusriskien tunnistamisen näkökulmasta sopimuslukutaitoon kuuluu kahden seikan arvioiminen. Ensinnäkin tulee kyetä lukemaan ja ymmärtämään sopimuksen sisältö kokonaisuudessaan, ja toiseksi havainnoimaan, mitä sellaista sopimuksesta puuttuu, mitä sen kuitenkin olisi hyvä sisältää. Hyvä sopimuslukutaito mahdollistaa sopimusten parissa työskentelevien onnistuneen sopimustoiminnan harjoittamisen, mutta toisaalta lisää myös heidän ymmärrystensä siitä, milloin tilanne vaatii syvällisempää juridiikan osaamista.<sup>64</sup> Laadukkaiden ja yritystoiminnan tavoitteiden saavuttamista tukevien sopimusten solmiminen vaatii usein usean eri alan ammattilaisten yhteistyötä ja asiantuntijuutta.

Pankkien kannalta riskienhallinta on erityisen tärkeässä asemassa, sillä siitä on katsottu tarpeelliseksi säätää laissa. Pankin riskienhallinnalla ei ole ainoastaan merkitystä pankille itselleen liiketoiminnallisten tavoitteiden saavuttamisen kautta, vaan koko yhteiskunnalle, sillä pankkien tehokas riskienhallinta tukee koko finanssialan stabiilitettä sekä mikro- että makrotasolla.<sup>65</sup> Pankkien riskienhallinnan sääntelyn lähtökohtana on Luottolaitoslain (610/2014) 9 luvun 1 §:n kielto ottaa niin suurta riskiä, että siitä aiheutuisi olennaista vaaraa pankin vakavaraisuudelle tai maksukyvyille. Kyseisen lain 9:2 §:n mukaan pankilla on tehokkaan riskienhallinnan mahdollistamiseksi puolestaan oltava kattavasti määritellyt toimivalta- ja vastuusuhteet, tehokkaat riskienhallintajärjestelmät, riittävä sisäinen valvonta sekä riskienhallinnan kanssa linjassa oleva palkitsemisjärjestelmä.

Edellä kuvatuilla pankin riskienhallinnan keinoilla pyritään ehkäisemään erilaisia pankki-toimintaan liittyviä riskejä. Riskit voidaan jaotella riskilajeihin, joita ovat luotto-, markkina- ja likviditeettiriskit sekä operatiiviset riskit. Luottoriksi liittyy asiakkaan maksukykyyn luotonmyönnön yhteydessä. Markkinariskillä tarkoitetaan puolestaan markkinatilanteen muutosten aiheuttamia riskejä, kuten korko- ja valuuttariskejä. Riski pankin

---

<sup>64</sup> Haapio & Siedel, 2013, s. 29–30

<sup>65</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 32–33

omasta maksuvalmiudesta ja varojen riittävän nopeasta realisoinnista kuvastaa likviditeettiriskiä. Operatiiviset riskit puolestaan liittyvät pankin jokapäiväiseen toimintaan, joita voivat aiheuttaa esimerkiksi toimimattomat järjestelmät ja prosessit sekä virheellisesti laaditut sopimukset. Luottolaitoslain lisäksi Finanssivalvonnan standardeista on löydettävissä erilliset yksityiskohtaiset normit jokaiseen riskilajiin liittyen. Monet Finanssivalvonnan määräykset pankkien riskienhallintaan liittyen edellyttävät pankeilta stressitestien tekemistä. Niiden avulla voidaan arvioida ennakolta, miten erilaiset olosuhteiden muutokset, kuten korkojen äkillinen nousu vaikuttaisivat toteutuessaan pankin riskiasemaan.<sup>66</sup>

Rahoittajan riskienhallintaprosessiin rahoitussopimusten osalta kuuluu kattavan yritysanalyysin laatiminen, jossa arvioidaan esimerkiksi yrityksen toimialan kilpailutilannetta, suhdanneherkkyyttä ja yleisiä talouden näkymiä. Kyseisissä arvioinneissa hyödynnetään erilaisia toimiala-analyyseja sekä yritykseltä saatavia tietoja ja ennusteita. Riskienhallintaprosessissa rahoittaja keskittyy arvioimaan yrityksen tulevaisuuden näkymiä ja taloudellista menestystä tilinpäätösanalyysin ja erilaisten tunnuslukujen avulla. Prosessiin kuuluu myös yrityksen ja sen omistajien taustojen sekä kyvykkyyksien selvittäminen. Näiden tietojen pohjalta pankki arvioi yritykseen kohdistuvan luottoriskin suuruutta ja millaisin keinoin sitä voidaan hallita. Lopulta tulee tehdä päätös, solmitaanko rahoitussopimus eli, onko rahoittaminen liiketaloudellisesti kannattavaa ja perusteltua.<sup>67</sup>

Velallisen kannalta olennaisimpia riskienhallintakeinoja ovat pankinkin edellyttämät ennusteet yhtiön tulevaisuuden näkymistä. Ennusteet yhtiön toimialasta, operatiivisesta toiminnasta sekä taloudellisen aseman kehityksestä auttavat myös yritystä itseään hahmottamaan paremmin omaa velanhoitokykyään sekä rahoituksen kannattavuutta. Oman yritystoiminnan riskiarvion tekemisen lisäksi velallisen olennainen riskienhallintakeino on edellä kuvattu sopimuslukutaito sekä yleisesti sopimusoikeudellinen ja -tekni- nen osaaminen. Niiden avulla rahoitussopimuksen solmimiseen liittyvät riskit

---

<sup>66</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 34–35

<sup>67</sup> Välimäki, 2014, s. 155–157

madaltuvat huomattavasti, kun ymmärretään, millainen vaikutus tehdyllä sopimuksella on liiketoiminnan kannalta.

Olosuhdemuutosten ennakointi yrityskauppojen rahoitussopimuksia solmiessa on siten olennainen osa riskienhallintaa niin pankin kuin velallisenkin näkökulmasta. Vain tunnistettuja riskejä voidaan hallita, joten osapuolten on tarkasteltava liiketoimintaympäristöä mahdollisimman kokonaisvaltaisesti ja arvioitava millaisia mahdollisia olosuhdemuutoksia voi ilmetä sekä millaisia vaikutuksia niillä voisi olla sopimussuhteeseen.<sup>68</sup>

Osapuolten omien riskienhallintakeinojen lisäksi osakeyhtiölaki (624/2006) toimii osaltaan riskienhallintakeinona vähentämällä epävarmuutta velkojiensuojajärjestelmän avulla. Yritysten maksukykyä turvataan sekä rahoittajaa suojataan muun muassa säättämällä pääoman pysyvyydestä ja varojen jakamisesta. Yhtiön varoja saa jakaa vain osakeyhtiölain 13:1 §:ssä mainituin tavoin, muussa tapauksessa varojenjakoa on laitonta. 13:2 § kieltää myös varojenjaon, mikäli jaosta päätettäessä on tiedossa yhtiön maksukyvyttömyys tai se aiheutuisi varojenjaon myötä. Osakeyhtiölaki pyrkii siten suojaamaan rahoittajaa estäen yhtiötä toimimasta rahoittajan intressien vastaisesti. Lisäksi sopimusoikeuden yleisten periaatteiden avulla voidaan suojata osapuolia erilaisin keinoin. Rahoittaja saa esimerkiksi turvaa sopimusvapauden avulla, joka mahdollistaa pankille edellytykset vaatia luoton turvaavia vakuuksia tai asettaa erillisiä luotonantoon liittyviä ehtoja.<sup>69</sup> Vakuusjärjestelyt, yhtiöoikeudellinen suoja sekä erilaiset sopimusehdot ovatkin rahoittajan tärkeimpiä riskienhallintakeinoja<sup>70</sup>. Erityisesti erilaisten sopimusehtojen tarkempaa sisältöä olosuhteiden muutosten ennakkoinnin näkökulmasta tarkastellaan tarkemmin tutkimuksen luvussa neljä.

---

<sup>68</sup> Välimäki, 2014, s. 149

<sup>69</sup> Välimäki, 2014, s. 152, 154

<sup>70</sup> Välimäki, 2014, s. 149

### 3.2 Ennakoiva sopiminen

Klassisen sopimuskäsityksen mukaan sopimus nähtiin kahden osapuolen välisenä järjestelyinä, josta on suljettu pois ajan kuluminen, muut henkilöt sekä sopimuksen ulkopuoliset vaikutukset. Klassisen sopimuskäsityksen tavoitteena oli poistaa tulevaisuuteen liittyvä epävarmuus sisällyttämällä mahdollinen tulevaisuuden muutos osaksi sopimusta. Sopimukseen liittyvä epävarmuus poistettiin solmimalla joustamattomia sopimuksia, sillä joustavuus ilmensi klassisen sopimuskäsityksen mukaan epävarmuutta.<sup>71</sup>

Sopimuskäsitys on ajan saatossa muuttunut monelta osin joustavampaan suuntaan. Muutos ilmenee sekä lainsäädännössä, oikeuskäytännössä että sopimustoiminnassa. Lainsäädännön puolesta keskeinen muutos on sovittelusäännön lisääminen oikeustoimilakiin, joka muodostaa keskeisen sopimusoikeudellisen näkökulman: sopimusten on oltava kohtuullisia. Oikeuskäytännön kannalta sopimuskäsityksen muutos on johtanut sopimuksen avautumiseen ympäristöään kohti, joka on mahdollistanut sopimuksen ulkopuolisen toiminnan arvioinnin sopimuksellisesti. Oikeuskäytännössä tämä on johtanut esimerkiksi vahingonkorvausvastuun ulottumiseen tilanteissa, joissa osapuolten välillä ei ole sopimusta. Sopimustoiminnan muutos ilmenee puolestaan pyrkimyksenä liittää sopimusveloitteet olosuhteiden muutokseen. Sopimuskäsityksen muutoksen myötä sopimusehdoilla ei siten pyritä lukitsemaan sopimusosapuolten välisiä suhteita olosuhteiden muuttumisen varalta, vaan sopimuksen velvoitteiden määrittelyssä hyödynnetään myös sopimussuhteen ympäröivää oikeudellista kontekstia.<sup>72</sup>

Sopimuskäsityksen avautumisen myötä sopimussisällön muodostumista voidaan ohjata eri tavoin sopimusehtojen avulla verrattuna klassiseen sopimuskäsitykseen. Nykyisessä sopimuskäsityksessä sopimussisältöä ei voida määrittää ainoastaan sovittujen sopimusehtojen perusteella, vaan sopimus enemmänkin ohjaa, mistä sopimussisältö on löydettävissä ja miten kyseistä materiaalia tulee soveltaa. Tämä lisää sopimukseen joustavuutta.

---

<sup>71</sup> Annola, 2007, s. 51–52

<sup>72</sup> Annola, 2007, s. 55–57

Sopimuskäsityksen avautumiseen liittyy myös vahvasti käsitys muuttuvasta toimintaympäristöstä sekä erilaisista ajallisista ulottuvuuksista.<sup>73</sup> Tulevaisuuteen keskittyvä joustava sopimus edellyttää ennakoimista, joten ennakoivaa oikeutta voidaan pitää yhtenä sopimuskäsityksen muutoksen ilmentymänä.

Ennakoiva oikeusajattelu on lähtöisin 1950-luvun Yhdysvalloista ja sen alullepanijana pidetään Louis M. Brownia. Ennakoiva oikeusajattelu keskittyy pelkän konfliktin ratkaisun sijaan oikeussuhteiden suunnitteluun sekä tulevien tilanteiden ja ongelmien ennakoimiseen ja ennaltaehkäisyyn.<sup>74</sup> Ennakoiva oikeusajattelu ilmentää siten myös yleistä yhteiskunnallista kehitystä, jossa ongelmien korjaamisen sijaan keskitytään niiden ehkäisemiseen<sup>75</sup>.

Ennakoiva oikeusajattelu onkin syntynyt käytännön tarpeen pohjalta. Sen avulla pyritään hallitsemaan riskejä, ratkaisemaan ongelmia sekä välttämään tuomioistuimia. Ennakoiva oikeusajattelu sopii erityisesti alueisiin, joita tuomioistuinkeskeinen juridiikka ei kata, kuten dispositiiviseen sopimusoikeuteen. Sopimusosapuolilla on mahdollisuus vaikuttaa sopimuksen sisältöön sekä osapuolten toimia ohjaavana että tuomioistuimen mahdollisesti tulkitsemana materiaalina. Siten ennakoiva oikeusajattelu voidaan nähdä erityisesti kaukoviisautena sopimusoikeudessa.<sup>76</sup>

Ennakoivan oikeusajattelun hyödyt sopimusoikeudessa näyttäytyvät laadunhallintana ja mahdollisten riitojen ehkäisynä. Sopimusoikeuden ennakkoinnilla pyritään siten turvaamaan yhtiön mahdollisuudet, kilpailuedun säilyminen ja erilaisten oikeuksien suojaaminen, jotta ongelmia syntyisi mahdollisimman vähän.<sup>77</sup> Ennakoivassa oikeusajattelussa korostuvat sopimusten suunnittelu, hyvät liikesuhteet sekä sopimustoiminta. Siihen ei kuulu ainoastaan riitojen ratkaisusta sopiminen, vaan ennakoivan oikeusajattelun myötä

---

<sup>73</sup> Annola, 2007, s. 57–61

<sup>74</sup> Rudanko, 2002, s. 189

<sup>75</sup> Haapio, 2000, s. 18

<sup>76</sup> Nystén-Haarala, 2002, s. 141

<sup>77</sup> Nystén-Haarala, 2002, s. 141–142

etsitään ja kehitetään ennakolta keinoja, joiden avulla erilaiset ongelmat ja mahdolliset riidat voidaan torjua sekä niistä aiheutuvat häiriöt minimoida. Hyvien liikesuhteiden ylläpito ja potentiaalisten ongelmakohtien tunnistaminen ja ennakointi ovat paras keino yritystä uhkaavien riitojen torjumiseen.<sup>78</sup>

Onnistunut ennakoiva sopimustoiminta vaatii monien eri osaamisalueiden hallintaa ja usean ammattitaidon edustajien yhteistyötä. Siihen on kuitenkin syytä panostaa, sillä mitä paremmin tämä yhteistyö ja ennakoiva sopimustoiminta onnistuu, sitä vähemmän tunnistamattomia riskejä ja mahdollisia riidan aiheita sopimukseen jää. Huolella suunnitellut sopimusprosessit ja menettelytavat edesauttavat sopimustoiminnan onnistumista sekä parantavat niiden laatua. Onnistuneella sopimustoiminnalla voidaan parantaa yritysten kilpailukykyä ja tulosta, joten siihen on syytä panostaa.<sup>79</sup>

### 3.3 Kumppanuussopimus

Mitä pidempiaikaisesta liike-elämän sopimussuhteesta on kyse, sitä enemmän sopimusosapuolten välinen suhde korostuu. Siten erilaiset yhteistyö- ja kumppanuusjärjestelyt ovat yleistyneet liike-elämän pitkäkestoisten sopimussuhteiden lisäksi, jollaiseksi myös rahoitussopimukset voidaan katsoa.<sup>80</sup> Pankin ja asiakasyrityksen välistä yhteistyötä kutsutaankin parhaimmillaan kumppanuudeksi<sup>81</sup>. Toimivan rahoitussopimuksen tunnuspiirteitä ovat luottamus, vuorovaikutuksellinen sopimussuhde ja yhteinen tavoite. Avoin ja toimiva sopimusosapuolten välinen suhde luo hyvät edellytykset sopimussuhteen kokonaisvaltaiselle toimivuudelle ja yhteisten tavoitteiden saavuttamiselle.<sup>82</sup>

Muuttuvan toimintaympäristön myötä luottamuksen tarve korostuu entisestään. Markkinat muuttuvat jatkuvasti, joten sopimusosapuolten välinen yhteistyö on

---

<sup>78</sup> Haapio, 2000, s. 18–19

<sup>79</sup> Haapio, 2000, s. 19–21

<sup>80</sup> Tieva, 2006, s. 240

<sup>81</sup> Välimäki, 2014, s. 165

<sup>82</sup> Tieva, 2006, s. 240

tilanneriippuvaista ja jatkuvan muutoksen alaista.<sup>83</sup> Pitkäkestoiseen sopimussuhteeseen liittyvä luottamus ilmenee myös Annolan väitöskirjassa esitetyn sopimuksen dynaamisuuden kautta. Siinä lähtökohtana on sopimuksen sopimuskauden aikainen muuttuminen täydentymisen myötä. Sopimusosapuolilla on yhteisymmärrys sopimuksen täydentymisestä, sillä siitä on sopimuksella sovittu.<sup>84</sup> Dynaamisen sopimuksen täydentämisen Annola jakaa kolmeen dynaamisuuden ulottuvuuteen: ehdon muuttumiseen, aukon täyttymiseen sekä sitovuuden muuttumiseen<sup>85</sup>. Ensimmäisen ulottuvuuden mukaan sopimus voi täydentyä laaditun sopimuksen ehtojen muuttuessa. Sopimusjärjestelyissä sovittu ehto voi siten muuttua joko sopimuksessa säädetyllä tavalla tai normiperusteisesti. Toinen ulottuvuus koskee sopimuksen sisältämän aukon täyttämistä sopimuksen solmimisen jälkeen. Sopimuksen sisältämä aukko voi liittyä esimerkiksi tiettyyn olosuhteeseen, joka on joko jätetty kokonaan sopimatta tai siitä on sovittu vain vähän sopimusjärjestelyissä. Kolmanneksi sopimuksen dynaamisuuteen kuuluu sopimuksen sitovuuden muuttuminen sopimuksen solmimisen jälkeen. Se on seurausta toimintaympäristön muutoksista, joiden myötä sopijapuolten tahdonilmaisuja voidaan arvioida oikeudellisesti eri tavoin.<sup>86</sup>

Toinen sopimusosapuolten yhteistyötä ja kumppanuutta korostava näkökulma on relational contracting, joka liittyy usein pitkäkestoisiin ja monimutkaisiin sopimuksiin, kuten rahoitussopimuksiin. Relational contracting -oppi korostaa sopimusosapuolten käytännön yhteistyötä ja vapaaehtoisia riskienhallinnan välineitä oikeudellisten ja virallisten keinojen sijaan.<sup>87</sup> Siten sopimusten tarkan noudattamisen ja sopimusrikkomusseurauksien soveltamisen sijaan liikesuhteen jatkuvuus ja keskinäinen luottamus nähdään käytännön liiketoiminnan kannalta tärkeämpinä tavoitteina. Näkökulman mukaan sopimuksen sanatarkka soveltaminen ja oikeudelliseen riidanratkaisuun turvautuminen johtavat luottamuksen ja jatkuvuuden edellytysten menettämiseen. Muuttuneiden

---

<sup>83</sup> Tieva, 2006, s. 242

<sup>84</sup> Annola, 2003, s. 31

<sup>85</sup> Annola, 2003, s. 33

<sup>86</sup> Annola 2003, s. 33–34

<sup>87</sup> Rudanko, 1998, s. 87

olosuhteiden aiheuttamiin häiriöihin käytännön sopimustoiminta suhtautuu sopimus-suhteen normaalina sopeuttamisena muuttuneita olosuhteita vastaaviksi, kun perinteisessä sopimusoikeudessa häiriöitä pidetään usein sopimusrikkomuksina.<sup>88</sup>

Edellä kuvattu modernia sopimuskäsitystä kuvaava teoria dynaamisesta sopimuksesta ja relational contracting -näkökulma edellyttävät vahvaa sopimusosapuolten välistä luottamusta. Toimiva yhteistyösuhde on saavutettavissa, kun sopimusosapuolten välillä vallitsee luottamus. Silloin osapuolten välinen vuorovaikutus ja informaation vaihto voivat olla runsasta, joka on välttämätöntä toimivan yhteistyön saavuttamiseksi. Pitkäkestoiset rahoitussopimukset vaativat usein perusteellista valmistelua, sillä sopimusvapauden valitessa osapuolet voivat luoda omat sopimukselliset puitteensa. Monimutkaisten ja yksilöllisten rahoitussopimusten suunnittelu ja käytännön toteutus vaativat sopimusosapuolilta keskinäisen luottamuksen lisäksi juridista osaamista ja pitkäjänteisyyttä.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> Rudanko, 2002, s. 198–199

<sup>89</sup> Tieva, 2006, s. 243–244

## 4 Yksilölliset rahoitussopimukset muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin keinona

### 4.1 Yksilöllisen rahoitussopimuksen piirteet

Lähtökohtaisesti luottosopimuksen ehdot ovat pankin käyttämiä vakioehtoja eli yleisiä sopimusehtoja. Ennalta määriteltyjen sopimusehtojen hyödyntäminen säästää molempien sopimusosapuolten resursseja, kun jokaista rahoitussopimuksen ehtoa ei tarvitse neuvotella erikseen.<sup>90</sup> Siten sopimusten transaktiokustannukset alenevat, joka heijastuu samalla myös hinnoitteluun alentavasti. Vakioehtojen käyttäminen tasapuolistaa asiakkaiden asemaa ja varmistaa tietyjen vähimmäisehtojen täyttymisen. Vakioehtojen käyttäminen rahoitussopimuksessa lisää myös ennalta-arvattavuutta sopimussuhteeseen.<sup>91</sup> Samaan aikaan kuitenkin toisen sopimuspuolen yksilölliset piirteet jäävät huomiotta vakioehdoissa<sup>92</sup>.

Suurin osa pankkien luotonannosta koostuu vakuudellisesta luotonannosta. Vakuuden avulla pankki pyrkii suojautumaan luottoriskejä vastaan asiakkaan maksukyvyttömyyden varalta.<sup>93</sup> Nykypäivän rahoitussopimuksissa vakuus ei ole kuitenkaan edellytys rahoituksen saamiselle, vaan rahoituspäätös voi perustua myös yhtiön tulevaan kassavirtaan<sup>94</sup>. Lähtökohtana luotonmyönnössä onkin velallisyhtiön kyky maksaa luotto ilman vakuuden realisointia<sup>95</sup>.

Vakiosopimuksen vastakohtana on yksilöllinen sopimus, joka tarjoaa mahdollisuuden ottaa huomioon sopimuskumppaneiden yksilölliset piirteet. Jaottelu vakiomuotoisen ja yksilöllisen rahoitussopimuksen välillä ei ole kuitenkaan täysin yksiselitteinen, vaan usein

---

<sup>90</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 16

<sup>91</sup> Hemmo, 2007, s. 145–147

<sup>92</sup> Saarnilehto & Tuomisto, 1995, s. 16

<sup>93</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 470

<sup>94</sup> Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 160

<sup>95</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 471

sopimus voi asettua näiden välimaastoon sisältäen ominaisuuksia molemmista sopimustyypeistä.<sup>96</sup> Yksilöllisten tarpeiden vuoksi ja velanhoidon turvaavan vakuuden puuttessa sopimusosapuolet voivat solmia yksilöllisen rahoitussopimuksen. Yksilöllisen rahoitussopimuksen sopimusehdot neuvotellaan tapauskohtaisesti jokaiseen velkasuhteeseen sopiviksi, jolloin nämä sopimusehdot toimivat ikään kuin sopimusvakuuksina. Yksilöllisten rahoitussopimusten lainapäätökset perustuvat siten vakuuden sijaan yrityksen tulevaan kassavirtaan. Yksilöllisen rahoitussopimuksen näkökulmaa puoltaa ajatus, että yhtiön kannattavuus ja hyvät kehitysnäkymät ovat sen parhaita vakuuksia rahoitussopimuksessa. Yksilöllinen rahoitussopimus sopii hyvin esimerkiksi kasvuvaiheessa oleville yrityksille, joilla ei välttämättä ole mahdollisuuksia reaali- vakuuksiin sekä pitkäaikaisiin luottosuhteisiin, jotka ovat alttiita muuttuville olosuhteille.<sup>97</sup> Siten yksilöllinen rahoitussopimus sopii erinomaisesti epävarmaan ja pitkäaikaiseen yrityskaupan rahoittamiseen.

## 4.2 Kovenantit osana rahoitussopimusta

Edellä tutkimuksessa kuvattuihin mahdollisiin olosuhdemuutoksiin rahoitussopimussuhteen aikana voidaan siten varautua yksilöllisillä rahoitussopimuksilla. Olosuhdemuutokset voidaan huomioida parhaiten liittämällä sopimukseen erilaisia yksilöllisiä sopimusehtoja eli kovenantteja. Välimäki on määritellyt kovenantit tutkimuksessaan seuraavasti:

Velkojan ja velallisen välinen yksilöllinen rahoitussopimus on sellaisia sopimusehtoja eli kovenantteja sisältävä liikesopimus, joilla rahoittaja pyrkii hallitsemaan luotto-, tuotto- ja informaatoriskejään ja jolla osapuolet sopivat sopimussuhteensa ehdoista ja yhteistyönsä pelisäännöistä.<sup>98</sup>

Rahoitussopimus ja siihen sisältyvät kovenantit ovatkin pankille ensisijaisesti riskienhallintatyökalu, jolla voidaan hallita olosuhdemuutosten aiheuttamia riskejä. Kovenantit toimivat toissijaisesti myös tuottojen, asiakkuuksien sekä liiketoiminnan hallintakeinoina.

---

<sup>96</sup> Wilhelmsson, 2008, s. 35

<sup>97</sup> Knüpfer & Puttonen, 2018, s. 160

<sup>98</sup> Välimäki, 2014, s. 85

Kovenanttien tavoitteena on kontrolloida ja rajoittaa velallisyhtiön johtoa, turvata luotonanto sekä varmistaa tiedonsaanti velallisen taloudellisen tilanteen kehityksestä. Lisäksi kovenantit ovat keino eräännyttää luotto sekä hankkia etua tuleviin rahoitusneuvotteluihin.<sup>99</sup>

Kovenanteilla on mahdollista vaikuttaa sekä velalliseen että rahoittajaan<sup>100</sup>. Kovenanttien luonteen sekä niiden myötä syntyvän rahoittajan vahvan kontrolliaseman vuoksi<sup>101</sup> kovenanteja voidaan kuitenkin pitää ensisijaisesti yrityskaupan rahoittajan intressien mukaisena keinona hallita olosuhdemuutoksiin liittyviä riskejä. Kovenanttien avulla rahoittajalla on mahdollisuus puuttua velallisyhtiön toimintaan aikaisemmassa vaiheessa, mikäli se on ajautumassa taloudellisiin vaikeuksiin olosuhdemuutosten myötä<sup>102</sup>.

Velallisyhtiön intressinä kovenanttien käytön suhteen ovat puolestaan pääsääntöisesti rahoituksen saamisen varmistaminen, sen hinnan laskeminen tai yksilöityjen ja joustavien liiketoimintaan sopivien rahoitussopimusten varmistaminen. Oikein asetettuina kovenantit tukevat kuitenkin velallisyhtiön liiketoimintaa ja lisäävät suunnitelmallisuutta sen taloudellisen toiminnan seurantaan.<sup>103</sup> Siten ne edesauttavat myös velallisyhtiön mahdollisuuksia ennakoida muuttuvia olosuhteita rahoitussopimussuhteen aikana. Osapuolten yhteiset intressit olosuhteiden muutosten ennakoimiseksi kovenantein luovat erinomaiset mahdollisuudet sopimusosapuolten välisen kumppanuuden syntymiselle. Yhdessä osapuolten välisen kumppanuuden sekä yksilöllisten piirteiden huomioimisen avulla yksilöllisellä yrityskaupan rahoitussopimuksella on mahdollista tuottaa lisäarvoa molemmille sopimuskumppaneille<sup>104</sup> sekä varmistaa muuttuvien olosuhteiden ennakointi.

---

<sup>99</sup> Välimäki, 2014, s. 89

<sup>100</sup> Välimäki, 2014, s. 78–79

<sup>101</sup> Tepora, 2022, s. 464

<sup>102</sup> Tepora, 2022, s. 464

<sup>103</sup> Välimäki, 2014, s. 96–97

<sup>104</sup> Välimäki, 2014, s. 172

Kovenanttirahoittamisen riskienhallinnan peruslähtökohtana on pienentää kokonaisriskiä ja epäedullisen tapahtuman todennäköisyyttä poistamalla erilaisia epävarmuustekijöitä ja poissulkemalla epäluottamusta aiheuttavia seikkoja<sup>105</sup>. Onnistunut kovenanttirahoittaminen edellyttää, että kovenantit on kyetty asettamaan realistisesti, jotta ne ovat linjassa velallisen liiketaloudellisten suunnitelmien kanssa. Kovenanttien sisällön ja käytön perusteiden tulee myös olla selvät molemmille sopimusosapuolille sekä niiden päämäärien on tuettava osapuolten tavoitteiden saavuttamista. Lisäksi kovenanttien tulkinnan on oltava yksiselitteistä.<sup>106</sup>

Erilaisia kovenantteja on useita ja ne voidaan luokitella niiden käyttötarkoituksen mukaan monin eri tavoin. Velalliselta odotettavan toiminnan perusteella kovenantit voidaan jakaa positiivisiin ja negatiivisiin ehtoihin sekä finanssikovenantteihin. Positiivisten ehtojen mukaan velallinen lupautuu jatkamaan sovittua käyttäytymistä, kun taas negatiivisten ehtojen myötä velallinen sitoutuu noudattamaan tiettyä käyttäytymistä. Kovenanttien positiivisuus ja negatiivisuus viittaavat siten siihen, miten yrityksen liiketoimintaa tulee hoitaa ja millaisia toimia sen on vältettävä. Kovenantit voidaan jakaa myös tilinpäätös- ja tunnuslukupohjaisiin finanssikovenantteihin sekä toiminnallisiin kovenantteihin, jotka voidaan edelleen jakaa positiivisiin ja negatiivisiin ehtoihin. Kovenanttien ensisijaisen tarkoituksen pohjalta ne voidaan jaotella myös insentiivi-, informaatio- ja kontrollikovenantteihin. Tässä tutkimuksessa kovenantit luokitellaan kuitenkin Välimäen tavoin niiden olennaisimman funktion mukaisesti informaatio-, toiminta-, finanssi- sekä insentiivikovenantteihin.<sup>107</sup>

#### **4.2.1 Informaatiokovenantit**

Informaatiokovenantit luovat perusedellytykset kovenanttirahoittamiselle. Niiden avulla voidaan säädellä kovenanttirahoittamisen kannalta olennaista velallisyhtiötä koskevaa

---

<sup>105</sup> Välimäki, 2014, s. 151

<sup>106</sup> Välimäki, 2014, s. 89–90

<sup>107</sup> Välimäki, 2014, s. 85–89

laajaa tiedonantovelvollisuutta. Informaation rooli on koko rahoitussuhteen aikana korostunut. Informaatiovelvoite syntyy jo ennen rahoitussopimuksen allekirjoittamista, jolloin puhutaan prekontraktuaalisesta informaatiovelvoitteesta. Sopimussuhteen aikainen eli interkontraktuaalinen informaatiovelvoite voidaan puolestaan jakaa ennakoivaan ja jälkikäteiseen informointivelvollisuuteen.<sup>108</sup>

Yleistä etukäteisinformointia vahvistaakseen pankin on perusteltua sisällyttää epävarmuutta sisältävän yrityskaupan rahoitussopimukseen informaatoriskejä hallitakseen selonteot ja vakuutukset -informaatiokovenantti. Sen avulla pankki voi siirtää vastuun lähtötilanneselvityksen oikeellisuudesta velallisyhtiölle sekä saada varmistuksen kohdeyhtiön liiketoiminnan, organisaatio- ja omistusrakenteen ja tilinpäätösinformaation asianmukaisuudesta. Selonteot ja vakuutukset -kovenantin myötä velallisyhtiö voi vakuuttaa muun muassa sen toiminnan laillisuuden, omistuspohjan pysyvyyden, liiketoiminnan jatkuvuuden, taloudellisten tunnuslukujen asianmukaisuuden sekä tase- ja varallisuusaseman muuttumattomuuden. Lisäksi olennaista on saada vakuus, ettei velallisyhtiöllä ole käynnissä oikeudenkäyntejä tai muita toiminnan jatkuvuuteen ja liiketoiminnan edellytyksiin vaikuttavia seikkoja. Siten selonteot ja vakuutukset -kovenantin voidaan todeta muodostavan rahoituksensaannin perusedellytykset. Kovenantin tehostamiseksi se voi olla myös sanktioitu.<sup>109</sup> Kyseisen informaatiokovenantin tavoitteen voidaan todeta olevan myös velallisen intressien mukainen, sillä yrityskaupan kohdeyhtiön tunteminen on ensiarvoisen tärkeää ostajan riskienhallinnan kannalta. Ostajan tuleekin olla tietoinen kyseisistä seikoista ennen yrityskaupan ostopäätöksen tekoa, jotta sen on mahdollista tehdä kannattava ja perusteltu liiketoimintapäätös. Lisäksi hyvän suunnittelun avulla yrityskauppaan liittyvää epävarmuutta voidaan pienentää merkittävästi kaikkien osapuolten osalta<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> Välimäki, 2014, s. 226–227

<sup>109</sup> Välimäki, 2014, s. 233–237

<sup>110</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 40

Sopimussuhteen aikaisen ennakoivan informointivelvoitteen myötä pankki varmistaa, että saa etukäteen tiedon velallisyhtiön tulevaisuuden liiketaloudellisista toimista sekä operatiivisista muutoksista ja maksukykyyn vaikuttavista seikoista. Ennakoiva tiedonvälitys vahvistaa osapuolten välistä kumppanuutta, mutta informaatiovelvoitteet eivät saa kuitenkaan haitata velallisyhtiön liiketoimintaa.<sup>111</sup> Liian tiukat informointivelvoitteet saattavat vähentää velallisyhtiön liiketoimintaan käytettävissä olevia resursseja, joka omalta osaltaan voi heikentää yhtiön tulevaisuuden toimintaedellytyksiä ja sitä kautta heijastua myös rahoitussopimukseen. Sen vuoksi muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta informointivelvoitteet on syytä asettaa tarkoituksenmukaiselle tasolle painottaen informointia ennakolta mahdollisten kovenanttien ollessa vaarassa rikkoutua, jolloin osapuolille jää paremmin aikaa reagoida muutoksiin<sup>112</sup>.

Kovenanttirahoittaminen edellyttää lisäksi säännöllistä ja systemaattista informointia, jotta pankki voi rahoittajana seurata velallisyhtiön suorituskykyä. Säännöllistä ja jälkikäteistä seuranta toteutetaan tilinpäätöstietojen perusteella, mutta niiden lisäksi tarvitaan reaaliaikaisempaa seuranta jatkuvan osapuolten välisen vuoropuhelun muodossa. Yrityskauppoihin sisältyvän muutosalttiuden vuoksi niiden rahoitussopimuksissa säännöllinen vuorovaikutus on erityisen tärkeää nopean reagointikyvyn mahdollistamiseksi. Lisäksi informaation oikeellisuuden varmistamiseksi pankille toimitetut tilinpäätöstiedot tulee olla tilintarkastettuja, jotta erilaisten väärinkäytösten riskiä saadaan madallettua. Kyseinen vaatimus vähentää kuitenkin saadun tiedon ajantasaisuutta, jonka vuoksi informaatiovelvoitteen täyttämiseksi velallisyhtiön omat selvitykset tulevaisuuden kassavirtaan liittyen ovat tarkoituksenmukaisia.<sup>113</sup> Velallisen taloudellisen suorituskyvyn säännöllinen seuranta tukee myös velallisen omia intressejä antaessaan tukea liiketoimintapäätösten tekemiselle. Onnistunut liiketoimintapäätös edellyttää rationaalista liiketaloudellista perustetta sekä hallittua riskiä<sup>114</sup>, joiden toteutuminen on mahdollista säännöllisen suorituskyvyn seurannan avulla.

---

<sup>111</sup> Välimäki, 2014, s. 238–239

<sup>112</sup> Välimäki, 2014, s. 241

<sup>113</sup> Välimäki, 2014, s. 241–244

<sup>114</sup> Salo, 2015, s. 101

Osapuolten muuttuvien olosuhteiden ennakoimisen kannalta informaatiokovenantit tulee asettaa siten, että ne tarjoavat kattavat mahdollisuudet seurata erityyppisten kovenanttien kehitystä. Tilinpäätösperiaaleihin pohjautuvat informaatiovelvoitteet toimivat lähinnä tunnuslukupohjaisten finanssikovenanttien seuraamisen välineinä, joten velallisyhtiön taloudellisen suorituskyvyn lisäksi on ensiarvoisen tärkeää seurata myös esimerkiksi toimintakovenanttien toteutumista<sup>115</sup>. Informaatiokovenantteihin onkin syytä asettaa vaatimukset toimintakovenanttien seuraamisesta ja niitä koskevista informointivelvoitteista, sillä toimintakovenantit voivat myös välillisesti vaikuttaa merkittävästi finanssikovenanttien tasoihin. Näin ollen pankki voi varmistua velallisyhtiön asianmukaisesta toiminnasta ja saa paremman käsityksen mahdollisten kovenanttien rikkoutumisten juurisyistä. Sillä voi siten olla olennainen vaikutus kovenanttirahoittamisen tehokkuuteen ja tarkoituksenmukaisten kovenanttien määrittelyyn. Oikeasuhtaiset informaatiokovenantit tukevat siten molempien sopimusosapuolten intressejä tehdä tahoillaan onnistuneita liiketoimintapäätöksiä.

#### **4.2.2 Toimintakovenantit**

Toimintakovenantit luovat pankille passiivista kontrollia, kun ne velvoittavat velallisyri-tystä toimimaan rahoitussopimuksessa määritellyllä tavalla. Toimintakovenanttien avulla voidaan säädellä ja ohjata yrityksen toiminnan lisäksi rahavirtoja, ja siten ne rajoittavat yrityksen toimintavapautta. Velallisen kompetenssin rajoittamisen vuoksi toimintakovenantteja kutsutaan myös kontrollikovenantteiksi. Ne rajoittavat yritystoiminnan peruslähtökohtaa, eli yrityksen kykyä tehdä rajoittamattomia omien intressien mukaisia liiketoimintapäätöksiä. Osakeyhtiölain itsehallinnon lähtökohdasta huolimatta osapuolet voivat solmia sopimusvapauden puitteissa yhtiön omien hallintoelinten määräysvallasta poikkeavia sopimuksia. Pankin katsotaan voivan yhtiön rahoittajana kontrolloida yhtiön

---

<sup>115</sup> Välimäki, 2014, s. 251

itseääräämiskykyä sen luotonhoitokyvyn varmistamiseksi, erityisesti riskiä sisältävien yrityskauppojen rahoitussopimusten kohdalla.<sup>116</sup>

Toimintakovenanteilla pyritään siten vaikuttamaan velallisyhtiön johdon operatiivisen päätöksenteon kautta yhtiön toimintaan. Niihin kuuluvat kaikki sopimusoikeudelliset ennakoivat ohjauskeinot, pois lukien takaus ja vakuus, joita pankki voi hyödyntää pyrkiesään minimoimaan velallisen maksukyvyttömyyden todennäköisyyden tai siitä syntyvät tappiot. Toimintakovenantit toimivat siten rahoittajan kannalta erinomaisena keinona ennakoida olosuhdemuutoksia ja torjua niiden vaikutuksia rahoitussopimuksissa, sillä ne mahdollistavat luovuuden ja joustavuuden hyödyntämisen erilaisia sopimusehtoja määriteltäessä.<sup>117</sup>

Velallisyhtiön itsenäisen päätöksenteon rajoittamisen vuoksi toimintakovenanttien voidaan todeta kuitenkin aiheuttavan sopimuskumppaneiden välisiä intressiristiriitoja. Velallisyhtiö pyrkii tekemiensä liiketoimintapäätösten avulla huolehtimaan sen tulevaisuuden toimintaedellytyksistä pitämällä yhtiö elinkelpoisena<sup>118</sup>. Liiketoimintapäätösten tavoitteena voivat olla siten muutkin taloudelliset tavoitteet kuin vain pankin intresseissä oleva maksukyvyn turvaaminen. Pankin puuttuminen yhtiön päätöksentekoon toimintakovenantin saattaa siten aiheuttaa osapuolten välille näkemuseroja tarpeelliseksi katsottuihin liiketoimintapäätöksiin liittyen. Samalla se tarkoittaa rahoitussopimuskumppaneiden riskienhallinnallisia intressiristiriitoja muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta.

Kovenanttirahoittaminen ei perustu vakuuksiin, mutta kovenantteja sisältävät yksilölliset rahoitussopimukset voivat sisältää myös ehtoja, joissa on sovittu yksityiskohtaisesti vakuuksien hallinnoinnista ja erilaisista vakuusjärjestelyistä. Niiden avulla pankki voi varautua olosuhteiden muutoksiin ja niiden aiheuttamiin luottoriskeihin, joita voi seurata

---

<sup>116</sup> Välimäki, 2014, s. 263–264

<sup>117</sup> Välimäki, 2014, s. 264–265

<sup>118</sup> Salo, 2015, s. 102

esimerkiksi velallisyhtiön ajautumisesta konkurssiin. Rahoitussopimuksissa erilaisia vakuuksiin liittyviä variaatioita voi olla rajattomasti, jonka vuoksi ne on syytä määritellä ja yksilöidä kattavasti.<sup>119</sup>

Rahoitussopimuksessa voidaan myös sopia, ettei vakuutta saa asettaa, jolloin puhutaan vakuuden asettamiskiellosta eli negative pledge -kovenantista. Ehto kieltää yritystä kiinnittämästä, panttaamasta tai muuten käyttämästä omaisuutta vakuutena joko kokonaan tai osittain. Ehdon avulla rahoittaja turvaa asemaansa suhteessa muihin mahdollisiin velkoihin, mikäli olosuhteiden muututtua velallisyhtiö ei ole maksukykyinen hoitamaan velkaansa. Vakuuden asettamiskielto voi olla myös osittainen, jolloin se voi koskea yhtiön omaisuutta tietyn euromäärän jälkeen. Sopimusehdon yksilöinti selkeyttää pankin tahotilaa ja sopimusta, mikä vähentää samalla erilaisten tulkintojen mahdollisuutta. Vakuuden asettamiskieltoon voidaan myös liittää pari passu -lauseke, joka edellyttää rahoittajien tasapuolista kohtelua. Kyseisten kovenanttien avulla pankki vakuudettomana luotonantajana pyrkii säilyttämään asemansa muihin velkoihin nähden. Pankin riskienhallinnan ja olosuhteiden muutosten ennakkoinnin kannalta tärkeintä on, että vakuustilanne säilyy ennallaan rahoituksen myöntämisen jälkeen. Vakuuden asettamiskieltokovenantti vähentää siten epävarmuutta velallisyhtiön panttaamattomina oleviin omaisuuseriin liittyen.<sup>120</sup>

Pankin intressissä on lisäksi varmistaa velallisyhtiön luoton takaisinmaksukyky rajoittamalla sen lisävelkaantumista kovenantein. Lisävelkaantumista koskeva ehto voi olla absoluuttinen tai rajattu koskemaan esimerkiksi pankin hyväksymän investointien rahoittamisen vuosisuunnitelman ulkopuolista velkaantumista. Käytännössä kyseinen kovenantti tarkoittaa sitä, että pankki ja velallinen neuvottelevat yhdessä merkittävien uusien investointien toteuttamisesta ja rahoittamisesta.<sup>121</sup> Lisävelkaantumisen estävän kovenantin lisäksi rahoitussopimukseen voidaan ottaa luoton takaisinmaksukykyä turvaava

---

<sup>119</sup> Välimäki, 2014, s. 272–273

<sup>120</sup> Välimäki, 2014, s. 272–283

<sup>121</sup> Välimäki, 2014, s. 304–305

lainanantokieltokovenantti, jolla estetään yhtiötä antamasta lainaa tai takauksia kolmannelle osapuolelle<sup>122</sup>.

Vakuuden asettamiskieltokovenantin sekä lisävelkaantumista rajoittavan kovenantin pyrkimyksenä on pankin oman aseman turvaamisen lisäksi turvata velallisen maksukyky, joten kovenanttien tavoitetta voidaan pitää myös velallisen intressien mukaisena. Toisaalta tiukka lisävelkaantumisen rajoitus tai vakuuden asettamiskiello saattavat estää velallisyhtiötä saamasta yrityskaupan rahoituksen lisäksi liiketoimintansa kannalta tarvitsemaansa rahoitusta, sillä velkarahoitus vaatii yleisesti vakuusjärjestelyä<sup>123</sup>. Riittävällä rahoituksen saannilla voi olla kuitenkin olennainen merkitys velallisyhtiön tulevaisuuden toimintaedellytyksiin ja sitä kautta myös maksukykyyn, joten molempien sopimuskumppaneiden intressejä ja yhteisiä tavoitteita palvellakseen tilanne vaatii kattavaa kokonaisarviointia. Kokonaisarvioinnin kannalta osapuolten välinen informaation kulku sekä neuvotteluyhteys ovat ensiarvoisen tärkeässä roolissa. Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnissa korostuu siten myös sopimussuhteen aikaisten asiakas- ja luottokohtaisten riskien sekä kannattavuusnäkökulman huomioiminen<sup>124</sup>.

Yhtenä merkittävänä toimintakovenanttina voidaan myös pitää velallisen identiteetin säilyttämistä, mikä on ymmärrettävää, sillä pankki on luottopäätöstä tehdessään päättänyt rahoittaa tietynlaisen identiteetin omaavaa yhtiötä. Yhtiön taloudellinen identiteetti muodostuu muun muassa sen omistuksesta, johdosta, liiketoiminnan luonteesta, varallisuusasemasta sekä vakuutusturvasta.<sup>125</sup> Yrityskauppatilanteessa yrityksen identiteetti on luonnollisesti murroksessa uusien yritysjärjestelyjen myötä, mutta se antaa pankille entistä enemmän syytä kiinnittää huomiota yrityksen identiteettiin ja sen rajoittamiseen osana rahoitussopimuksen sopimusehtoja. Identiteettikovenanteilla pankki haluaa turvata yrityksen rahoituksen kannalta olennaiset identiteettiin liittyvät seikat rajoittamalla mahdollisuuksia niiden muuttamiseen. Esimerkiksi omistuksenpysyvyyssopimuksella

---

<sup>122</sup> Välimäki, 2014, s. 307

<sup>123</sup> Tepora, 2022, s. 23

<sup>124</sup> Kaave, 2019, s. 40–41

<sup>125</sup> Välimäki, 2014, s. 285–286

voidaan edellyttää omistajan pitävän omistuksensa yhtiöstä tietyllä tasolla. Tarkoituksena on varmistaa, että yhtiö on sopimussuhteen edetessä yhä sama kokonaisuus, jota pankki on alun perin päättänyt rahoittaa. Ehdon ollessa osana rahoitussopimusta, tulee velallisyhtiön keskustella rahoittajan kanssa etukäteen mahdollisista muutoksista yhtiön identiteettiin.<sup>126</sup>

Toimintakovenantein voidaan lisäksi säännellä ja kontrolloida yrityksen rahankäyttöä maksuvalmiuden turvaamiseksi. Se pitää sisällään esimerkiksi investointien ja osingonmaksun rajoittamisen. Kannattamattomia, heikosti suunniteltuja tai ylisuuria investointeja pankki voi hallita capex-kovenanteilla. Kyseisillä kovenanteilla voidaan rajoittaa investointeja euromääräisesti ja ajallisesti tai tehdä niistä luvanvaraisia, jolloin niiden toteuttamisesta sovitaan yhdessä pankin kanssa. Varojenjako rajoittavien kovenanttien käyttö on niin ikään pankin intressissä velanhoitokyvyn turvaamiseksi. Osakeyhtiölain sisältämän voitonjaon sääntelyn lisäksi pankki voi estää yhtiön maksukyvyn kannalta liiallisen varojenjaon kontrolloimalla osingonjaon kokonaismäärää.<sup>127</sup> Velallisyhtiön intresseissä puolestaan on osakeyhtiölain 1 luvun 5 §:n mukaisesti voiton tuottaminen osakkeenomistajille, jolloin pankin asettamat rajoitukset yhtiön osingonjaolle saattavat aiheuttaa osapuolten välisiä intressiristiriitoja.

Yhtiön varallisuusasemaa pankki voi pyrkiä puolestaan kontrolloimaan kovenanteilla, jotka rajoittavat varallisuuserien siirtoa. Siten pankki pyrkii varmistamaan yhtiön vakavaisuuden olosuhteiden muutosten varalta. Rajoitus toimii ikään kuin vakuutena, jonka avulla pankki varmistaa luoton takaisinmaksun mahdollisen maksukyvyttömyyden sattuessa. Varallisuuserien luovutusrajoitukset voidaan laatia euromääräiseksi tai muuten yksilöidä, mitä omaisuuseriä rajoitus koskee. Erilaisten siirtorajoitusehtojen avulla pankki pyrkii varmistamaan, ettei velallisyhtiö siirrä yhtiöstä varoja keinotekoisesti ilman liiketaloudellisia perusteita ja vaarana siten velan takaisinmaksukykyä.<sup>128</sup>

---

<sup>126</sup> Välimäki, 2014, s. 285–287

<sup>127</sup> Välimäki, 2014, s. 320–322

<sup>128</sup> Välimäki, 2014, s. 291–294

Olosuhdemuutosten aiheuttamiin velallisyhtiön toiminnan jatkuvuuteen liittyviin riskeihin osapuolet voivat varautua erilaisin vakuutuksin. Vakuutusturvan avulla pyritään hallitsemaan erilaisia staattisia riskejä, kuten omaisuuteen, toiminnan jatkuvuuteen sekä taloudellisiin vastuisiin ja vahinkoihin liittyviä riskejä. Riittävät vakuutukset turvaavat yritystoiminnan jatkuvuuden erilaisten riskien realisoituessa, joten se on olennainen osa yhtiön riskienhallintaa. Avainhenkilöiden menettämiseen ja muihin henkilöstöön liittyviin riskeihin yrityskauppatilanteissa voidaan myös varautua toimintakovenanteilla. Mikäli tietyllä avainhenkilöllä on suuri merkitys yhtiön toiminnan jatkuvuuteen ja tuloksellisuuteen, on perusteltua lisätä rahoitussopimukseen siihen liittyvä kovenantti. Kovenantilla voidaan esimerkiksi edellyttää kattavan vakuutusturvan hankkimista avainhenkilölle, jonka pääasiallisena edunsaajana on velallisyhtiö. Samalla rahoitussopimuksessa on tarkoituksenmukaista kohdentaa mahdollinen vakuutuskorvaus luoton takaisinmaksuun, jotta avainhenkilöön liittyvää luottoriskiä saadaan madallettua.<sup>129</sup> Avainhenkilöillä voi olla merkittävä rooli yrityskaupprosessin onnistuneen toteuttamisen kannalta, jonka vuoksi heidän sitouttamiseensa tähtäävät keinot ovat myös velallisyhtiön intressien mukaisia<sup>130</sup>.

Yrityskaupan ostajalla puolestaan saattaa olla erilaiset intressit yrityskaupan myötä syntyvän yhtiön identiteetin ja rahankäytön suhteen. Omistajien toiveet tulevaisuuden varojen jaosta tai suunnitelmat mahdollisista irtautumisista saattavat olla ristiriidassa pankin rahoitukselle asettamien ehtojen kanssa<sup>131</sup>. Yrityskaupan toteutuksella sekä kohdeyhtiön haltuunotolla ja integraatiolla voi olla myös merkittäviä vaikutuksia velallisen identiteetin pysyvyyteen. Haltuunoton ja integraation epäonnistuessa yhtiön voi olla muun muassa hankala pitää kiinni pankin edellyttämästä omistuksen pysyvyydestä huolehtimalla avainhenkilöiden pysymisestä yhtiön palveluksessa. Erilaiset intressiristiriidat sopimusosapuolten välillä vaativatkin neuvotteluita, jotta osapuolet voivat saavuttaa

---

<sup>129</sup> Välimäki, 2014, s. 299–304

<sup>130</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 60

<sup>131</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 46–47

tavoitteensa ja onnistuvat löytämään kannattavimman vaihtoehdon yrityskaupan rahoittamiseksi<sup>132</sup>.

Markkinoilla tapahtuviin korkomuutoksiin osapuolet voivat varautua korkoriskikovenantin avulla. Rahoitussopimuksen korkoriskin hallitsemiseen voidaan hyödyntää erilaisia johdannaisia, jonka tarkoituksena on, ettei korkotason mahdollinen nopea nousu aiheuta ongelmia yhtiön luotonhoitokyvyille. Korkoriskikovenantti muuttuu korkotilanteen, lainamäärän sekä muiden olosuhteiden mukaan, joten se ilmentää dynaamista sopimusehtoa. Yhtiön luotonhoitokyvyn hallinnan lisäksi pankin motiivina kyseisen kovenantin käyttämiselle on omien tuottojensa kasvattaminen.<sup>133</sup> Velallisen kannalta korkotason nousu aiheuttaa merkittävän riskin markkinakorkojen heijastuessa luotosta perittävään korkoon<sup>134</sup>, jonka vuoksi korkoriskiin varautuminen on myös velallisen riskienhallinnan intressien mukaista.

Edellä mainitun pari passu -ehdon lisäksi pankki voi pyrkiä turvaamaan omaa asemaansa muihin mahdollisiin rahoittajiin nähden luoton ristiineräännyttämisen eli cross default -kovenantilla. Se vahvistaa rahoittajan neuvotteluasemaa sekä turvaa velkojan asemaa muiden luottojen irtisanomisten varalta. Ehdon myötä rahoittaja ei voi irtisanoa rahoitusta ilman, että muilla rahoittajilla olisi sama oikeus. Muuten yhden rahoittajan vetäytyessä, voisi se saada etulyöntiaseman muihin velkojiin nähden. Ristiineräännyttämiskovenantilla on huomattava merkitys yrityksille, joilla on useita rahoittajia, sillä se voi pahimmillaan johtaa yrityksen konkurssiin, mikäli luotot eräännytetään. Pankki voi myös pyrkiä turvaamaan oman velkansa takaisinmaksun etuoikeusjärjestyskovenantilla, jolla voidaan määrätä yritys käyttämään varojaan ensisijaisesti pankin luoton lyhentämiseen.<sup>135</sup>

---

<sup>132</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 47

<sup>133</sup> Välimäki, 2014, s. 310–312

<sup>134</sup> Wuolijoki, 2022, s. 290

<sup>135</sup> Välimäki, 2014, s. 315–319

Edellä esitetyn perusteella voidaan todeta toimintakovenanttien toimivan erinomaisena keinona ennakoida muuttuvia olosuhteita yrityskauppoihin liittyvissä rahoitussopimuksissa etenkin pankin näkökulmasta. Toimintakovenanttien avulla pankki pystyy rakentamaan erilaisia ohjausmekanismeja hallitakseen velallisyhtiön liittyviä luotto- ja tuotto-riskkejä. Riskien hallitsemiseksi se pyrkii saamaan kontrollia ja päätösvaltaa muun muassa velallisyhtiön identiteettiin ja rahavirtoihin liittyen sekä turvaamaan oman asemansa suhteessa muihin rahoittajiin. Lisäksi toimintakovenanttien avulla pyritään varmistamaan velallisen tulevaisuuden maksukyky, joka hyödyttää luonnollisesti kumpaakin osapuolta.<sup>136</sup>

Samalla toimintakovenanttien voidaan todeta aiheuttavan useita intressiristiriitoja sopimuskumppaneiden välille. Velallisyhtiön päätöksentekoon liittyvän kontrollin osittaista luovuttamista yhtiön johdon ulkopuolelle ei voida pitää sen riskienhallinnallisten intressien mukaisena. Kontrollin siirtymisen myötä rahoittajan vaatimukset esimerkiksi yhtiön identiteettiin, varojenjakoön tai rahavirtoihin liittyen voivat aiheuttaa intressiristiriitoja sopimuskumppaneiden välille. Kuitenkin intressiristiriitojen osalta huomionarvoista on toimintakovenanttien tarjoamat lukuisat erilaiset mahdollisuudet, joten yhteisen päämäärän toteutumista tukeakseen osapuolilta vaaditaan juridista sekä sopimusteknistä osaamista oikeanlaisten ja oikeasuhtaisten toimintakovenanttien määrittelemiseksi<sup>137</sup>.

### **4.2.3 Finanssikovenantit**

Finanssikovenantit toimivat velallisyhtiön taloudellisen aseman, suorituskyvyn ja sen muutosten mittareina. Ne määrittävät rahoituksen saannin liiketaloudelliset rajat ja niiden tavoitteena on varmistaa velallisen maksukyvyn säilyminen. Samalla finanssikovenantit mahdollistavat pankille nopean tiedonsaannin velallisyhtiön taloudellisen aseman muutoksista. Finanssikovenantit luovat siten pankille kovenanttirahoittamisen

---

<sup>136</sup> Välimäki, 2014, s. 328

<sup>137</sup> Välimäki, 2014, s. 328

kannalta olennaisen reagoitakyvyn. Velallisen näkökulmasta finanssikovenanttien avulla voidaan muun muassa turvata yhtiön rahoitusasema sekä estää ylivelkaantuminen.<sup>138</sup> Siten finanssikovenanttien hyödyntäminen rahoitussopimuksissa on molemmille sopimusosapuolille otollinen keino varautua muuttuvien olosuhteiden vaikutuksiin.

Finanssikovenantteja voidaan luokitella monin eri tavoin. Perinteisesti ne pohjautuvat tilinpäätösperiaatteisiin, jolloin ne jaetaan tuloslaskelma- ja tasekovenantteihin. Finanssikovenantteja kutsutaan myös yleisesti tunnuslukukovenantteiksi, joka perustuu tilinpäätöksestä johdettujen tunnuslukujen hyödyntämiseen kovenanttien raja-arvoina. Finanssikovenanttien merkitystä korostaa niiden yhteys muihin mahdollisiin kovenantteihin, sillä esimerkiksi erilaiset hinnoittelukovenantit pohjautuvat finanssikovenanttien lukuarvoille. Yleisesti myös rahoitussopimusten kovenanttien rikkoutuessa on kyse juuri finanssikovenanttien rikkoutumisesta.<sup>139</sup>

Finanssikovenanttien määrittelemiseksi hyödynnetään laajoja yritysanalyyssejä, jotka pohjautuvat muun muassa yhtiön tilinpäätös- ja tunnuslukutietoihin<sup>140</sup>. Yritysanalyysien tekemistä tukee lisäksi Finanssivalvonnan määräykset, jotka edellyttävät pankilta luottoanalyysin tekemistä. Luottoanalyysissa on arvioitava muun muassa velallisen takaisinmaksukykyä peilaten takaisinmaksuhistoriaan sekä tulevaisuuden ennusteisiin, mahdollisten taloudellisten olosuhteiden muutosten vaikutuksia, velallisen kilpailukykyä toimialalla sekä velallisyhtiön johdon kyvykkyyksiä ja omistusrakennetta.<sup>141</sup> Erilaisten analyysien pohjalta pankki pyrkii määrittelemään relevantit tunnusluvut finanssikovenantteiksi, jotka turvaisivat pankin reagoitakykyä edesauttavan tehokkaan ja systemaattisen raportoinnin sekä ohjaisivat velallisyhtiötä taloudellisen suorituskyvyn seurannassa. Onnistunut finanssikovenanttien käyttö edellyttää myös velallisyhtiöltä toimivia taloushallinnon ja kirjanpidon järjestelmiä.<sup>142</sup>

---

<sup>138</sup> Välimäki, 2014, s. 331

<sup>139</sup> Välimäki, 2014, s. 331–335

<sup>140</sup> Välimäki, 2014, s. 337

<sup>141</sup> Finanssivalvonta, 2018, s. 12–13

<sup>142</sup> Välimäki, 2014, s. 339

Erilaisia finanssikovenanttien mahdollisuuksia on lähes rajattomasti, joten yksilöllistä rahoitussopimusta ja velallisyhtiön liiketoimintaa tukevien kovenanttien löytäminen on ensiarvoisen tärkeää. Toinen tärkeä seikka on finanssikovenanttien asettaminen realistiselle ja tarkoituksenmukaiselle tasolle, jotta sopimuksen kohtuullisuus säilyy.<sup>143</sup> Jotta finanssikovenantit tukevat osapuolten varautumista muuttuviin olosuhteisiin, niitä ei saa asettaa liian joustamattomiksi. Olosuhdemuutokset huomioivat finanssikovenantit ja niiden raja-arvot tuleekin laatia tarpeeksi väljästi, jotta tunnusluvuilla on liikkumavaraa liiketoimintaan kohdistuvien muutosten varalta. Olosuhdemuutokset saattavat horjuttaa velallisyhtiön maksuvalmiutta, kannattavuutta ja vakavaraisuutta, joiden voidaan sanoa muodostavan yhtiön taloudelliset toimintaedellytykset<sup>144</sup>. Muuttuneiden olosuhteiden ennakoimiseksi tulee rahoitussopimukseen sisällyttää siten näitä seikkoja ohjailevia finanssikovenantteja.

Maksuvalmius eli likviditeetti kuvaa yrityksen kykyä selviytyä juoksevista lyhyen aikavälin maksuista. Maksuvalmiuteen voi vaikuttaa myös yllättävät maksut, joita voi seurata erilaisten olosuhdemuutosten myötä. Sen vuoksi maksuvalmiuden tunnusluvut ovat huomionarvoisia pankin näkökulmasta erityisesti yrityskaupan aiheuttaman murrosvaiheen vuoksi, jolloin rahoitussopimus on entistä alttiimpi muuttuville olosuhteille. Maksuvalmius muodostuu siten relevantiksi kontrollin kohteeksi. Maksuvalmiutta voidaan mitata esimerkiksi erilaisten staattisten mittareiden, kassavirtaan pohjautuvien tunnuslukujen sekä tulorahoituksen riittävyttä kuvaavien tehokkuuslukujen avulla.<sup>145</sup>

Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta tehokkain finanssikovenantti pohjautuu dynaamiseen rahavirtalaskelmaan. Rahavirtalaskelma kuvaa yhtiön liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirtoja eli se kuvastaa mistä yhtiöön tuleva rahavirta on muodostunut ja mihin se on käytetty. Rahoituslaskelma auttaa siten ennakoimaan yhtiön

---

<sup>143</sup> Välimäki, 2014, s. 339

<sup>144</sup> Välimäki, 2014, s. 349

<sup>145</sup> Välimäki, 2014, s. 352–353

taloudellisen tilanteen kehitystä sekä erityisesti vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden muutoksia. Vakuudettoman luoton riskienhallinnassa kassavirran riittävyys varmistaminen on olennaista. Tutkimusten perusteella kassavirtapohjaisia kovenantteja hyödynnetään kuitenkin melko vähän, sillä ne koetaan monimutkaisiksi. Lisäksi pk-yrityksissä rahoituslaskelma laaditaan usein vain tilinpäätöksen yhteydessä, jolloin se ei tuo lisäarvoa pankin kovenanttiohjauksen reagoitokykyyn.<sup>146</sup> Tätä kehittämällä osapuolten olisi mahdollista parantaa reaaliaikaista reagoimiskykyään mahdollisten muutosten sattuessa, jotta velallisyhtiön maksu- ja velanhoitokyky saadaan turvattu.

Kuten aiemmin tutkimuksessa todettu, aiheuttavat olosuhdemuutokset usein erilaisia kustannuksia, jonka myötä yhtiön käyttöpääoman tarve kasvaa. Siten on perusteltua lisätä rahoitussopimukseen tunnuslukukovenantiksi nettokäyttöpääomaprosentti, joka kuvaa nettokäyttöpääoman suhdetta liikevaihtoon eli kuvastaa yhtiön likviditeetin kehitystä liikevaihtoon nähden. Toinen olosuhdemuutosten aiheuttamien kustannusten varautumiskeino on lisälyhennyskovenantit eli cash sweep -kovenantti. Sen tarkoituksena on ohjata mahdollinen yhtiön liiketoiminnan kannalta ylimääräinen kassavirta lainan pääoman lyhentämiseen.<sup>147</sup> Kyseisellä kovenantilla pankki voi siten ennakolta varautua muuttuvien olosuhteiden aiheuttamiin kustannuksiin ja sen vaikutuksiin yhtiön velanhoitokykyyn turvaamalla velan lyhentämisen taloudellisesti vakaina aikoina vaarantamatta kuitenkaan yhtiön operatiivista likviditeettiä.

Muuttuvilla olosuhteilla voi olla suuri merkitys yhtiön kannattavuuteen eli sen kykyyn tuottaa liiketoiminnallaan tuottoja enemmän kuin siitä on aiheutunut menoja. Kannattavuuteen vaikuttavat monet toimintaympäristön muutokset, kuten suhdannevaihtelut, joten kannattavuudella mitataan yleensä yhtiön pitkän aikavälin tulontuottamiskykyä, mikä on olennaista myös pitkäaikaisen rahoitussopimuksen kannalta. Kannattavuuselementin sisältävistä finanssikovenanteista yleisin on korollisten velkojen suhde käyttökatteeseen. Kyseinen tunnusluku kertoo, kuinka monta vastaavan tulostason tilikautta yhtiö

---

<sup>146</sup> Välimäki, 2014, s. 356–358, 364–369

<sup>147</sup> Välimäki, 2014, s. 369–370, 374–375

tarvitsee maksaakseen sen korolliset velat.<sup>148</sup> Se indikoi siten hyvin velallisen velanhoitokykyä.

Yhtiön velanhoitokyvyn kannalta olennaista on myös sen liiketoiminnallaan aikaansaaman tuloksen riittävyys velkojen hoitamiseen nähden. Rahoitustulosta, joka saadaan lisäämällä nettotulokseen poistot ja arvonalentumiset, voidaan hyödyntää finanssikovenanttina tai erilaisten tunnuslukuvariaatioiden pohjana. Yhtiön tuloksen riittävyttä vieraan pääoman velvoitteiden tai korkojen ja muiden kulujen hoitamiseen voidaan seurata lainojen tai rahoituskulujen hoitokatteiden avulla. Tällaisten lainanhoitokovenanttien taustalla voi olla siten monia erilaisia tunnuslukuja, joten sopimusosapuolten tulee arvioida heidän sopimussuhteensa kannalta relevantit mittarit, jotka kuvaavat liiketoiminnan tulosta suhteessa lainanhoitokuluihin. Lisäksi käyttökate on selkeä, yksinkertainen ja hyvin kannattavuutta sekä maksukykyä kuvaava finanssikovenantti. Käyttökateelle voidaan rahoitussopimuksessa asettaa tietty vaadittu taso, jota velallisyhtiön tulee pyrkiä ylläpitämään.<sup>149</sup>

Pitkäaikaisen rahoitussopimuksen kannalta vakavaraisuus on olennainen ja kriittinen osa riskienhallintaa, jonka vuoksi sitä kontrolloiva finanssikovenantti on poikkeuksetta osana rahoitussopimusta. Vakavaraisuutta voidaan mitata muun muassa omavaraisuusasteella, nettovelkaantumisasteella sekä suhteellisella velkaantumisasteella. Omavaraisuusaste kuvaa yhtiön kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä, sillä se mittaa yhtiön vakavaraisuutta ja tappionsietokykyä. Omavaraisuusaste kuvaa omalla pääomalla rahoitettujen taseen varojen määrää. Omavaraisuusasteen sopivan tason määrittelemiseksi tarvitaan riittävästi historiatietoa taseesta sekä kattavasti perustellut omaisuuserien arvostukset ja ennusteet tulevaisuuden kehityksestä. Pelkän omavaraisuusasteen tason arvioinnin lisäksi huomiota tulisi kiinnittää tunnusluvun muutoksen suuntaan, nopeuteen ja taustalla oleviin syihin. Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta omavaraisuusastekovenanttiin on syytä asettaa jokin minimitaso tai määritellä omavaraisuusasteen

---

<sup>148</sup> Välimäki, 2014, s. 378–379, 381

<sup>149</sup> Välimäki, 2014, s. 387–389

tavoitetasoportain, jotta velallisyhtiön vakavaraisuutta voidaan seurata olosuhteiden muuttuessa ja reagoida tarvittaessa.<sup>150</sup>

Finanssikovenanttien avulla pyritään turvaamaan velallisyhtiön keskeiset toimintaedellytykset varmistamalla yhtiön maksuvalmiuden, kannattavuuden sekä vakavaraisuuden säilyminen. Kyseisten seikkojen huomioiminen on ensiarvoisen tärkeää kaikkia liiketoimintapäätöksiä tehdessä, sillä niillä on osuutensa hyväksyttävän riskinoton rajan määrittelyssä.<sup>151</sup> Maksuvalmiudella, kannattavuudella sekä vakavaraisuudella on siten keskeinen asema velallisen velanhoitokyvyn sekä taloudellisten toimintaedellytysten kannalta, joten voidaan todeta finanssikovenantteihin liittyvien riskienhallinnallisten tavoitteiden olevan yhteneväiset sopimuskumppaneiden kesken. Erilaisia intressiristiriitoja osapuolten välille voi kuitenkin syntyä tunnuslukujen tarkoituksenmukaisten raja-arvojen asettamiseen liittyen.

#### **4.2.4 Insenttiikovenantit**

Pankkien tavoitteena muiden yritysten tapaan on voiton tuottaminen. Sen vuoksi myös pankki arvioi rahoitussopimuksen liiketaloudellista perustetta neuvotellessaan sopimusehdoista. Vaikka kovenanttien ensisijaisena tehtävänä on pankin luottoriskin hallinta, toimivat insenttiikovenantit myös tuottoriskin hallinnassa markkinoilla tapahtuvien olosuhdemuutosten varalta. Insenttiikovenantteihin kuuluvilla hinnoittelukovenantteilla pankki pyrkii synnyttämään dynaamisia ja sopimusperusteisia hinnoittelumekanismeja, joiden myötä velan hintaa voidaan tarpeen mukaan muuttaa vastaamaan markkinatilannetta. Käytännössä hinnoittelukovenantit ovat yksilöllisten rahoitussopimusten osana olevia hinnoittelutaulukoita tai -mekanismeja, jotka määrittävät raja-arvot hinnoittelun muutoksille.<sup>152</sup>

---

<sup>150</sup> Välimäki, 2014, s. 392–394

<sup>151</sup> Salo, 2015, s. 102

<sup>152</sup> Välimäki, 2014, s. 409–412

Hinnoittelukovenantit toimivat siten vakioehtoiseen rahoitussopimukseen tyypillisesti sisällytettävän vaihtuvan koron mukaisesti. Vaihtuva korko on sidottu tiettyyn muuttu- jaan, jolloin se seuraa tiettyä markkinoilla noteerattua korkoa, kuten euribor-korkoa. Korosta sopimisella voidaan siten ennakoida hinnoittelukovenanttien tapaan muuttuvia olosuhteita jakamalla niistä aiheutuva riski sopimusosapuolten kesken. Yrityskaupan jälkeiset mahdolliset velallisen taloudellisen aseman muutokset, yleiset markkinamuutokset tai pankin varainhankinnan kustannuksen muutokset saattavat vaikuttaa sopimusosapuolten toiveeseen rahoitussopimuksen hinnan tasosta.<sup>153</sup>

Muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kannalta hinnoittelukovenantin liittäminen osaksi rahoitussopimusta on pankin liiketoiminnan kannalta järkevää. Pankin on mahdollista vaikuttaa rahoituksen hintaan myös ilman hintakovenanttia, mutta se edellyttäisi jonkin toisen kovenantin rikkoutumisen ja sitä seuraavat uudet sopimusneuvottelut. Hinnoittelukovenantin myötä osapuolet säästävät aikaa ja rahaa, kun olosuhteiden muututtua sopimuksessa on valmiiksi määritelty ehdot, joiden mukaan toimitaan. Hinnoittelukovenantin määrittelyssä olennaista on oikean riskituotto-suhteen löytäminen sekä vaka- varaisuusvaatimuksen mukainen kustannusvastaavuus.<sup>154</sup>

Luottoriskin koostuessa useasta eri elementistä, ei riskin arvioimiseen ole yhtä absoluuttista määrettä tai tunnuslukua. Yleisesti kuitenkin hinnoittelukovenanttien tasot perustuvat tilinpäätöksen tunnuslukuihin ja asiakasluokitukseen, jota pankit tekevät omien prosessiensa mukaisesti. Suomessa keskisuurten yritysten hintakovenantin pohjana on yleisesti käytetty tunnuslukuna korollisten nettovelkojen suhdetta käyttökatteeseen. Sen avulla voidaan hyvin seurata velallisyhtiön suorituskyvyn ja pankkivastuiden hoitokyvyssä tapahtuvia muutoksia. Tunnusluvun heiketessä pankin luottotappioriski ja luotosta koitua kustannus pankille kasvavat sekä samalla yrityksen asiakasluokitus heikkenee ja luoton hinta kasvaa. Hinnoittelukovenantin käyttö saattaa lisätä tilinpäätöstietoihin liittyviä väärinkäytöksiä, sillä rahoituksen hinta pohjautuu yhtiön taloudelliseen

---

<sup>153</sup> Wuolijoki & Hemmo, 2013, s. 205

<sup>154</sup> Välimäki, 2014, s. 412–415

asemaan.<sup>155</sup> Yhtiön taloudellisen tiedon luotettavuuden varmistamiseksi ja mahdollisten väärinkäytösten havaitsemiseksi velallisyhtiön sisäisen valvonnan ja tilintarkastajan roolit korostuvat rahoittajan riskienhallinnan kannalta<sup>156</sup>.

Pankin luottoriskien hallinnan lisäksi hinnoittelukovenantin käyttö toimii myös velallisyhtiön kannalta hyvänä keinona varautua muuttuviin olosuhteisiin, mikäli rahoitussopimukseen sisällytetään kaksisuuntainen hintakovenantti. Se sisältää sekä positiivisen että negatiivisen ehdon. Rahoituksen hinnan nousun lisäksi positiivinen ehto toimii kannustimena saavuttaa hyviä taloudellisia tuloksia, sillä yhtiön toiminnan suotuisan kehityksen myötä luoton hinta laskee. Parhaimmillaan molemmat sopimusosapuolet hyötyvät kyseisestä kaksisuuntaisesta hintakovenantista, mikä on osoitus kumppanuuden merkityksen tärkeydestä rahoitussopimuksissa.<sup>157</sup>

Edellä tutkimuksessa kuvattuihin ylivoimaisiin esteisiin saattaa olla haastavaa varautua rahoitussopimuksissa niiden ennalta-arvaamattomuuden vuoksi. Kuitenkin erilaisten ylivoimaisten esteiden realisoitumisesta aiheutuviin kustannuksiin on mahdollista varautua hinnoitteluun liittyvin ehdoin. Pankin on perusteltua lisätä rahoitussopimukseen sopimusehto, jonka mukaan se on oikeutettu korottamaan velan hintaa sellaisten muuttuneiden olosuhteiden sattuessa, joita pankin ei voida kohtuudella olettaa pystyvän ennakoita rahoitussopimusta tehdessä. Tällaisina olosuhdemuutoksina voidaan pitää esimerkiksi globaalia pankkikriisiä tai lakien ja viranomaismääräysten muutoksia, joiden seurauksia ei pidetä pankin liiketoimintaan normaalisti kuuluvina olosuhdemuutosriskeinä.<sup>158</sup>

---

<sup>155</sup> Välimäki, 2014, s. 416–417

<sup>156</sup> Sihvonen & Uusi-Hautamaa, 2019, s. 44–45, 65

<sup>157</sup> Välimäki, 2014, s. 418–419

<sup>158</sup> Välimäki, 2014, s. 422–423

#### 4.2.5 Kovenanttien rikkoutuminen

Kovenanttiohjauksen tehostamiseksi on syytä sopia seuraamukset kovenanttien rikkoutumisen varalle. Erilaiset olosuhdemuutokset, kuten suhdannevaihtelut, kilpailun kiristyminen tai liikkeenjohdolliset virhearviointit voivat aiheuttaa kovenanttien rikkoutumisen. Kovenantti rikkoutuu, mikäli velallisyhtiö ei pysty noudattamaan kovenanttia joko yhtiön omasta toiminnasta tai ulkopuolisista olosuhteista johtuen.<sup>159</sup> Tehokkaan kovenanttiohjauksen varmistamiseksi pankin tulee aina reagoida kovenanttien rikkoutumiseen. Reagoinnilla voidaan osoittaa sopimussuhteen yhteiset pelisäännöt sekä ylläpitää kovenanttien painoarvoa sopimussuhteessa.<sup>160</sup> Sopimusoikeuden seuraamusjärjestelmän sääntelyn ollessa tahdonvaltaista<sup>161</sup>, tarjoaa se kovenanttien rikkoutumiseen useita erilaisia reagoimiskeinoja. Sopivaan reagointikeinoon vaikuttavat tilannekohtaiset seikat, kuten syyt kovenantin rikkoutumisen taustalla<sup>162</sup>.

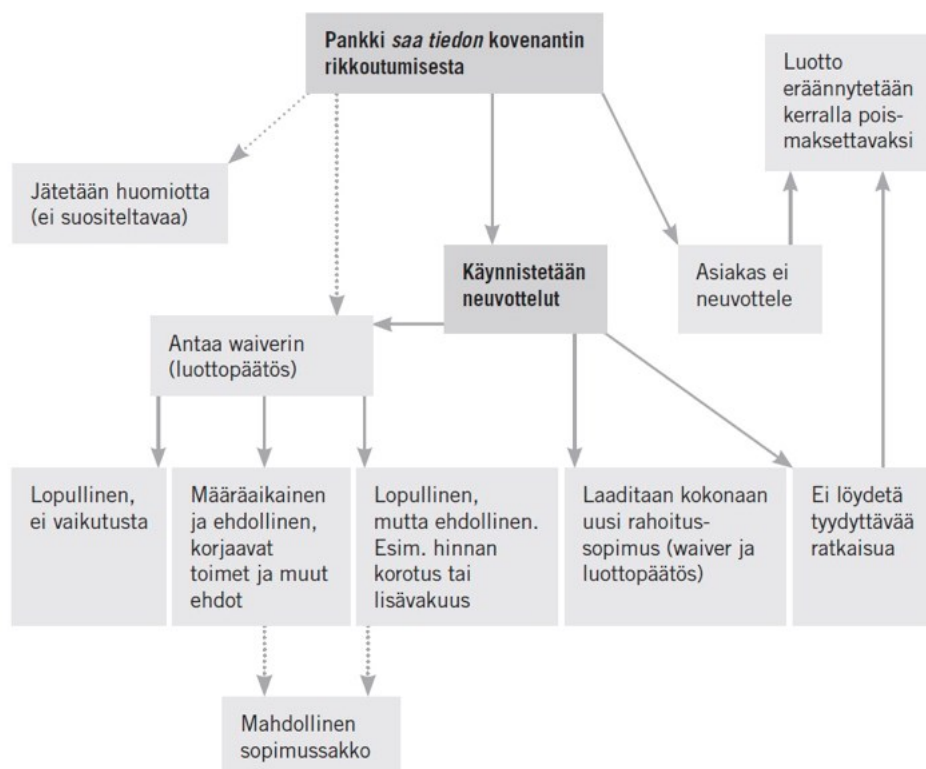
---

<sup>159</sup> Välimäki, 2014, s. 437–438

<sup>160</sup> Välimäki, 2014, s. 441–442

<sup>161</sup> Hemmo, 2008, s. 503

<sup>162</sup> Välimäki, 2014, s. 440–442



**Kuvio 1.** Kovenanttien rikkoutumisen reagoitikeinot<sup>163</sup>.

Yllä olevassa kuviossa Välimäki on esitellyt pankin reagoitikeinot kovenanttien rikkoutumisen yhteydessä. Kovenanttirahoittamisessa velallisyhtiöllä on velvollisuus kertoa välittömästi kovenantin rikkoutumisesta pankille. Ideaalitalanteessa informointia seuraa osapuolten väliset neuvottelut, joissa selvitetään kovenanttien rikkoutumisen syyt ja vaikutukset velallisyhtiön liiketoimintaan sekä tilanteen korjaamiseksi vaadittavat toimenpiteet. Selvitysten pohjalta pankki arvioi tilanteen ja päättää miten reagoi rikkoutumiseen. Pankki voi joko hyväksyä kovenantin rikkoutumisen eli antaa waiverin tai viime kädessä eräännyttää luoton.<sup>164</sup>

Kovenanttien rikkoutumisen sekä velallisyhtiön tulevat korjaustoimenpiteet hyväksyessä pankin tulee arvioida minkälaisen waiverin se antaa. Kovenantin rikkoutuminen ei välttämättä johda waiverin lisäksi muihin toimenpiteisiin, jolloin pankki vain hyväksyy

<sup>163</sup> Välimäki, 2014, s. 442

<sup>164</sup> Välimäki, 2014, s. 443

rikkoutumisen ja rahoitussopimus säilyy ennallaan. Jälkikäteishyväksymisen pankki voi antaa, jos rikkomisselvitys on asianmukainen sekä rikkomuksen aiheuttanut syy on perusteltu, kuten jokin ohimenevä ilmiö. Waiverin aiheuttaessa kuitenkin pankille työku-  
tannuksia, on se tyypillisesti velallisyhtiölle maksullinen. Jälkikäteis-waiver voi olla myös  
ehdollinen tai määräaikainen. Ehdollisuuden myötä pankki voi asettaa velallisyhtiölle eri-  
laisia liiketaloudellisia seuraamuksia, kuten korottaa luoton marginaalia tai asettaa lisä-  
vakuusvaatimuksia. Määräaikaisuus puolestaan viittaa pankin velalliselle asettamaan  
määräaikaan, jonka puitteissa korjaavat toimenpiteet on suoritettava, jotta sopimus voi  
jatkaa ennallaan.<sup>165</sup>

Onnistuneet informaatiokovenantit voivat mahdollistaa myös etukäteis-waiverin anta-  
misen. Mikäli yhtiö havaitsee kovenantin rikkoutumisriskin, tulisi sen olla pankkiin yhtey-  
dessä ennen riskin realisoitumista, jolloin pankki voi myöntää etukäteis-waiverin. Se lisää  
pankin luottamusta velallisyhtiöön ja edesauttaa kumppanuuden syntymistä.<sup>166</sup>

Viime kädessä pankilla on myös mahdollisuus eräännyttää luotto kerralla maksettavaksi,  
mikäli kovenantin rikkoutuminen aiheuttaa pankin riskiaseman merkittävän heikentymi-  
sen, eikä velallisyhtiö sitoudu vaadittuihin korjaaviin toimenpiteisiin. Luoton eräännyttä-  
misen seuraukset voivat olla velallisen toimintaedellytysten kannalta kriittisiä, joten ylei-  
sesti pankin edellytetään pyrkivän sopimusneuvotteluin aikaansaamaan sopimussuh-  
teen jatkuvuuden kannalta molempia osapuolia tyydyttävä ratkaisu. Luoton eräännyttä-  
mistä voidaan hyödyntää kuitenkin äärimmäisenä ja viimeisenä vaihtoehtona.<sup>167</sup>

Kovenanttiohjausta voidaan tehostaa lisäksi sopimussakon avulla, joka lisää velallisyh-  
tiön velvoitteiden noudattamisen painoarvoa. Sopimussakko toimii hyvänä lisäsanktiona,  
mikäli velallisyhtiön tahallisesta tai tuottamuksellisesta toiminnasta johtuen kovenantti  
rikkoutuu.<sup>168</sup> Luoton eräännyttämistä pankit hyödyntävät todellisuudessa hyvin harvoin,

---

<sup>165</sup> Välimäki, 2014, s. 445–447

<sup>166</sup> Välimäki, 2014, s. 448

<sup>167</sup> Välimäki, 2014, s. 449–450

<sup>168</sup> Välimäki, 2014, s. 453

jonka vuoksi sen aiheuttaman uhkakuvan merkitys velallisyhtiön näkökulmasta voi olla heikentynyt<sup>169</sup>. Sopimussakko on puolestaan keinona maltillisempi, mutta sen aiheuttama uhka voi edesauttaa velallisyhtiötä sopimuksen mukaiseen toimintaan. Pankin kannalta sopimussakko tuo myös turvaa tilanteisiin, joissa vahingon toteen näyttäminen on hankalaa, sillä sopimussakko ei ole sidonnainen aiheutuneeseen vahinkoon. Tämä lisää sopimussakon tehoa osana rahoitussopimusta.<sup>170</sup> Pankin kannalta sopimussakko toimii siten ennakoivana riskienhallinnan keinona<sup>171</sup>.

Sopimusten sanktioista sopimisen voidaan todeta olevan yksi tärkeimmistä sopimusvalmistelun neuvotteluaiheista. Erilaisten sanktioiden avulla yksilöllisen rahoitussopimuksen kovenanttiohjausta voidaan tehostaa sekä hallita muuttuvien olosuhteiden aiheuttamia riskejä sopimussuhteen aikana. Yrityskauppatilanteet ovat alttiita muuttuville olosuhteille, joten kovenanttien rikkoutuminen niitä koskevissa rahoitussopimuksissa on yleistä. Erilaiset olosuhteet ja rikkoutumisen syyt huomioivat reagoitikeinot ovat tärkeitä ja välttämättömiä. Pankilla on käytettävissään useita erilaisia seuraamuksia aina informointivaatimuksista luoton eräännyttämiseen. Tyypillisesti seuraamukset koostuvat erilaisista liiketaloudellisista seuraamuksista, joita voidaan täydentää ennaltaehkäisevällä ja riskiä hallitsevalla sopimussakolla tai luoton eräännyttämisellä. Kumppanuuden rakentamisen kannalta sopimusseuraamuksista korostuvat kuitenkin lievemmat etukäteisinformoinnin vaatimukset.<sup>172</sup>

---

<sup>169</sup> Välimäki, 2014, s. 472

<sup>170</sup> Hemmo, 2008, s. 504

<sup>171</sup> Välimäki, 2014, s. 453

<sup>172</sup> Välimäki, 2014, s. 471–473

## 5 Muita yrityskauppojen rahoitussopimusten riskienhallinta-keinoja muuttuvien olosuhteiden varalle

### 5.1 Due diligence ja objektiivinen neuvonantaja

Onnistuneen kovenanttirahoittamisen varmistamiseksi sopimusosapuolten tulee tuntee yrityskaupassa ostettava yhtiö ja sen liiketoiminta kokonaisvaltaisesti, jotta rahoitussopimukseen osataan sisällyttää sen tavoitteita tukevia kovenantteja. Onnistunut yrityskauppa niin ikään edellyttää ostettavan yhtiön syvällistä tuntemista, joten sekä yrityskaupan että sen rahoittamisen onnistumista tukeakseen osapuolet voivat hyödyntää due diligence -tarkastusta. Sillä tarkoitetaan suunnitellun yritysjärjestelyn kohteen tarkastusta. Due diligence -tarkastuksen tavoitteena on kartoittaa ennakolta yritysjärjestelyyn liittyviä riskejä, jotta niihin voidaan valmistautua ennen yrityskaupan toteutumista.<sup>173</sup> Tarkastuksessa esiin tulleita seikkoja voidaan siten hyödyntää yrityskaupan rahoituksesta neuvoteltaessa pankin omien asiakasanalyysien tukena sekä arvioitaessa mahdollisia sopimussuhteen aikana ilmeneviä olosuhdemuutoksia ja niiden ennakoimisen keinoja.

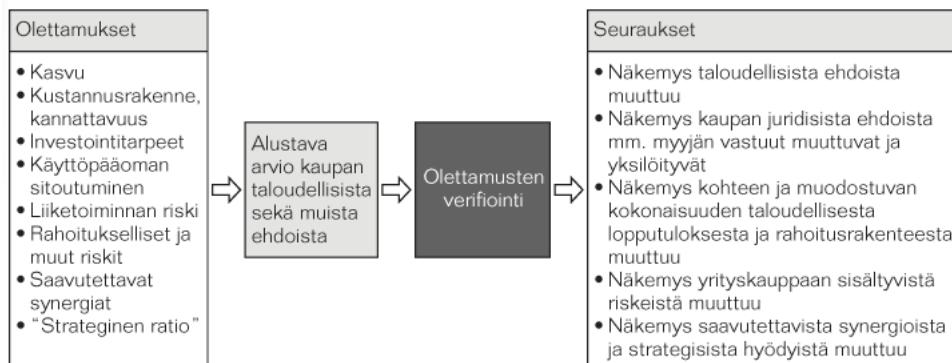
Due diligencen avulla sekä ostaja että rahoittaja saavat merkittävästi lisätietoa yrityskaupan kohteena olevasta yhtiöstä sekä kauppaan liittyvistä riskeistä. Tiedon perusteella osapuolet voivat tehdä omia johtopäätöksiään muun muassa yhtiön toimintaedellytyksistä yrityskaupan toteutumisen jälkeen, jotka voivat heijastua rahoituspäätökseen ja sen ehtoihin. Yleisesti due diligence -tarkastus toteutetaan yrityskauppaprosessin kanssa samanaikaisesti, jolloin se tuottaa informaatiota päätöksenteon tueksi. Rahoitussopimusneuvottelut voidaan myös keskeyttää, mikäli due diligencen myötä havaitaan, että yrityskaupan rahoittaminen ei ole kannattavaa.<sup>174</sup> Due diligencen rooli informaation välittäjänä ja sopimusneuvottelujen taktisena välineenä korostaa rahoitussopimuksen

---

<sup>173</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 50

<sup>174</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 51–52

osapuolten välistä kumppanuutta ja yhteistyötä, mikä lisää osapuolten mahdollisuuksia ennakoida muuttuvia olosuhteita.



**Kuvio 2.** Due diligence -tarkastuksen vaikutukset yrityskauppaan<sup>175</sup>.

Yllä oleva kuva kuvastaa due diligence -tarkastuksen vaikutuksia yrityskaupan toteuttamiseen, mutta sen ensisijaisen tarkoituksen lisäksi kuvaa voidaan soveltaa myös erinomaisesti kuvaamaan due diligencen vaikutuksia yrityskaupan rahoitussopimusten toteutukseen. Siten voidaan todeta, että yrityskauppojen rahoitussopimukseen liittyvien muuttuvien olosuhteiden onnistuneen ennakoinnin kannalta due diligence -tarkastuksen toteuttaminen on ensiarvoisen tärkeää.

Ennen due diligencen toteuttamista rahoitussopimuksen osapuolilla on tietynlaiset oletukset muun muassa kohdeyhtiön tulevaisuuden kasvuedellytyksistä, kannattavuudesta, liiketoimintaan liittyvistä riskeistä sekä näiden seikkojen heijastumisesta rahoitussopimukseen ja sen riskeihin. Nämä oletukset pohjautuvat yleisesti ostajayhtiön omiin laskelmiin ja arvioihin yrityskaupan toteuttamisesta sekä pankin omiin asiakasluokitukseen ja -analyysiin, joita se hyödyntää luottoriskin hallinnassa. Due diligence -tarkastuksen rooli on siten, joko verifioida kyseiset oletukset tai muokata niistä todennukaisemmat. Due diligence -tarkastuksen myötä osapuolet voivat siten saada uusia näkemyksiä rahoitettavasta kohteesta ja siihen liittyvistä riskeistä, jotka on syytä

<sup>175</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 53

huomioida rahoitussopimuksen ehdoissa. Näin due diligence -prosessin avulla voidaan varmistua, että rahoitussopimuksella on mahdollista ennakoida muuttuvat olosuhteet onnistuneesti.

Tyypillisesti due diligence -tarkastuksen suorittaa ulkopuolinen asiantuntija, jotta voidaan varmistua arvion objektiivisuudesta ja luotettavuudesta<sup>176</sup>. Siten due diligence osoittaa ulkopuolisen neuvonantajan tai konsultin hyödyntämisen mahdollisuuden muuttuvien olosuhteiden ennakoimisessa. Osapuolten onkin syytä arvioida due diligence -tarkastuksen lisäksi tapauskohtaisesti tarvetta ulkopuolisen asiantuntijan hyödyntämiselle, mikäli katsovat sopimusneuvotteluiden kannalta tarpeelliseksi hyödyntää jotain spesifiä asiantuntemusta tai objektiivista arviota, jotta muuttuviin olosuhteisiin voidaan varautua entistä paremmin. Ulkopuolisia neuvonantajia hyödyntäessä on tärkeää määritellä yrityskaupan toteutuksen edellyttämät tarpeet neuvontapalveluille sekä varmistaa, että ulkopuolisilla neuvonantajilla on yhtäläinen käsitys tarkastettavista seikoista. Lisäksi neuvonantajien ammattitaidolla ja kokemuksella on merkittävä rooli neuvonantajan hyödyntämisen mahdollistaman lisäarvon tuottamisen kannalta.<sup>177</sup>

Yrityskaupan kohdeyrityksen toimintaympäristön, operatiivisen liiketoiminnan ja kohde-markkinan käsittävää tarkastusta kutsutaan business due diligenceksi. Sen ensisijaisena tavoitteena on määritellä, onko suunniteltu yrityskauppa taloudellisesti perusteltu, jotta sille asetetut tavoitteet on mahdollista saavuttaa ja niiden myötä tuottaa lisäarvoa. Business due diligencen yhteydessä arvioidaan usein myös yrityskaupan ostajan mahdollisuuksia saavuttaa yrityskaupan myötä syntyvälle liiketoiminnalle asetettuja tavoitteita.<sup>178</sup> Kyseisen tarkastuksen tulokset toimivat siten erinomaisena pohjana yrityskaupan rahoitusneuvotteluille, kun pankki arvioi velallisyhtiön tulevaisuuden maksukykyä. Business due diligencen hyödyt rahoitussopimusneuvotteluiden kannalta ovatkin osapuolten riskienhallinnan lisäksi hinnoittelun ja neuvottelutaktiikan tukeminen<sup>179</sup>.

---

<sup>176</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 53

<sup>177</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 40–41

<sup>178</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 53

<sup>179</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 54

Yrityskauppojen epäonnistumiset liittyvät usein yrityskaupan kohteena olevan liiketoiminnan olosuhteiden alhaiseen ymmärtämiseen. Kattava olosuhteiden selvittäminen on erityisen tärkeää, jotta voidaan varmistua kohdeyhtiön vastaavuudesta ostajan strategiaan ja kaupallisiin tavoitteisiin sekä ymmärtää niiden saavuttamiseen vaikuttavat seikat. Business due diligence -tutkimuksella saadaan tuotettua lisäarvoa osapuolten rahoitussopimusneuvotteluihin keskittymällä arvioinnissa muun muassa kohdeyhtiön kilpailuolosuhteiden selvittämiseen, oikeudellisiin ja ympäristöön liittyviin tekijöihin, budjet-tiedellytyksiin sekä tiedonkulun tarkoituksenmukaisuuteen ja toimivuuteen. Lisäksi yhtenä olennaisena tarkastusosa-alueena on yhtiön johdon ja avainhenkilöiden arviointi.<sup>180</sup>

Yhtiön johdolla on merkittävä rooli yhtiön menestymisen kannalta, joten johdon näkemykset kohdeyhtiön liiketoiminnasta ja sen kehityksestä ovat arvioinnin avainasemassa. Lisäksi johdon sitoutuminen ja motivaatio yhtiötä kohtaan ovat tärkeitä elementtejä osaamisen ja kyvykkyyksien rinnalla. Yrityskauppoihin liittyy aina suuria muutoksia ilman merkittävien olosuhdemuutosten tapahtumistakin, joten yhtiön johdon tulee olla kyvykäs viemään yrityskaupan yhteydessä tapahtuvat muutokset onnistuneesti läpi.<sup>181</sup> Due diligence -tarkastuksesta voidaan siten saada tukea tutkimuksessa aiemmin kuvattuihin velallisen johtoon ja avainhenkilöihin liittyviin riskeihin, sillä tarkastus auttaa määrittelemään riskin tason, jolloin riskiin vastaamiseksi voidaan neuvotella sopivat toimenpiteet rahoitussopimusneuvotteluiden yhteydessä.

Toinen business due diligence -tarkastuksen kohteena olevista osa-alueista on kohdeyhtiön markkinat ja niiden analysointi. Markkina-analyysin avulla selvitetään markkinoiden ja sen dynamiikan kannalta olennaiset seikat, kuten kohdeyhtiön asiakaskunta ja sen lukumäärä, kilpailijat, toimittajat sekä markkinaa koskeva sääntely.<sup>182</sup> Markkina-aseman

---

<sup>180</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 54

<sup>181</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 54–55

<sup>182</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 55

analyysia rahoittaja voi hyödyntää luottoriskin hallinnassa arvioidessaan velallisyhtiön tulevaisuuden maksukykyä ja kannattavuutta, jotka riippuvat yrityskaupan onnistumisesta ja sen myötä tulevaisuuden taloudellisista toimintaedellytyksistä.

Tulevaisuuden toimintaedellytyksiä arvioitaessa business due diligence -tarkastelussa olennaista on arvioida myös kohdeyhtiön tuotteiden tai palveluiden kilpailukykyä kilpailijoihin nähden. Arvioinnissa huomionarvoista on selvittää, millä tavoin kyseinen tuote tai palvelu tuottaa asiakkaille lisäarvoa, sillä kilpailukyvyllä ja lisäarvolla on yhteys katteeseen. Lisäksi yhtiön liiketoimintamallin analysointi on tärkeää, sillä siten voidaan selvittää, millainen yhtiön kustannusrakenne on ja miten sen kassavirta syntyy.<sup>183</sup> Näiden seikkojen arvioimisen tärkeys korostuu erityisesti kovenanttirahoittamisessa, joka pohjautuu pitkälti yhtiön tulevaisuuden kassavirran ennustamiseen.

## 5.2 Lisäkauppahinta ja avainhenkilön sitouttaminen

Yrityskaupassa suurimmat epävarmuudet liittyvät kohdeyhtiön tulevaisuuden kykyyn tuottaa tulosta. Kyseistä riskiä rahoittaja ja velallinen voivat pyrkiä hallitsemaan muun muassa edellä kuvatun due diligence -tarkastuksen ja erilaisten kovenanttien avulla. Kovenanttiohjauksen ollessa ensisijaisesti pankin keino hallita luottoriskiään, voi velallisyhtiö puolestaan pyrkiä hallitsemaan yrityskauppaan liittyvää hintariskiä sopimalla yrityskauppasopimukseen sisällytettävästä lisäkauppahintaehdosta. Lisäkauppahinnalla tarkoitetaan kauppahinnan lisäosaa, joka maksetaan osakkeenomistajille kohdeyhtiön tulevaan suoritukseen perustuen. Lisäkauppahinta toimii tyypillisesti finanssikovenantin tavoin, sillä se sidotaan usein kohdeyhtiön suoritusta kuvaavaan tunnuslukuun, kuten kannattavuuteen tai liikevaihdon kehitykseen. Olennaista on määritellä lisäkauppahinta yksilöllisesti tilanteeseen sopivaksi.<sup>184</sup>

---

<sup>183</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 56

<sup>184</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 310

Lisäkauppahinta siirtää ostajan hintariskiä osittain myyjän kannettavaksi, kun yrityskaupan kokonaishinta jakautuu peruskauppahintaan sekä epävarmaan yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn sidottuun lisäkauppahintaan. Lisäkauppahinta toimii siten ratkaisuna tilanteessa, jossa yrityskaupan osapuolten käsitykset kohdeyhtiön hinnasta eroavat merkittävästi. Yrityskauppojen sisältämän suuren epävarmuuden vuoksi ostajan voi olla haastavaa ennustaa kohdeyhtiön tulevia kassavirtoja sekä vaikea luottaa myyjän antamiin ennusteisiin osapuolten välillä vallitsevan epäsymmetrisen informaation vuoksi.<sup>185</sup> Yrityskaupan ostajan näkökulmasta lisäkauppahinta toimii siten erinomaisena keinona ennakoida muuttuvia olosuhteita. Se vähentää riskiä väärän kauppahinnan maksamisesta, mikäli kohdeyhtiön ja sen synergioiden arvonmääritys sopimusneuvotteluiden aikana osoittautuu väärin arvostetuksi<sup>186</sup>.

Käytännössä lisäkauppahinta on tyypillisesti 10–50 prosenttia kokonaiskauppahinnasta, ja maksu määräytyy yleensä kohdeyhtiön kuluvaan sekä seuraavaan 1–2 tilikauden lukujen perusteella. Siirtymäkausi, jonka aikana lisäkauppahinta maksetaan voi kuitenkin vaihdella tapauskohtaisesti. Siirtymäkausi kuvastaa yrityskaupan jälkeistä aikaa, jolloin kohdeyhtiön perustajaosakkaat ajavat uuden johdon sisään liiketoimintaan. Lisäkauppahinta toimii siten myös johdon ja muiden yhtiön toiminnan kannalta olennaisten avainhenkilöiden sitouttamisen keinona, kun sen myötä osapuolten tavoitteet yhdenmukaistuvat ja myyjällä on kannustin pyrkiä saavuttamaan asetetut tavoitteet.<sup>187</sup> Lisäkauppahinnalla voidaan siten ennakoida yhtiön johtoon liittyviä olosuhdemuutoksia ja varautua niiden aiheuttamiin riskeihin. Tämän voidaan todeta olevan myös rahoittajan intressien mukaista, mikäli se on asettanut yrityskaupan rahoitukselle yhtiön identiteettiin ja sen pysyvyyteen liittyviä toimintakovenantteja.

Vaikka lisäkauppahinnan avulla lähtökohtaisesti voidaan hallita yrityskaupan ostajan eli velallisen hintariskiä, voi se välillisesti pienentää myös pankin kantamaa luottoriskiä.

---

<sup>185</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 99, 310

<sup>186</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 46

<sup>187</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 99, 310–311

Pankin luottoriski pienenee, kun lisäkauppahinnan myötä ostajan rahoitustarve vähenee, sillä lisäkauppahinnan rahoittaminen onnistuu osittain kohdeyhtiön tulevalla kassavirralla<sup>188</sup>. Toisaalta lisäkauppahinnan maksun toteutuminen voi samanaikaisesti heikentää velallisen maksukykyä, kun maksettava summa kasvaa, jolloin lisäkauppahintamekanismin hyödyntäminen voi olla myös pankin intressien vastaista. Rahoittajan riskienhallinnan kannalta on olennaista arvioida, millainen vaikutus lisäkauppahinnalla voi olla pankin ja ostajan väliseen rahoitussopimukseen. Pankin intresseissä on siten varmistaa, ettei yrityskaupan kauppasopimuksessa ole rahoittajan riskiä lisääviä ehtoja. Kyseiset ostajan ja rahoittajan riskienhallinnalliset synergiat ja intressiristiriidat osoittavat, että rahoitussopimusten osapuolet ovat vahvasti sidoksissa keskenään, joten heidän on tarkoituksenmukaista pyrkiä luomaan vahva kumppanuus, josta hyötyvät lopulta molemmat osapuolet.

Epäselvyyksiä välttääkseen lisäkauppahinta on tarpeenmukaista määritellä mahdollisimman yksinkertaisesti, jotta tulevan lisäkauppahinnan määrä on yksiselitteisesti määriteltävissä. Yleisesti lisäkauppahinnan pohjana käytettävään tunnuslukuun määritellään minimi- ja maksimiarvo ja sen maksaminen jakautuu useammalle vuodelle. Tunnusluvun jäädessä minimiarvon alle, ei ostajan tarvitse maksaa lisäkauppahintaa. Maksimiarvon ylittyminen ei kuitenkaan lisää maksettavan lisäkauppahinnan määrää, vaan hinta määräytyy ennalta määriteltyjen kriteerien pohjalta.<sup>189</sup> Siten ostajan on mahdollista varautua ennalta maksettavaksi tulevaan maksimihintaan sekä rahoittajan arvioida lisäkauppahinnan vaikutuksia velallisen maksukykyyn luottoriskiä hallitakseen.

---

<sup>188</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 311

<sup>189</sup> Katramo ja muut, 2013, s. 311

## 6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Yrityskauppoihin liittyvien epävarmuuksien vuoksi se on altis olosuhteiden muutosten aiheuttamille seurauksille. Lisäksi yrityskauppojen korkea epäonnistumisprosentti osoittaa yrityskauppojen riskienhallinnan merkityksen tärkeyden. Sama epävarmuus heijastuu myös yrityskauppojen yksilöllisiin rahoitussopimuksiin, jotka perustuvat yhtiön tulevaan kassavirtaan. Mikäli yrityskaupan toteutus ei mene suunnitellusti tai olosuhdemuutokset aiheuttavat haasteita yrityksen toimintaan, voi yhtiön velanhoitokyky heikentyä ja sen seurauksena rahoittajan luottoriski kasvaa. Rahoittajan intressit muuttuvien olosuhteiden ennakkointiin liittyvät siten vahvasti sen luottoriskin hallintaan, kun taas velallisen intresseissä on turvata sen rahoituksen saanti mahdollisimman kannattavin ehdoin. Molempien yhteisenä intressinä on kuitenkin turvata velallisen maksukyky, sillä se on velallisen toimintaedellytysten kannalta välttämätöntä sekä rahoittajan luottoriskin hallitsemiseksi olennaista.

Tutkimuksessa on tutkittu yrityskaupan rahoittajan ja ostajan yhteisiä sekä eriäviä intressejä ennakoida muuttuvia olosuhteita rahoitussopimuksessa. Aiheen tutkimiseksi tutkimuksessa on tarkasteltu, millaisia mahdollisia olosuhteiden muutoksia yrityskauppojen rahoitussopimusten osapuolet voivat sopimussuhteensa aikana kohdata. Mahdollisten olosuhdemuutosten ennakoimiseksi on pyritty löytämään erilaisia keinoja, joilla sopimusosapuolet voivat hallita muuttuviin olosuhteisiin liittyviä riskejä. Muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin tarkastelua tehtiin sekä rahoittajan että velallisen näkökulmasta. Erityisesti rahoittajan intresseissä on solmia yksilöllinen rahoitussopimus, joka toimii erinomaisesti muuttuvien olosuhteiden ennakoimisen välineenä, sillä sen sopimusehdoissa on mahdollista huomioida sopimussuhteen yksilölliset piirteet ja tarpeet. Yksilöllisen rahoitussopimuksen erityisehdot eli kovenantit tarjoavat sopimusvapauden puitteissa lähes rajattomasti erilaisia mahdollisuuksia sopimusosapuolille ennakoida muuttuvia olosuhteita.

Tehokas kovenanttirahoittaminen edellyttää jatkuvaa osapuolten välistä tiedonvälitystä. Muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin kannalta pankin intresseissä on varmistaa tiedonsaanti erillisten informaatiokovenanttien avulla. Rahoitussopimukseen voidaan sisällyttää erilaisia tiedonantovelvoitteita eri rahoitussopimuksen vaiheisiin. Etukäteisinformoinnin vaatimuksella pankin on mahdollista siirtää vastuuta yrityskauppaan liittyvän taustaselvityksen oikeellisuudesta ostajalle. Pankki voi lisäksi parantaa omaa reagointikykyään muuttuvien olosuhteiden varalta edellyttämällä ennakoivaa informointia, mikäli velallinen havaitsee kovenanttien olevan vaarassa rikkoutua. Tyypillisesti kuitenkin informointi on jälkikäteistä, jolloin se pohjautuu yhtiön tilinpäätöstietoihin. Informointivelvoitteiden säännönmukaisuus on olennaista sekä muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin että sopimusosapuolten välisen kumppanuuden kannalta. Liian tiukat informaatiovelvoitteet saattavat kuitenkin haitata velallisen liiketoimintaa sekä aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia molemmille osapuolille.

Toimintakovenanttien avulla pankki voi hallita luotto- ja tuottoriskiään luomalla erilaisia ohjausmekanismeja velallisyhtiön toimintaan. Ohjausmekanismien avulla se pyrkii saavuttamaan kontrollia ja päätösvaltaa yhtiön toimintaan kontrolloimalla sen rahavirtoja, identiteettiä tai omaa asemaansa suhteessa muihin velkojiin. Velallisen päätösvallan luovuttaminen rahoittajalle sekä sen identiteetin kontrollointi kovenanttirahoittamisen keinoin voivat kuitenkin aiheuttaa intressiristiriidan sopimuskumppaneiden välille. Yrityskaupassa yhtiön identiteetti on murroksessa ja ostajan intresseissä voi olla sen muuttaminen, jolloin tiukat identiteettiin liittyvät kovenanttiehdot eivät tue ostajan suunnitelmia. Lisäksi päätösvallan osittaista luovuttamista yhtiön ulkopuolelle ei voida pitää yhtiön intressien mukaisena, mutta rahoituksen saamisen kannalta se voi olla välttämätöntä. Erilaisten toimintakovenanttien keinoin rahoittaja kuitenkin pyrkii turvaamaan velallisen tulevaisuuden maksukyvyn, joka on edellytys luoton takaisinmaksulle ja velallisen tulevaisuuden toimintaedellytyksille. Toimintakovenantit toimivat siten osittain myös velallisen riskienhallintakeinona, mikäli ne on asetettu tukemaan yhtiön liiketoimintaa tarkoituksenmukaisesti.

Finanssikovenanttien avulla on puolestaan mahdollista määritellä rahoituksen saannin liiketaloudelliset rajat sekä varmistaa toimintakovenanttien tapaan velallisyhtiön maksukyky rahoitussopimussuhteen aikana. Finanssikovenantit pohjautuvat tyypillisesti erilaisiin tunnuslukuihin, joita voidaan johtaa yhtiön tilinpäätöstiedoista. Muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kannalta finanssikovenanttien joustavuus ja realistinen taso ovat huomionarvoisia seikkoja, jotta niiden avulla osapuolet onnistuvat turvaamaan velallisyhtiön maksukyvyn, kannattavuuden ja vakavaraisuuden sekä siten hallitsemaan pankin luottoriskiä.

Pankin intresseissä on luottoriskin hallitsemisen lisäksi myös voiton tuottaminen, joten erilaisten olosuhdemuutosten aiheuttamiin tuottoriskeihin pankin on mahdollista varautua insentiivikovenanteilla, kuten hinnoittelukovenantilla. Osapuolten välistä yhteistyötä ja kumppanuutta korostaen hinnoittelukovenantti voidaan laatia myös kaksisuuntaiseksi, jolloin se toimii kannustimena saavuttaa hyviä taloudellisia tuloksia sen johtaessa rahoituksen hinnan alenemiseen.

Muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kannalta rahoitussopimukseen on pankin intressien mukaista sisällyttää erityyppisiä kovenanteja, jotta yhtiön toimintaa voidaan kontrolloida ja ohjata toivottuun suuntaan mahdollisimman kattavasti ja joustavasti. Kuitenkin yksittäisistä kovenanttityypeistä toimintakovenanttien voidaan todeta informaatiokovenanttien rinnalla olevan merkittävimpiä, sillä niiden avulla pankin on mahdollista ohjata ja vaikuttaa velallisyhtiön toimintaan sekä sitä koskeviin liiketoiminnallisiin päätöksiin. Yhtiön liiketoiminnallisilla päätöksillä on vaikutusta sen taloudelliseen menestykseen ja sitä kautta myös muihin kovenantteihin, kuten finanssikovenantteihin erilaisten tunnuslukujen kautta. Toimintakovenantit edellyttävät erityisesti osapuolten välistä kumppanuutta ja yhteistyötä, jotta velallisyhtiön liiketoiminta kehittyy toivotusti. Finanssikovenanttien osalta puolestaan seurataan lähinnä erinäisten tunnuslukujen faktista kehitystä. Muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kokonaisuuden kannalta kuitenkin yksikään kovenanttityyppi ei ole riittävä yksinään, vaan tehokkaan lopputuloksen saavuttamiseksi tarvitaan useita erilaisia kovenanteja täydentämään toisiaan.

Rahoittajan luottoriskin hallitsemisen lisäksi rahoitussopimukseen sisällytettävät kovenantit voivat olla myös monelta osin yrityskaupan ostajan intressien mukaisia. Yksilölliset rahoitussopimukset voivat edesauttaa ostajaa saamaan rahoituksen yrityskaupan toteuttamiseksi. Kovenantit toimivat sopimusvakuuksien tavoin, jolloin erillisiä vakuuksia ei tarvita. Pankin luottoriskin hallinnassa olennaista on huolehtia velallisen maksukyvyn säilymisestä, mikä luonnollisesti on myös velallisen omien intressien mukaista. Maksukyvyistä huolehtimisen lisäksi olennainen osa ostajan riskienhallintaa on riittävien taustaselvitysten teko yrityskaupan kohteesta. Due diligence -tarkastuksen avulla kohdeyhtiöstä ja sen markkinasta tehdään laaja taustaselvitys, jotta voidaan arvioida yrityskaupan toteutuksen kannattavuutta. Samalla tarkastusta voidaan hyödyntää yrityskaupan rahoitussopimusta neuvoteltaessa, jolloin due diligence -tarkastus on myös pankin intressien mukaista. Lisäksi ostaja voi hyödyntää due diligenceä täyttääkseen rahoittajan asettamia etukäteisinformaatiovelvoitteita.

Yrityskauppaan liittyvää hintariskiä ostaja voi puolestaan hallita lisäkauppahinnan avulla. Yrityskaupan kohteen tulevaisuuden taloudelliseen menestykseen liittyvän epävarmuuden vuoksi osa maksettavasta kauppahinnasta voidaan sitoa yhtiön tulevaisuuden kasvavirtaan, jolloin osa ostajan hintariskistä voidaan siirtää myyjälle. Lisäkauppahinnan avulla voidaan myös sitouttaa yhtiön toiminnan kannalta merkittäviä avainhenkilöitä työskentelemään yhtiössä yrityskaupan jälkeen, sillä molemmilla osapuolilla on yhteinen intressi yhtiön taloudellisesta menestyksestä. Ostajan riskienhallinnan lisäksi lisäkauppahinnan sisällyttäminen yrityskaupan sopimukseen hyödyttää välillisesti myös rahoittajana toimivaa pankkia, kun ostajan rahoitustarve voi vähentyä. Toisaalta rahoittajan on hyvä tarkastaa, ettei lisäkauppahinnan sisältävässä kauppasopimuksessa ole rahoittajan intressien vastaisia sopimusehtoja, joilla voi olla vaikutusta velallisen maksukykyyn. Lisäkauppahintaan sisältyvän avainhenkilöiden sitouttamisen elementin voidaan kuitenkin todeta olevan myös rahoittajan intressien mukainen, sillä se voi vahvistaa yhtiön tulevaisuuden näkymiä ja velallisen maksukyvyn säilymistä.

Tutkimuksessa esitetyn perusteella voidaan todeta yrityskaupan rahoittajan ja ostajan intressien olevan pitkälti yhteneväiset muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin suhteen. Pankin kannalta olennaisinta on pyrkiä varmistamaan velallisen maksukyvyyn säilyminen, mikä on myös velallisen intressien mukaista. Kuitenkin keinoissa, joilla pankki pyrkii turvaamaan velallisen maksukyvyyn voi esiintyä myös osapuolten välisiä intressiristiriitoja. Yrityskaupan ostajan riskienhallintakeinojen puolestaan voidaan todeta lähtökohtaisesti edesauttavan myös pankin rahoitukselle asetettuja tavoitteita. Tutkimuksen perusteella voidaan siten havaita monien sopimuskumppaneiden riskienhallintakeinojen olevan yhteydessä toisiinsa, joten yrityskaupan rahoitussopimuksen osapuolten riskienhallintakeinot muodostavat synergioita. Tämä osoittaa osapuolten olevan vahvasti sidoksissa keskenään ja riskienhallinnallisia synergioita hyödyntääkseen sopimusosapuolten on tarkoituksenmukaista pyrkiä kumppanuuteen. Velallisen ja rahoittajan välinen vahva kumppanuus edesauttaa myös erinäisten intressiristiriitojen ratkaisemista sopimussuhteen aikana. Kumppanuuden merkitys korostuu lisäksi ylivoimaisten esteiden sattuessa, sillä niihin voi olla haastavaa varautua ennakolta niiden ennalta-arvaamattomuuden vuoksi. Vahvan kumppanuuden myötä sopimuskumppanit ovat kuitenkin todennäköisemmin halukkaita löytämään molempia osapuolia tyydyttävän ratkaisun ennakoimattomien muutosten sattuessa.

Kumppanuuden syntyminen pitkäkestoisen ja monimutkaisen yrityskaupan rahoitussopimussuhteen aikana vaatii osapuolten välistä yhteistyötä ja luottamusta. Niiden avulla rahoitussopimuksesta voidaan tehdä joustava sekä molempien sopimuskumppaneiden intressit huomioiva. Muuttuvien olosuhteiden ennakoiminen sekä mahdolliset olosuhdemuutokset sopimussuhteen aikana vaativat osapuolten välistä tiedonkulkua ja usein myös nopeaa reagointikykyä, jota osapuolten välinen kumppanuus edesauttaa. Avoin ja toimiva sopimussuhde luo edellytykset sopimuskumppaneiden taloudelliselle menestykselle. Parhaimmillaan yksilöllisen yrityskaupan rahoitussopimuksen avulla voidaan tuottaa lisäarvoa molemmille sopimuskumppaneille sekä edesauttaa heidän yhteisten tavoitteiden saavuttamista.

Yksilöllisten rahoitussopimusten laadinnan voidaan kuitenkin todeta vaativan paljon resursseja molemmilta sopimusosapuolilta, jotta sopimukseen saadaan sisällytettyä muuttuvien olosuhteiden ennakkoinnin kannalta relevantit ja oikean tasoiset kovenantit. Sopimusneuvottelut vaativat aikaa ja monipuolista sopimusteknistä osaamista, jotta rahoitussopimukset ehtoineen palvelisivat osapuolten yhteisiä tavoitteita. Onnistunut muuttuvien olosuhteiden ennakkointi edellyttää siten muun muassa toimivaa riskienhallintaa, osapuolten välistä kumppanuutta sekä tilanteeseen sopivien sopimusehtojen asettamista. Tarkoituksenmukaisten sopimusehtojen asettamiseksi osapuolilta vaaditaan sopimusteknisen osaamisen lisäksi myös laajaa oikeudellista ja liiketaloudellista osaamista.

Muuttuvien olosuhteiden sopimussuhteelle aiheuttaman epävarmuuden vuoksi aihetta olisi tarkoituksenmukaista tutkia myös muiden kuin yksilöllisten rahoitussopimusten näkökulmasta. Erilaisiin olosuhdemuutoksiin liittyvien riskienhallintakeinojen tunnistaminen edesauttaa sopimuskumppaneiden taloudellisia toimintaedellytyksiä sekä sopimusten tavoitteiden saavuttamista. Sopimustoiminnan luodessa liiketoiminnan edellytykset on tarkoituksenmukaista tutkia erityyppisten rahoitussopimusten keinoja ennakoida muuttuvia olosuhteita. Vakimuotoiset vakuudelliset luotot muodostavat merkittävän osan pankkien luotonannosta, jonka vuoksi se tarjoaisi erinomaisen näkökulman jatkotutkimukselle. Lisäksi monimutkaiset suuryritysten yrityskauppojen rahoitussopimukset luovat mielenkiintoiset edellytykset jatkotutkimukselle muuttuvien olosuhteiden ennakoinnin keinoihin liittyen.

## Lähteet

- Annola, V. (2007). Sadan vuoden kaksinaisuus - Sopimuskäsityksen avautumisen arviointia. Teoksessa A. Saarnilehto (toim.), *Maaliskuun 25 päivän rahasto 100 vuotta* (s. 51–65). Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlakutsut N:o 18.
- Annola, V. A. (2003). *Sopimuksen dynaamisuus: Talousoikeudellinen rakennetutkimus sopimuksen täydentymisestä ja täydentymisen ohjaamisesta* [väitöskirja, Vaasan yliopisto].
- Finanssivalvonta. (2018). Määräykset ja ohjeet 4/2018, *Luottoriskien hallinta rahoitussektorin valvottavissa*. Noudettu 17.4.2024 osoitteesta [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskoelma/2018/04\\_2018/2018\\_04.m2.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskoelma/2018/04_2018/2018_04.m2.pdf)
- Haapio, H. (2000). Preventiivinen juridiikka ja ennakoiva sopimustoiminta: Liikesopimusriitojen ratkaisu tärkeää – yrityksille riitojen torjuminen tärkeämpää. *Oikeustieto*, 5/2000, 18–22. Noudettu 8.4.2024 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeustieto/1040009.pdf>
- Haapio, H. (2002a). Jäikö jotain sopimatta? Kaukoviisautta kaupankäyntiin ja oikeudellisten ongelmien torjuntaan. Teoksessa Pohjonen, S. (toim.), *Ennakoiva sopiminen: Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta* (s. 3–82). WSOY Lakitieto.
- Haapio, H. (2002b). Oikeusturva, ennakointi ja yritykset: tavoitteena oikeudellinen omavastuisuus ja ongelmien ehkäisy. *Oikeus*, 2002 (31), 87–96. Noudettu 7.5.2024 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeus/34390004.pdf>
- Haapio, H. & Siedel, G. J. (2013). *A Short Guide to Contract Risk*. Routledge.

HE 39/1993. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä ja markkinatuomioistuimesta annetun lain muuttamisesta.

HE 39/2014 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

Hemmo, M. (2005). *Sopimusoikeus III*. Talentum.

Hemmo, M. (2007). *Sopimusoikeus I* (2. uudistettu painos). Talentum.

Hemmo, M. (2008). *Sopimusoikeuden oppikirja* (2. painos). Talentum.

Hirvonen, A. (2011). *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17.

Husa, J. (1995). *Julkisoikeudellinen tutkimus: Tutkimus julkisoikeudessa harjoitettavan oikeusdogmatiikan metodologiasta*. Finnpublishers Oy.

Husa, J., Mutanen, A. & Pohjolainen, T. (2001). *Kirjoitetaan juridiikkaa: Ohjeita oikeustieteellisten kirjallisten töiden laatijoille*. Kauppakaari OYJ.

Kaave, P. (2019). Kohti rationaalisempia luottosopimuksia. *Liikejuridiikka*, 3/2019, 36–77. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/liikejuridiikka/202850002.pdf>

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. (2013). *Yrityskauppa* (2. painos). Talentum.

Keskitalo, P. (2002). Sopimuksellisen riskienhallinnan teoria ja sen toimintamallit. Teoksessa Pohjonen, S. (toim.), *Ennakoiva sopiminen: Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta* (s. 241–273). WSOY Lakitieto.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). *Moderni rahoitus* (10. uudistettu painos). Alma Talent.

*Korkolaki 20.8.1982/633*. Finlex. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1982/19820633>

*Laki elinkeinonharjoittajien välisten sopimusehtojen sääntelystä 3.12.1993/1062*. Finlex. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1993/19931062>

*Laki luottolaitostoiminnasta 8.8.2014/610*. Finlex. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2014/20140610#O4L15>

*Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228*. Finlex. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1929/19290228#L3P36>

Nystén-Haarala, S. (2002). Kaukoviisas ennakoiva oikeusajattelu ja jälkiviisas tuomioistuinjuridiikka. Teoksessa Pohjonen, S. (toim.), *Ennakoiva sopiminen: Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta* (s. 141–188). WSOY Lakitieto.

*Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624*. Finlex. Noudettu 10.4.2024 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624#O4>

Rudanko, M. (1998). Kauppaoikeuden kehityssuuntauksia II. Kaupallisten oikeussuhteiden teoria. *Lakimies*, 1/1998, 68–89.

Rudanko, M. (2002). Ennakoiva näkökulma kauppaoikeudessa. Teoksessa Pohjonen, S. (toim.), *Ennakoiva sopiminen: Liiketoimien suunnittelu, toteuttaminen ja riskien hallinta* (s. 189–211). WSOY Lakitieto.

Rudanko, M. (2004). Yritysjuridiikka – kauppaoikeutta vai liiketaloutta? *Lakimies*, 7–8/2004, 1225–1243.

- Saarnilehto, A. & Annola, V. (2018). *Sopimusoikeuden perusteet* (8. painos). Alma Talent.
- Saarnilehto, A. & Tuomisto, J. (1995). *Luottosopimuksesta*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Yksityisoikeuden julkaisusarja A:82.
- Salo, M. (2015). *Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu*. Talentum.
- Sihvonen, J. & Uusi-Hautamaa, L. (2019). *Väärinkäytökset yrityksissä: estä, havaitse, korjaa* (1. painos). Alma Talent.
- Tepora, J. (2022). *Rahoitusmuodot ja vakuudet* (2. tarkistettu ja täydennetty painos). Kauppakamari.
- Tieva, A. (2006). Luottamus, lojaliteettivelvollisuus ja liike-elämän pitkäkestoiset sopimukset. *Defensor Legis*, 2/2006, 240–251.
- Velkakirjalaki 31.7.1947/622*. Finlex. Noudettu 21.11.2023 osoitteesta <https://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1947/19470622>
- Välimäki, O. (2010). Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta. *Defensor Legis*, 4/2010, 464–478. Noudettu 12.5.2024 osoitteesta [https://www.edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor\\_legis/73360010.pdf](https://www.edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/73360010.pdf)
- Välimäki, O. (2014). *Rahoitussopimuksen kovenanttiohjaus: vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja: tarkasteltavana erityisesti informaatio ja kumppanuus*. Kauppakamari.
- Wilhelmsson, T. (2008). *Vakiosopimus ja kohtuuttomat sopimusehdot* (3. uudistettu painos). Talentum.
- Wuolijoki, S. (2022). *Pankkioikeus I* (3. uudistettu painos). Alma Talent.
- Wuolijoki, S. & Hemmo, M. (2013). *Pankkioikeus* (2. uudistettu painos). Talentum.