

LISTAYHTIÖIDEN JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS
FINANSSIKOVENANTTIEN RIKKOUTUESSA

Christa Anttila
Pro gradu -tutkielma
Huhtikuu 2016
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta,
Arvopaperimarkkinaoikeus



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos/Institution– Department	
Oikeustieteellinen tiedekunta			
Tekijä/Författare – Author			
Christa Anttila			
Työn nimi / Arbetets titel – Title			
Listayhtiöiden jatkuva tiedonantovelvollisuus finanssikovenanttien rikkoutuessa			
Oppiaine /Läroämne – Subject			
Kauppaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level		Aika/Datum – Month and year	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages
Pro gradu -tutkielma		25.4.2016	96 + XV + LIITE 1
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Listayhtiön osakkeen markkinahinta perustuu informaatioon osakkeen tulevasta tuotosta. Tehokkaasti informoidut markkinat kykenevät hinnoittelemaan arvopapereita luotettavammin, minkä vuoksi markkinatoimijoiden käytettävissä olevaa informaatiota pyritään lisäämään lainsäädännöllisin keinoin. Arvopaperimarkkinalain jatkuva tiedonantovelvollisuus asettaa listayhtiölle velvollisuuden julkistaa listayhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto ilman aiheetonta viivytystä. Laki tai oikeuskäytäntö ei kuitenkaan anna "olennaisen vaikutuksen" käsitteelle tyhjentävää määritelmää.</p> <p>Jatkuva tiedonantovelvollisuus tarkoittaa käytännössä, että listayhtiön johdon on tehtävä etukäteisarvio tietyn päätöksen tai seikan vaikutuksesta listayhtiön osakkeen arvoon. Listayhtiön etukäteisarvioinnin helpottamiseksi muun muassa arvopaperimarkkinalain valmisteluasiakirjoissa, Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa sekä itsesääntelyssä on lueteltu tietoja, jotka yleensä ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan listayhtiön arvopaperin arvoon. Edellä mainitut luettelevat esimerkkejä, eli näiden lisäksi voi olla myös muita päätöksiä ja seikkoja, joista listayhtiön tulee tiedottaa mahdollisimman nopeasti.</p> <p>Helsingin Pörssin säännöissä, jotka luetaan itsesääntelyksi, todetaan, että kovenantin rikkoutuminen voi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava seikka. Kovenantit ovat rahoitussopimuksen erityisehtoja. Niiden tarkoituksena on vähentää lainantajan ja velallisyhtiön välistä epätasapuolista informaation jakautumista. Kovenantit jaotellaan yleensä (a) finanssikovenantteihin ja (b) toimintakovenantteihin. Tässä tutkielmassa pääpaino on ensiksi mainituissa finanssikovenantteissa. Finanssikovenantit asettavat velallisyhtiön taloudellista suorituskykyä mittaaville tilinpäätös- ja tunnuslukuarvoille tietyjä raja-arvoja. Kun velallisyhtiön tilinpäätös- tai tunnusluvut ylittävät tai alittavat kovenantteissa asetetut raja-arvot (kovenantin rikkoutuminen), lainantaja saa siitä tiedon. Lainantajalla on kovenantin rikkoutuessa mahdollisuus irtisanoa rahoitussopimus taikka asettaa velallisyhtiölle uusia toiminnallisia vaatimuksia ja rajoitteita. Nämä kovenantin rikkoutumisen seuraukset voivat vaikuttaa listayhtiön osakkeen arvoon, minkä johdosta yhtiön tiedottamisvelvollisuus voi syntyä.</p> <p>Kun listayhtiö arvioi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mahdollista syntymistä, listayhtiön tulee vastata kysymykseen, ottaisiko järkevästi toimiva sijoittaja kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Tällainen arviointi tehdään taloustieteeseen perustuen. Taloustieteellisten sääntöjen ja taloustieteellisten tutkimusten avulla voidaan tunnistaa kovenantin rikkoutumisen seurauksia, jotka oletettavasti kiinnostavat sijoittajia erityisen paljon. Tällaisia kovenantin rikkoutumisen seurauksia pyritään tutkielmassa tarkastelemaan ja jäsentämään käytännönläheisestä näkökulmasta.</p> <p>Tutkielman viimeisessä kohdassa todetaan, että erityisesti rahoitussopimuksen irtisanominen on omiaan vaikuttamaan olennaisesti arvopaperin arvoon, mikäli rahoitussopimus on listayhtiön toiminnan kannalta merkittävä. Lisäksi todetaan nimenomaisen investointirajoituksen, nimenomaisen osingonmaksurajoituksen sekä kovenanttien rikkoutumisen yhteiskustannusten voivan tietyissä tilanteissa olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Kun edellä mainittujen kovenanttien rikkoutumisen seurausten toteutuminen on riittävän todennäköistä, listayhtiölle voi syntyä velvollisuus julkistaa tieto kovenantin rikkoutumisesta ja sen seurauksista ilman aiheetonta viivytystä. Listayhtiöllä voi kuitenkin tietyin edellytyksin olla mahdollisuus lykätä tiedottamista. Lopuksi tutkielmassa tehdään joitakin yleisluoteisia loppupäätelmiä arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden oikeudellisesta arvioinnista.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
Arvopaperimarkkinalaki, jatkuva tiedonantovelvollisuus, finanssikovenantit, kovenanttien rikkoutuminen			
Säilytyspaikka – Förvaringsställe – Where deposited			
Helsingin yliopiston pääkirjaston sähköinen tietokanta			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			
Ohjaaja: Märten Knuts			

SISÄLLYS

SISÄLLYS	I
LÄHTEET	III
LYHENTEET	XV
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkielman tausta.....	1
1.2 Tutkielman tavoitteet.....	3
1.3 Aiheen rajausta.....	4
1.4 Tutkielman rakenne.....	6
1.5 Lähteet.....	7
1.6 Tutkimusmenetelmät.....	8
2 TALOUSTIETEELLISET PERUSOLETTAMUKSET	12
2.1 Hypoteesi tehokkaista markkinoista.....	12
2.1.1 Hypoteesi.....	12
2.1.2 Hypoteesin kritiikki.....	14
2.1.3 Hypoteesiin perustuva tiedonantosaantely.....	15
2.2 Päämies-agenttiteoria.....	16
2.2.1 Teoria.....	17
2.2.2 Osakkeenomistajat ja yhtiön johto.....	18
2.2.3 Lainanantaja ja yhtiö.....	19
3 TIEDONANTOSAANTELY	22
3.1 Yleistä.....	22
3.2 Yleiset periaatteet.....	23
3.2.1 Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.....	23
3.2.2 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla sekä yhdenvertaisuus.....	24
3.2.3 Johdon huolellisuusvelvollisuus.....	26
3.3 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....	28
3.3.1 Tilinpäätös.....	29
3.3.2 Muu säännöllinen tiedonanto.....	30
3.4 Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	32
3.4.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden direktiivitausta.....	32
3.4.2 Julkistettavat päätökset ja seikat.....	33
3.4.3 Tiedon olennaisuus.....	35
3.4.4 Julkistamisen ajankohta.....	36
3.4.4.1 Tiedon julkistamisen lykkääminen.....	38
3.4.5 Helsingin Pörssin sääntöjen maininta kovenanteista tiedottamisesta.....	39

3.5	Yhdysvaltalainen vertailuesimerkki	41
4	KOVENANTIT	45
4.1	Yleistä kovenanteista	45
4.2	Finanssikovenantit	47
4.2.1	Kannattavuus	50
4.2.1.1	Käyttökate	51
4.2.1.2	Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen	52
4.2.2	Vakavaraisuus	53
4.2.2.1	Omavaraisuusaste	54
4.2.2.2	Nettovelkaantumisasaste (net gearing)	56
4.2.3	Maksuvalmius	57
4.2.3.1	Quick ratio ja current ratio	58
4.2.3.2	Rahavirtalaskelmat	59
4.3	Kovenanttien rikkoutuminen ja seuraukset	64
4.3.1	Yleistä	64
4.3.2	Luoton irtisanominen	66
4.3.3	Waiver	68
5	JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS FINANSSIKOVENANTTIEN	
	RIKKOUTUESSA	70
5.1	Tiedon olennaisuus	70
5.1.1	Alustavia näkökohtia	71
5.1.2	Taustoittavaa tutkimusta	72
5.1.3	Yleisiä tiedon olennaisuuteen vaikuttavia seikkoja	75
5.1.4	Rahoituksen jatkuvuuden vaarantuminen	77
5.1.4.1	Kannattavuutta koskevan kovenantin rikkoutuminen	80
5.1.4.2	Vakavaraisuutta koskevan kovenantin rikkoutuminen	81
5.1.4.3	Maksuvalmiutta koskevan kovenantin rikkoutuminen	83
5.1.5	Waiveriin liittyviä mahdollisia seurauksia	84
5.1.5.1	Rikkoutumisen vaikutukset investointeihin	84
5.1.5.2	Rikkoutumisen vaikutukset osinkoihin	86
5.1.5.3	Rikkoutumisen muita seurauksia	89
5.2	Tiedon täsmällisyys ja julkistamisen ajankohta	91
6	YLEISIÄ LOPPUPÄÄTELMÄÄ	94

LIITE 1 Laskentakaavat

LÄHTEET

Kirjallisuus

Kirjat

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY, Juva 1989.

Aho, Samuli – Kaivo-oja, Jari: Suomalaisten pörssiyhtiöiden vakavaraisuuden kehitys vuosina 2004–2008. Kansantaloudellinen aikakausikirja 3/2010, 106. vuosikerta, Taloustieteellinen yhdistys ry, 2010.

Ahtonen, Riitta: Kohtuuttomat oikeustoimen ehdot ja niiden sovittelu: Oikeustaloustieteellinen tarkastelu. Publications of the University of Eastern Finland, Dissertations in Social Sciences and Business Studies No 1, Joensuu 2010.

Andersen, Paul Krüger – Clausen, Nis Jul: Børsretten I: regulering og markedsaktører. Jurist- og Økonomforbundets forlag, København 2007.

Aurejärvi, Erkki – Hemmo, Mika: Luotto-oikeuden perusteet. Talentum Media Oy, Helsinki 2004.

Berk, Jonathan – DeMarzo, Peter M.: Corporate Finance. 3rd global edition, Pearson education limited, England 2014.

Eklund, Irina – Kekkonen, Heidi: Toiminnan kannattavuus. WSOYPro Oy, Helsinki 2011.

Fabozzi, Frank J.: The Handbook of Corporate Debt Instruments. Wiley, 1998.

Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Kauppakaari, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2001.

Hemmo, Mika: Sopimus ja Delikti. Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunudoista. Kauppakaari Oy, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.

Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjolainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa: ohjeita oikeustieteellisten kirjallisten töiden laatijoille. Talentum Media Oy, Helsinki 2008.

Härkönen, Elif: Aktiemarknadsbolagets informationsgivning – särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper. Jure Förlag AB, Stockholm 2013.

Häyrynen, Janne: Pörssiväärinkäytökset. Lakimiesliiton kustannus, Kariston Kirjapaino Oy, Hämeenlinna 2009.

Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Yliopistollinen väitöskirja, Suomalaisen lakimiesliiton julkaisuja, Vammala 2006.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Kauppakamari, Helsinki 2013.

Kallunki, Juha-Pekka – Lantto, Anna-Maija – Sahlström, Petri: Tilinpäätösanalyysi IFRS-maailmassa. Talentum Media Oy, Helsinki 2008.

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Kauppakaari Oyj, Helsinki 1998.

Kauppa- ja teollisuusministeriön kovenanttityöryhmä: Kovenantit osana pk-yritysten rahoitusta. Kauppa- ja teollisuusministeriön työryhmä- ja toimikuntaraportteja 20/1996.

Knuts, Mårten: Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2010.

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard, Rauno Vanhasen avustuksella: Osakeyhtiölaki selityksin 1. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.

Knüpfner, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. WSOYPro Oy, Helsinki 2014.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö I. Edita Publishing Oy, Porvoo 2012.

Lauriala, Jari: Pääomasijoittaminen. Edita Publishing Oy, Helsinki 2004.

Luhtanen, Raimo – Korhonen, Sari: Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Edita Publishing Oy, Porvoo 2013.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I, Yleiset Opit. 3. uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2015.

Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 242, Helsinki 2009.

Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. Edita Publishing Oy, Helsinki 2006.

Leppiniemi, Jarmo – Leppiniemi, Raili – Kaisanlahti, Timo: Tilinpäätöksen tulkinta. Talentum Media Oy, Helsinki 2014. Sähköinen versio, saatavilla osoitteesta: [http://fokus.talentum.fi/teos/BAXBXATEFGBG#kohta:TILINP\(\(c4\)\)\(c4\)T\(\(d6\)KSEN\(\(20\)TULKINTA\(\(20\)\)](http://fokus.talentum.fi/teos/BAXBXATEFGBG#kohta:TILINP((c4))(c4)T((d6)KSEN((20)TULKINTA((20))) (haettu 22.1.2016).

Norros, Olli: Vahingonkorvausoikeus arvopaperimarkkinoilla. Talentum Media Oy, Helsinki 2014.

North, Douglass Cecil: Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge University Press, 1991.

Parkkonen, Jarmo – Knuts Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. 5. uudistettu painos, Talentum Media Oy, Helsinki 2014.

Ross, Stephen A. – Westerfield, Randolph W. – Jaffe, Jeffrey: Corporate Finance. International Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York 2011.

Ruohonen, Janne: Osakeyhtiön voitonjaon maksukykytesti ja maksukyvyyn säilymisestä. Akateeminen väitöskirja, Tampereen yliopisto, Johtamiskorkeakoulu, Tampereen yliopistopaino Oy, Juvenes Print, 2012.

Scott, William R.: Financial Accounting Theory. Seventh Edition, Pearson corp, Toronto 2015.

Tikkanen, Ensio – Vartia, Pentti: Taloudellista pääomaa: johdatus kansantalouteen. Taloustieto, Helsinki 2010.

Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1997.

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

Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus, Yliopistollinen väitöskirja, Hämeenlinna 2011.

Valdez, Stephen – Wood, Julian: An introduction to global financial markets. 4. edition, Palgrave Macmillan, New York 2003.

Villa, Seppo: Velkojan asema osakeyhtiössä. Talentum Media Oy, Helsinki 2003.

Välimäki, Olli: Kovenantit. Rahoitussopimuksen kovenanttiohjaus: vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja – tarkasteltavana erityisesti informaatio ja kumppanuus. Yliopistollinen väitöskirja, Lakimiesliiton kustannus, Vantaa 2014.

Williamson, Oliver E.: The Economic Institutions of Capitalism. The Free Press, Collier Macmillan Publishers cop, London 1985.

Wuolijoki, Sakari – Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Talentum Media Oy, Helsinki 2013.

Yritystutkimus ry; Korhonen, Paula: Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Yritystutkimusneuvottelukunta, Gaudeamus 2011.

Artikkelit

Akerlof, George A.: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 Issue 3, 1970, s. 488–500.

Ang, James S. – Cole, Rebel A. – Lin, James Wuh: Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, Vol. 55 Issue 1, 2000, s. 81–106.

Baird, Douglas G. – Rasmussen, Robert K.: Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 154 Issue 5, 2006, s. 1209–1251.

Beatty, Anne – Weber, Joseph – Yu, Jeff Jiewei: Conservatism and Debt. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 45 Issue 2/3, 2008, s. 154–174.

Beneish, Messod – Press, Eric: The Resolution of Technical Default. *Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, April 1995, s. 337–353.

Beneish, Messod – Press, Eric: Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants. *Accounting Review*, Vol. 68, Issue 2, 1993, s. 233–257.

Bulan, Laarni – Hull, Tyler: The Impact of Technical Defaults on Dividend Policy. *Journal of Banking and Finance*, v. 37, iss. 3, 2013, s. 814–823.

Chava, Sudheer – Roberts, Michael: How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants. *Journal of Finance*, Vol. LXIII, no. 5, 2008, s. 2085–2121.

Chen, Kevin C. W. – Wei, John K. C.: Creditors' Decisions to Waive Violations of Accounting-Based Debt Covenants. *Accounting Review*, v. 68, iss. 2, 1993, s. 218–232.

Christensen, Hans B. – Lee, Edward – Walker, Martin: Do IFRS Reconciliations Convey Information: The Effect of Debt Contracting. *Journal of Accounting Research*, Vol. 47 Issue 5, 2009, s. 1167–1199.

Citron, David B.: Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice. *Accounting and Business research*, Vol. 22, No. 88, 1992, p. 322–336.

Core, John E. – Schrand, Catherine M.: The Effect of Accounting-Based Debt Covenants on Equity Valuation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, iss. 1, 1999, s. 1–34.

Denis, David J. – Wang, Jing: Debt covenant renegotiations and creditor control rights. *Journal of Financial Economics*, 113 (2014), s. 348–367.

Dichev, Ilia – Skinner, Douglas: Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, 2002, s. 1091–1123.

Dyreng, Scott D.: The Cost of Private Debt Covenant Violation. University of North Carolina, Flagler Business School, 2007.

Ervo, Laura: Virallisen vastaväittäjän lausunto Antti Tapanilan väitöskirjasta. *Lakimies* 2008, s. 316–327.

Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets. *Journal of Finance*, Vol. 25 Issue 2, 1970, s. 383–41.

Fan, Hua – Sundaresan, Suresh M.: Debt valuation, renegotiation, and optimal dividend policy. *Review of Financial Studies*, Vol. 13 Issue 4, 2000, s. 1057–1099.

Franz, Diana R. – HassabElnaby, Hassan R. – Lobo, Gerald J.: Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management. *Review of Accounting Studies*, v. 19, iss. 1, 2014, s. 473–505.

Gârleanu, Nicolae – Zwiebel, Jeffrey: Design and Renegotiation of Debt Covenants. *Review of Financial Studies*, Vol. 22 Issue 2, 2009, s. 749-781.

Gopalakrishnan, V. – Parkash, Mohinder: Borrower and lender perceptions of accounting information in corporate lending agreements. *Accounting Horizons*, American Accounting Association, s.13–26.

Griffin, Paula – Lont, David – McClune, Kate: Insider Trading and Stock Return around Debt Covenant Violation Disclosures. *ABACUS: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 50, No. 2, 2014, s. 117–145.

HassanElnaby, Hassan: Waiving Technical Default: The Role of Agency Costs and Bank Regulations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9) & (10), November/December 2006, s. 1368–1389.

Hubbard, R. Glenn: Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 Issue 1, 1998, s. 193–225.

Husa, Jaakko: Valkoista yksisarvista pyydystämässä vai mörköä paossa – »oikeaa oikeusvertailua»? *Lakimies* 5/2010, s. 700–718.

Jensen, Michael C. – Meckling, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 Issue 4, 1976, s. 305–360.

Laitinen, Erkki K.: Yrityksen maksukyvyttömyyden arvioiminen taloustieteen näkökulmasta. *Lakimies* 8/1996, s. 1169–1189.

Li, Ningzhong: Negotiated Measurement Rules in Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 48 Issue 5, 2010, s. 1103–1144.

Mather, Paul: Financial covenants and related contracting processes in the Australian private debt market: an experimental study. *Accounting & Business Research* (Wolters Kluwer UK), Vol. 30 Issue 1, 1999, s. 29-42.

Moir, Lance – Sudarsanam, Sudi: Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. *Accounting and Business Research*, 37:2, 2007, s. 151–166.

Nini, Greg – Smith, David C. – Sufi, Amir: Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value. *Review of Financial Studies*, v. 25, iss. 6, 2012, s. 1713–1761.

Nini, Greg – Smith, David C. – Sufi, Amir: Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92, 2009, s. 400–420.

Roberts, Michael. – Sufi, Amir: Control rights and capital structure: an empirical investigation. *Journal of Finance*, 2009, Vol. LXIV, no. 4, s. 1657–1695.

Smith Clifford W. – Warner, Jerold B.: On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, Volume 7, Issue 2, 1979, s. 117–161.

Sweeney, Amy Patricia: Debt Covenant Violations and Manager's Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994, s. 281–308.

Thorstensson, Michael: Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel. *Juridisk Tidskrift*, Nr. 3, 2000/01, 2000.

Taylor, Peter: What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43:4, 2013, s. 386–417.

Villa, Seppo: Pääomalaina ja uusi osakeyhtiölaki. Artikkelijulkaisu Edilexissä 31.7.2010. Artikkelijulkaisu aiemmin teoksessa Sopimus, vastuu, velvoite sekä Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947–21/11–2007, toimittaja Jarmo Tuomisto, Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, 2007. Saatavilla osoitteesta: <https://www.edilex.fi/artikkelit/7196.pdf> (haettu 14.12.2015).

Välämäki, Olli: Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta. *Defensor Legis*, No 4, 2010, s. 464–478.

Watts, Ross L. – Zimmerman, Jerold L.: Positive Accounting Theory – A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, Vol 65, No. 1, 1990, s. 131–156.

Zhu, Yushu – Gippel, Jennifer: Informed trading on debt covenant violations: the long and short of it. *Accounting & Finance*, artikkeli julkaistu verkossa 22.4.2015. Saatavilla osoitteesta: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/acfi.12126/full> (haettu 5.1.2016).

Opinnäytetyöt

Ahtola, Jussi: Kovenanttien käyttö sekä siihen liittyvät yhtiöoikeudelliset ja sopimusoikeudelliset ongelmat. Helsingin yliopisto, Helsinki 2002.

Lait ja asetukset

Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)

Eurooppayhtiölaki (742/2004)

Kirjanpitolaki (1336/1997)

Kirjanpitoasetus (1339/1997)

Laki Finanssivalvonnasta (878/2008)

Osakeyhtiölaki (624/2006)

Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (20.12.2012/1020)

Vanha arvopaperimarkkinalaki (495/1989)

Euroopan unionin lainsäädäntö

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, annettu 28 päivänä tammikuuta 2003, sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista.

Kansainväliset tilinpäätösstandardit (IFRS-standardit), International Accounting Standards Board, voimaantulopäivä Suomessa 31.12.2004.

Komission direktiivi 2003/124/EY, annettu 22 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta.

Lainvalmisteluasiakirjat

HE 11/2015 Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 32/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 109/2005 Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 137/2004 Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Oikeuskäytäntö

KKO 2013:53

Unionin tuomioistuimen tuomio (toinen jaosto), *Markus Geltl v. Daimler AG*, Asia C-19/11, annettu 28.6.2012.

Virallismateriaali

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus, MOK 7/2013, Dnro FIVA 8/01.00/2013, antopäivä 10.6.2013, voimaantulopäivä 1.7.2013.

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus, Tunnusluvut LIITE, Dnro FIVA 8/01.00/2013, antopäivä 10.6.2013, voimaantulopäivä 1.7.2013.

Muu kotimainen virallismateriaali

Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 2/2015, marraskuu 2015. Saatavilla osoitteesta:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_2_2015.pdf

(haettu 22.12.2015).

Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 3/2014, lokakuu 2014. Saatavilla osoitteesta:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_3_2014.pdf

(haettu 22.12.2015).

Finanssivalvonta, Markkinat-tiedote 3/2011, syyskuu 2011. Saatavilla osoitteesta: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/tiedotteet/markkinat/documents/markkinat_3_2011.pdf (haettu 22.12.2015).

Kirjanpitolautakunnan yleisohje rahoituslaskelman laatimisesta, annettu 30.1.2007.

Kirjanpitolautakunnan yleisohje Valtiovarainministeriön asetuksessa (538/2002) tarkoitetun tilinpäätöksen, tilinpäätös-tiedotteen ja osavuosikatsauksen laatimisesta, annettu 29.10.2002.

Euroopan unionin virallismateriaali

European Securities and Markets Authority, Report 11th Extract from the EECS's Database of Enforcement, ESMA/2011/265, 16.8.2011. Saatavilla osoitteesta: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_265.pdf (haettu 22.12.2015).

Komission suositus, annettu 6 päivänä toukokuuta 2003, mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä, 2003/361/EY.

Itsesääntely

Helsingin Pörssin säännöt, Nasdaq Helsinki Oy, annettu 1.3.2016. Saatavilla osoitteesta: http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-Helsinki-Rules-of-the-Exchange_FI_20160301.pdf (haettu 27.3.2016).

Arvopaperimarkkinayhdistys, Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, annettu 1.1.2016. Saatavilla osoitteesta: <http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf> (haettu 28.1.2016).

Yhdysvaltalainen materiaali

Yhdysvaltalaiset lait

Code of Federal Regulations (2012), the Federal Register by the departments and agencies of the Federal Government. Saatavilla osoitteesta: <https://www.gpo.gov/fdsys/browse/collectionCfr.action?selectedYearFrom=2016&go=Go> (haettu 7.1.2016).

United States Code (2012), the Office of the Law Revision Counsel of the U.S. House of Representatives. Saatavilla osoitteesta:

<https://www.gpo.gov/fdsys/browse/collectionUScode.action?selectedYearFrom=2012&go=Go> (haettu 7.1.2016).

Yhdysvaltalainen oikeuskäytäntö

Aronson v. Lewis, Asia 473 A.2d 805 (Del. 1984)

Brehm v. Eisner, Asia 746 A.2d 244 (Del. 2000)

Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, No. 09-1156 (U.S. March 22, 2011)

Yhdysvaltalainen virallismateriaali

SEC, Investor Bulletin: How to read an 8-K, Investor Assistance (800) 732-0330, 2012. Saatavilla osoitteesta: <https://www.sec.gov/investor/pubs/readan8k.pdf> (haettu 7.1.2016).

SEC Release No. 33-8400. Saatavilla osoitteesta:

<https://www.sec.gov/rules/final/33-8400.htm> (haettu 7.1.2016).

Yhdysvaltalainen itsesääntely

NASDAQ, Nasdaq Listing Rules, 2016. Saatavilla osoitteesta:

<http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F1%5F4%5F3%5F4%5F7&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq%2Dequityrules%2F> (haettu 7.1.2016).

NYSE, Listed Company Manual. Saatavilla osoitteesta:

<http://nysemanual.nyse.com/LCM/Sections/> (haettu 7.1.2016).

Muut lähteet

Dittmar & Indrenius Advokatbyrå Ab, Listayhtiöiden tiedonano-opas, 2014. Saatavilla osoitteesta:

http://www.dittmar.fi/sites/default/files/publications/2014_06_17_Porssiyhtion-tiedonanto-opas.pdf (haettu 17.12.2015).

Finanssivalvonnan listayhtiötilaisuus 4.12 ja 8.12.2014 koskien listayhtiöiden taloudellista raportointia. Saatavilla osoitteesta:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/IFRS/Julkaisut/Esitykset/Documents/Fivan_listayhtiötilaisuus_2014_kalvot.pdf (haettu 20.12.2015).

Fingrid Oyj, pörssitiedote 11.12.2015. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.fingrid.fi/fi/ajankohtaista/tiedotteet/Sivut%2FFingridille%2D300%2Dmiljoona%2Deuron%2Dvalmiusluotto%2Easpx> (haettu 22.2.2016).

Outokumpu Oyj, pörssitiedote 14.12.2015. Saatavilla osoitteesta:

<http://www.outokumpu.com/fi/uutiset-tiedotteet/press-release/Sivut/Outokumpu-689059.aspx> (haettu 22.2.2016).

SEC:in internetsivut, ”Form 8-K”. Saatavilla osoitteesta:

<https://www.sec.gov/answers/form8k.htm> (haettu 7.1.2016).

Stora Enso Oyj, pörssitiedote 18.11.2013. Saatavilla osoitteesta:

<http://globenewswire.com/news-release/2013/11/18/590608/0/fi/Stora-Enso-uudelleenrahoittaa-valmiusluottonsa.html> (haettu 22.2.2016).

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
ESMA	European Securities and Markets Authority
Helsingin Pörssi	Nasdaq Helsinki Oy
IAS	International Accounting Standards
IBD	Interest bearing debt
IFRS	International Financial Reporting Standards
KTM	Kauppa- ja teollisuusministeriö
Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, annettu 28 päivänä tammikuuta 2003, sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista
MOK	Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet
Määritelmädirektiivi	Komission direktiivi 2003/124/EY, annettu 22 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta
LMA	Loan Market Association
NASDAQ	Nasdaq, Inc.
NYSE	New York Stock Exchange
OYL	Osakeyhtiölaki (625/2006)
SEC	U.S. Securities Exchange Commission
VAML	Vanha arvopaperimarkkinalaki (495/1989)
VM	Valtiovarainministeriö

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta

Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuus on yksi arvopaperimarkkinaoikeuden peruspilareista. Markkinoilla toimivilla sijoittajilla on oltava yhdenvertaiset, tasapuoliset ja samanaikaiset mahdollisuudet listayhtiöitä ja näiden arvopapereita koskevan tiedon saantiin, jotta sijoittajilla säilyisi luottamus markkinoiden toimintaan. Sijoittajat hinnoittelevat listayhtiöiden arvopaperit saadun informaation perusteella. Jos sijoittajilla ei ole yleistä luottamusta arvopaperien jälkimarkkinoiden toimintaan, sijoittajat vaativat korkeampia riskipreemioita sijoituksistaan. Tämän seurauksena listayhtiöiden pääomakustannukset kasvavat. Toimiva arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus on siten sekä sijoittajien että listayhtiöiden yhteinen etu.

Arvopaperimarkkinalain (AML) jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään turvaamaan se, että listayhtiöt antavat sijoittajille tiedot olennaisista päätöksistä ja seikoista mahdollisimman nopeasti. Säännöksen vahvuus ja samalla heikkous on, että siinä ei anneta tyhjentävää määritelmää arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista päätöksistä tai seikoista. Tyhjentävän määritelmän puuttuminen on tarkoituksellista. Se tekee säännöksestä joustavan ja jättää tilaa tapauskohtaiselle tulkinnalle. Samalla säännös aiheuttaa työkustannuksia listayhtiöille, koska yhtiöiden on itse huolellisesti arvioitava, milloin jostakin päätöksestä tai seikasta on säännöksen mukaan tiedotettava. Lisäksi voidaan todeta säännöksen olevan oikeusvarmuuden ja ennustettavuuden näkökulmasta haastava. Listayhtiöiden on nimittäin mahdotonta etukäteen varmuudella tietää jonkin päätöksen tai seikan vaikutusta yhtiön arvopaperin arvoon. Mikäli listayhtiö jättää tiedottamatta olennaisista päätöksistä tai seikoista, listayhtiö riskeeraa joutuvansa hallinnollisten tai rikosoikeudellisten seuraamusten kohteeksi.

Edellä olevasta seuraa, että kyseessä on punninta kahden merkittävän intressin välillä. Yhtäältä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden on oltava riittävän kattava ja tehokas, jotta sijoittajilla säilyisi yleinen luottamus arvopaperien jälkimarkkinoiden toimintaan. Toisaalta on tärkeää, että jatkuva tiedonantovelvollisuus ei muodosta kohtuutonta taloudellista raskautta listayhtiöille. Tiedonantovelvollisuus tulee laajuudeltaan olla oikeassa suhteessa niihin tekijöihin, jotka vaikuttavat sijoittajien tekemiin sijoituspäätöksiin. Lisäksi on huomioitava, että ankaraluonteinen tiedonantovelvollisuus voi johtaa listayhtiöiden lyhyen

aikavälin tuloksen ylikorostamiseen sekä vaikuttaa kielteisesti pienten ja keskisuurten yritysten listautumiseen säännellylle markkinalle.¹

Tiedonantovelvollisuus on aiheena ajankohtainen. Syksyllä 2015 astui voimaan AML:n muutos, jonka mukaan listayhtiöiden ei enää tarvitse julkistaa tilinpäätöstiedotetta, johdon osavuotista selvitystä tai osavuosikatsauksia kauden ensimmäiseltä kolmelta ja yhdeksältä kuukaudelta. Toisin sanoen listayhtiöiden hallinnollista taakkaa on viime aikoina pyritty lainsäädännöllisin keinoin keventämään. Lainsäätäjät on osoittanut aiempaa laajempaa ymmärrystä sitä kohtaan, että listayhtiöille syntyy tiedottamisesta merkittäviä kustannuksia. Siitä huolimatta, jatkuva tiedonantovelvollisuus säilyy muuttumattomana voimassa ja sen sisältöä on pyrittävä tarkentamaan.

Listayhtiöiden arvioinnin helpottamiseksi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältöä ja laajuutta on tarkennettu AML:n valmisteluasiakirjoissa ja muun muassa Finanssivalvonnan ohjeilla ja määräyksillä sekä Helsingin Pörssin itsesääntelyllä. Helsingin Pörssin mukaan esimerkiksi kovenantin rikkoutuminen voi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava seikka ja siten kuulua jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin. Tosiasiassa suomalaiset listayhtiöt eivät kuitenkaan juurikaan informoi markkinoita kovenanttien rikkoutumisesta. Vaikka noin puolella suomalaisista listayhtiöistä kovenantit rikkoutuvat ja näistä suurimmalla osalla velat luokitellaan lyhytaikaisiksi, listayhtiöihin kohdistuvat merkittävät rahoitusriskit eivät aina erotu tiedonannossa.²

Kiinnostavaksi kysymykseksi ja tämän tutkielman pääasialliseksi teemaksi nousee, millaisissa tilanteissa finanssikovenantin rikkoutumisesta tulisi tiedottaa. Kysymyksen käsittely edellyttää perehtymistä kovenantteihin. Kovenanttien käyttö ilmentää pyrkimystä perustaa luottopäätös velallisyhtiön olemassa olevien vakuuksien sijasta yhtiön kassavirtaan ja tulevaisuudennäkymiin.³ Asettamalla velallisyhtiölle toiminnallisia ja taloudellisia rajoitteita sekä vaatimuksia, lainanantaja kontrolloi lainaan liittyvää rahoitusriskiään. Kovenanttien rikkoutuessa lainanantaja saa siitä tiedon. Kovenantit toimivat siten lainanantajan eräänlaisena varoituskellona siitä, että taloudelliset ja toiminnalliset edellytykset, johon velallisyhtiön myönteinen luottopäätös perustui, ovat

¹ HE 11/2015 vp, s. 6.

² Finanssivalvonnan listayhtiötilaisuus 4.12 ja 8.12.2014, s. 72.

³ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 197.

muuttuneet. Kun varoituskello soi, lainanantajalla on yleensä mahdollisuus irtisanoa rahoitussopimus tai vaatia rahoituksen ehtojen muuttamista.

Kovenanttien huomattavasta kirjosta sekä rikkoutumistilanteiden suuresta variaatiosta johtuen, ei ole mahdollista yksiselitteisesti luetella tilanteita, joissa kovenantin rikkoutumisesta on AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuussäännöksen mukaan tiedotettava. Oikeusdogmaattisten ja taloustieteellisten lähteiden avulla voidaan kuitenkin tunnistaa kovenanttien rikkoutumisille tyypillisiä piirteitä ja seurauksia, joiden voidaan olettaa kiinnostavan sijoittajia laajalti. Näiden tunnistaminen on tärkeää listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden syntyminen arvioinnista koituvien kustannusten minimoimiseksi sekä listayhtiöiden hallinnollisten ja rikosoikeudellisten seuraamusten välttämiseksi.

1.2 Tutkielman tavoitteet

Tutkielman aihepiiri perustuu ongelmalähtöiseen ajatteluun. Koska Suomessa ei ole yksityiskohtaista sääntelyä eikä oikeuskäytäntöä koskien kysymystä, milloin jokin päätös tai seikka on todennäköisesti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, ollaan haastavien tulkintaongelmien edessä. Tämän tutkielman pääpaino on yhdessä nimenomaisessa tulkintaongelmassa, nimittäin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden aktualisoituminen finanssikovenanttiehtojen rikkoutumisen yhteydessä. Ongelmaa käsitellään tutkielman viimeisessä kohdassa.

Ensiksi aiheen käsittely kuitenkin edellyttää perehtymistä siihen, miksi tiedonantovelvollisuus on säädetty. Jotta tämä olisi mahdollista, on selvitettävä, mikä merkitys tiedolla on yhteiskunnassa yleisesti ja mitä tiedonantovelvollisuudella yleensä tavoitellaan. Näihin kysymyksiin saadaan vastauksia paneutumalla taloustieteellisiin perusolettamuksiin.

Toiseksi aiheen käsittely edellyttää perehtymistä jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevaan arvopaperimarkkinaoikeudelliseen sääntelyyn. Tarkasteltavaksi tulevat kysymykset, mitä tiedonantovelvoitteita listayhtiöille asetetaan laissa, lain esitöissä sekä viranomaisissa ja itsesääntelynormeissa. Samalla sivutaan kysymystä, mitä tietoja listayhtiöiden on annettava rahoitussopimuksien ehdoista ja rahoitusriskeistä yleensä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla. Jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus muodostavat sijoittajien luottamusta suojaavan kokonaisuuden,

minkä vuoksi säännöllisen tiedonantovelvollisuuden käsitteleminen on tutkielmassa perusteltua.

Kolmanneksi aiheen käsittely edellyttää, että saadaan kokonaiskuva finanssikovenanttien luonteesta ja tarkoituksesta. Kokonaiskuvan muodostamiseksi tutkielmassa pyritään identifioimaan tavallisesti esiintyviä finanssikovenanteja. Huomionarvoista on, että kovenanttisopimuskonstruktio rakennetaan jokaisessa tapauksessa erikseen sopimusvapauden sallimissa rajoissa. Näin finanssikovenantit vaihtelevat muotoilultaan ja sisällöltään hyvin paljon. Tutkielmassa mainittuja kovenanteja on pidettävä ainoastaan tutkielman aihepiiriä tukevinä esimerkkeinä. Lisäksi finanssikovenantteihin liittyvän aiemman oikeustieteellisen tutkimuksen vähäisyydestä johtuen analyysissä ei ole voitu mennä kovin syvälle, vaan on jouduttu esittelemään finanssikovenanteja ennemminkin yleisellä tasolla.

Tutkielman viimeisen kohdan tavoitteena on jäsentää ja tarkastella kovenanttien rikkoutumista käytännönläheisestä näkökulmasta, jotta saataisiin selville, millaisissa tilanteissa jatkuva tiedonantovelvollisuus voi syntyä. Kokonaisuudessaan pyritään tekemään joitakin merkityksellisiä huomioita kovenanttien rikkoutumisen keskeisistä seurauksista ja vaikutuksista, jotka voivat olla sijoittajien erityisen intressin kohteena.

Tiivistettynä tutkielman tavoitteet ovat seuraavat:

- Mihin tiedonantovelvollisuus perustuu ja mitä sillä tavoitellaan?
- Mitä tiedonantovelvoitteita listayhtiöille asetetaan, erityisesti rahoitusriskien osalta, ja miten listayhtiöiden jatkuva tiedonantovelvollisuutta tulisi tulkita?
- Mitä finanssikovenantit ovat ja mitä niiden rikkoutumisesta seuraa?
- Miten jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuuden kriteeriä tulisi käytännössä arvioida finanssikovenanttien rikkoutumiskontekstissa? Miten finanssikovenantin rikkoutuminen vaikuttaa listayhtiön arvopaperin arvoon ja millaisissa tilanteissa vaikutus on riittävän olennainen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden synnyttämiseksi?

1.3 Aiheen rajaus

Tutkielman kohteena on listayhtiöiden tiedonantovelvollisuus ja siksi on selvää, että tutkielmasta rajautuvat pois ne yhtiöt, joiden osake ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Listayhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiölain (OYL) mukaista julkista osakeyhtiötä sekä

eurooppayhtiölaissa (742/2004) tarkoitettua yhtiötä, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa ja jonka liikkeeseen laskema osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.

Tämän tutkielman kohteena on listayhtiöiden *osakkeisiin* liittyvä tiedonantovelvollisuus. Vaikka AML:n tiedonantovelvollisuussäännösten piiriin kuuluu osakkeiden lisäksi muita arvopapereita, näitä koskevia erinäisiä määräyksiä ei tutkielmassa käsitellä. Samoin tutkielmaa luettaessa on huomioitava, että sijoittajia käytetään tutkielmassa yleisterminä, jolla tarkoitetaan sekä osakkeiden omistajia, että niiden potentiaalisia ostajia.

Tutkielmassa käsitellään lähtökohtaisesti vain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä. Sen sijaan tutkielmasta rajautuvat pois hallinnolliset ja rikosoikeudelliset seuraamukset tilanteissa, joissa listayhtiö on laiminlyönyt jatkuvan tiedonantovelvollisuutensa. Tutkielmassa ei myöskään käsitellä vahingonkorvausoikeudellisia kysymyksiä tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiin liittyen.

Tutkielman kohteen ulkopuolelle jäävät myös niin kutsutut toimintakovenantit. Toimintakovenantit vaikuttavat suoraan velallisyhtiön toimintaan, velvoittamalla toimimaan tietyllä tavalla tai pidättäytymään tietyistä toimenpiteistä.⁴ Kun finanssikovenantin ensisijainen funktio on varoittaa, toimintakovenantilla se on pääasiassa ohjata.⁵ Toimintakovenanttien luonteesta seuraa, että niiden rikkoutumiseen liittyy usein yhtiön johdon tarkoituksellinen sopimusehtojen noudattamatta jättäminen. Keskittyminen nimenomaan finanssikovenantteihin on tutkielmassa perusteltua, sillä finanssikovenantit rikkoutuvat toimintakovenantteja useammin.⁶ Eri asia on, että lainanantaja voi finanssikovenanttien rikkoutuessa asettaa velallisyhtiölle lisävaatimuksia toimintakovenanttien muodossa. Siksi tutkielmassa sivutaan toimintakovenantteja, kun käsiteltäväksi tulevat kovenanttien rikkoutumisen seuraukset.

Tutkielmassa ei myöskään käsitellä erilaisia arvopapereihin perustuvia lainoja (*public debt*). Erityisesti Yhdysvalloissa arvopapereihin perustuvat lainat ovat tärkeä listayhtiöiden rahoituksen lähde, mutta Suomessa niitä ei hyödynnetä merkittävässä määrin. Lisäksi on osoitettu, että kovenanttien rikkoutumiset ovat selvästi yleisempiä yksityisten lainojen

⁴ Tuomisto 1999, s. 73.

⁵ Tuomisto 1999, s. 73.

⁶ Välimäki 2014, s. 335.

(*private debt*) keskuudessa.⁷ Näin ollen tutkielmassa on tärkeämpää keskittyä perinteisempään lainamuotoon.

1.4 Tutkielman rakenne

Johdantokappaleen jälkeen tutkielman rakenne on seuraava. Ensiksi tutkielmassa perehdytään siihen, miksi tiedonantovelvollisuus on säädetty ja mitä tiedonantovelvollisuudella tavoitellaan. Tiedon merkitystä yhteiskunnassa sekä markkinoiden toimivuuden kannalta pyritään kuvaamaan. Kohdassa keskitytään hypoteesiin tehokkaista markkinoista ja päämies-agenttiteoriaan, jotka ovat koko arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantovelvollisuuden perusta.

Kohdassa 3 siirrytään tutkielman oikeusdogmaattiseen osioon. Ensiksi kohdassa perehdytään arvopaperimarkkinaoikeudellisiin ja osakeyhtiöoikeudellisiin keskeisiin periaatteisiin. Vaikka arvopaperimarkkinaoikeus on oma itsenäinen oikeudenalansa, se on vahvasti sidoksissa osakeyhtiöoikeuteen, minkä vuoksi myös eräillä osakeyhtiöoikeuden perustavanlaatuisilla periaatteilla on merkitystä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kannalta.

Periaatteiden jälkeen tutkielman kohdassa 3 siirrytään AML:n tiedonantösääntelyyn. Jatkuva tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös on tutkielmassa luonnollisesti ensisijaisen tärkeä. Kohdassa käydään läpi säännöksen sisältö, mukaan lukien hallituksen esitysten ja itsesääntelyn tulkinnat säännöksestä. Kohdassa käsitellään myös Euroopan unionin oikeuslähteiden vaikutusta säännöksen tulkintaan. Lisäksi, jotta listayhtiöiden tiedonantovelvollisuudesta muodostuisi kokonaiskuva, kohdassa perehdytään säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen siinä laajuudessa, kuin säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee rahoitusriskeistä ja kovenanteista tiedottamista.

Tutkielman kohdassa 4 käsitellään kovenanteja. Kohdassa esitetään yleisellä tasolla mitä rajoitteita ja velvollisuuksia finanssikovenantit voivat pitää sisällään. Tarkemmin sanottuna kohdassa käydään läpi kovenanttien määritelmät, identifioidaan Suomessa tavallisesti esiintyviä kovenanteja sekä tarkastellaan lainanantajan seuraamusvaihtoehtoja kovenanttien rikkoutuessa.

⁷ Chen – Wei 1993, s. 220.

Viimeinen kohta on tutkielman ongelmalähtöinen osio. Kohdassa 5 käsitellään listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta finanssikovenanttien rikkoutuessa pragmaattisesta näkökulmasta. Ensinnäkin kohdassa 5 käsitellään jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuuden edellytystä kovenanttien rikkoutumisen yhteydessä. Toiseksi kohdassa pyritään jäsentämään kovenanttien rikkoutumisesta aiheutuvia keskeisiä seurauksia sen perusteella, mitkä seuraukset voivat vaikuttaa sijoittajien sijoituspäätökseen. Viimeiseksi kohdassa 5 käsitellään tiedon täsmällisyyttä ja tiedon julkistamisen ajankohtaa. Lopuksi tutkielmassa esitetään yleisluonteisia päätelmiä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden arvioinnista.

1.5 Lähteet

Tutkielman kattoteemana on arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus, minkä johdosta tutkielman ensisijainen lähde on arvopaperimarkkinalaki (746/2012). Sen seurauksena, että jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös on laissa kirjoitettu hyvin avoimeksi, tutkielmassa merkittäväksi lähteiksi muodostuvat myös arvopaperimarkkinalain valmisteluasiakirjat, viranomaisten määräykset ja ohjeet sekä itsesääntely.⁸ Lisäksi tutkielmassa hyödynnetään arvopaperimarkkinaoikeutta käsittelevää doktriinia, mainittakoon erityisesti Jarmo Parkkosen ja Mårten Knutsin *Arvopaperimarkkinalaki* vuodelta 2014. Jatkovaa tiedonantovelvollisuutta koskevaa kotimaista oikeuskäytäntöä on niukasti. Siksi oikeuskäytäntöä käytetään tutkielmassa lähteenä vain rajoitetusti.⁹

Tutkielman toisena pääasiallisena teemana on kovenantit. Kovenanteista ei ole lainsäädäntöä eikä KKO:n ennakkopäätöksiä. Kovenantit määritellään lainanantajan ja velallisyhtiön välisessä sopimussuhteessa sopimusvapauden sallimissa rajoissa. Näin ollen

⁸ Arvopaperimarkkinalakia ei kuitenkaan sovelleta tyhjiössä, vaan huomioita on kiinnitettävä myös erityisesti osakeyhtiölakiin (624/2006) ja kirjanpitolakiin (1336/1997).

⁹ Tutkielmassa hyödynnetään yhtä Korkeimman oikeuden tapaus, KKO 2013:53 (*Perlos*-tapaus), sillä tapaukseen voidaan tukeutua erityisesti arvopaperimarkkinalain olennaisuuden kriteeriä tulkittaessa. Huomionarvoinen on myös Euroopan unionin tuomioistuimen tunnettu päätös *Markus Gelll v. Daimler AG*. Helsingin hovioikeus on käsitellyt jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiä kahdessa tapauksessa, mutta näissä oli kyse listayhtiön pörssitiedotteen viivästymisestä, eivätkä siten ole tutkielman kysymyksenasettelun kannalta ratkaisevia. Ks. R 07/550 Helsingin hovioikeuden tuomio arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, 31.10.2008 ja R 07/550 Helsingin hovioikeuden tuomio arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, 31.10.2008. Finanssivalvonnan hallinnollisessa seuraamusmenettelyssä tai Helsingin Pörssin kurinpitomenettelyssä ei ole käsitelty listayhtiön jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta nimenomaan kovenanttien rikkoutuessa.

kovenanttien tarkastelussa lähteinä korostuvat oikeustieteellinen doktriini sekä empiiriset tutkimukset. Huomionarvoista on, että yleensä lainanantajan ja velallisyhtiön välistä relaatiota tarkastellaan esineoikeuteen ja tarkemmin velkakirjaoikeuteen liittyvänä asiakokonaisuutena. Tutkielmassa velkakirjalakia (622/1947) ei kuitenkaan käytetä lähteenä, koska lainanantajan ja velallisyhtiön välisiä sopimusoikeudellisia kysymyksiä ei velkakirjalaissa juurikaan mainita.¹⁰

Kovenanteista on kirjoitettu suomalaisten oikeustieteilijöiden toimesta jonkin verran. Olli Välimäki on syventynyt rahoitussopimuksen kovenanttiohjaukseen väitöskirjassaan vuodelta 2014. Väitöskirjaa muodostaa tutkielmassa varsin tärkeän lähteen. Muita tutkielman kannalta merkittäviä kirjallisia lähteitä ovat muun muassa Seppo Villan kovenanttiehtoista rahoitusta käsittelevä oppikirja *Velkojan asema osakeyhtiössä* vuodelta 2003, Tero Tuomisto lisensiaattitutkimus *Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa – tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset* vuodelta vuodelta 1999 sekä KTM:n työryhmän selvitys *Kovenantit osana pk-yritysten rahoitusta* vuodelta 1996. Lisäksi finanssikovenanttien yhteydessä on syytä nostaa esille Yritystutkimus ry:n laskentaopas *Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi* vuodelta 2011. Kuten edellä olevasta ilmenee, Olli Välimäen väitöskirja poisluettuna, kotimainen kovenantteja käsittelevä oikeuskirjallisuus ei kokonaisuutena arvioiden ole kovinkaan tuoretta.

Oikeustieteellistä kirjallisuutta täydentävinä lähteinä tutkielmassa hyödynnetään kovenantteja koskevia empiirisiä taloustieteellisiä tutkimuksia. Tutkimukset ovat pääosin yhdysvaltalaisen rahoituksen ja laskentatoimen tutkijoiden suorittamia, koska Yhdysvalloissa tutkijoiden käytettävissä on empiriaa mahdollistavia kattavia tietokantoja. Tutkielmassa huomioidut empiiriset tutkimukset kertovat erityisesti siitä, mitä seurauksia listayhtiöille tilastollisesti aiheutuu kovenanttien rikkoutuessa. Seurauksilla on merkitystä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden arvioinnissa, kuten tutkielman kohdassa 5 lähemmin tarkennetaan.

1.6 Tutkimusmenetelmät

Tutkielmassa käytetään ensisijaisena metodina lainoppia, jonka osalta sovelletaan oikeuslähdeoppia ja tulkintatraditiota. Oikeuslähdeoppi määrittelee oikeuslähteiden

¹⁰ Aurejärvi – Hemmo 2004, s. 3.

keskinäistä järjestystä. Oikeuslähteet voidaan jakaa kolmeen ryhmään niiden velvoittavuuden perusteella; vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin. Vahvasti velvoittavia oikeuslähteitä ovat laki ja maantapa. Lailla tarkoitetaan kaikkia säädöksiä eli myös asetuksia, valtioneuvoston ja ministeriöiden päätöksiä sekä hallintaviranomaisten antamia määräyksiä ja ohjeita. Samoin lailla tarkoitetaan Euroopan unionin oikeuden säädöksiä. Heikosti velvoittaviin oikeuslähteisiin luetaan lain valmistelutyöt ja tuomioistuinratkaisut. Sallittuja oikeuslähteitä puolestaan ovat oikeustiede, oikeusvertailevat ja reaaliset argumentit sekä arvot ja arvostukset. Sallittuihin oikeuslähteisiin voi lakia sovellettaessa vedota, mutta niiden sivuuttamista ei tarvitse erikseen perustella.¹¹

Oikeuslähteen tulkinta on äärimuodossaan sitä, että lakitekstissä esiintyville epämääräisille käsitteille annetaan merkityssisältö. Kun oikeusnormissa esiintyy moniselitteinen käsite (kuten olennaisuus), oikeusnormin sisältöä joudutaan selventämään tulkinnalla. Tulkinnassa on otettava huomioon kaikki oikeudellisesti mahdolliset tarkoitteet eli tulkinnat, jonka jälkeen on pyrittävä valitsemaan näistä jokin tulkinta sekä perustelemaan valintaa. Perusteluissa voidaan huomioida kyseessä olevan oikeusnormin tarkoitus, oikeusjärjestykseen liittyvät systemaattiset näkökohdat taikka muut oikeuteen liittyvät näkökohdat, kuten kohtuus tai oikeudenmukaisuus.¹² Tässä tutkielmassa oikeuslähteen tulkinnassa käytetään apuna heikosti velvoittavia oikeuslähteitä, kuten lain valmisteluasiakirjoja, mutta myös sallittuja oikeuslähteitä, kuten oikeustieteellistä kirjallisuutta, vertailevia näkökohtia ja reaalisia argumentteja.

Osittain tutkielmassa etsitään vastauksia oikeustaloustieteellisiin metodein. Oikeustaloustieteessä analysoidaan sitä, miten taloustieteellistä argumentointia voidaan hyödyntää lain tulkinnassa. Edellä mainitun oikeuslähdeopin mukaisesti taloustieteelliset argumentit luokitellaan reaalisiksi argumenteiksi, eli sallituiksi oikeuslähteiksi. Määrän mukaan otollisin maaperä taloustieteellisten argumenttien käytölle lain tulkinnassa on silloin, kun lain säännökset on kirjoitettu hyvin joustavaksi. Lisäksi oikeustaloustieteelliset argumentit tulevat sovellettavaksi vain, jos laki, lainvalmistelu ja oikeuskäytäntö vaikenevat.¹³ Tässä tutkielmassa kyse on AML:n säännöksen joustavasta sanamuodosta

¹¹ Aarnio 1989, s. 220–221.

¹² Husa – Mutanen – Pohjalainen 2008 s. 25.

¹³ Määttä 2006, s. 51.

sekä lainvalmisteluasiakirjojen ja oikeuskäytännön rajoittuneisuudesta. Taloustieteen hyödyntäminen säännöksen tulkinnassa on siten käyttökelpoinen argumenttien lähde.

Paitsi että tutkielma voidaan luokitella osittain oikeustaloustieteelliseksi, tutkielma voidaan luokitella myös poikkitieteelliseksi. Oikeudellisesti tarkastelu keskittyy arvopaperimarkkinaoikeudelliseen jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Tiedonantovelvollisuuden syntymisen edellytyksenä on kuitenkin päätöksen tai seikan vaikutus arvopaperin arvoon, ja tällainen vaikutus on mitattavissa vain taloudellisin perustein. Oikeudellisen tarkastelun taustalla on siten taloustieteellisiä näkökohtia, jotka pyritään ottamaan huomioon. Tutkielman tekee poikkitieteelliseksi myös se, että tutkielmassa keskitytään niin sanottujen finanssikovenanttien rikkoutumiseen. Finanssikovenantit ilmaisevat velallisen taloudellista asemaa, suorituskykyä, kannattavuutta ja näiden muutoksia.¹⁴ Finanssikovenantit voidaan siten luokitella sekä oikeudellisiksi sopimusehdoiksi että taloustieteellisiksi yhtiön toiminnan mittareiksi. Molemmilla tieteenaloilla on merkitystä arvioitaessa finanssikovenanttien rikkoutumista. Poikkitieteellinen tutkimusote ei kuitenkaan vaikuta siihen, että kyseessä on ensisijaisesti oikeustieteellinen tutkielma.

Tarkastelu kohdistuu pääasiassa suomalaiseen oikeuteen. Tutkielmassa hyödynnetään kuitenkin myös oikeusvertailevia näkökohtia. Husan mukaan on oleellista, että vieraan oikeuden tarkastelu todella palvelee tutkimuksen tarkoitusta ja että oikeusvertailun syvyysaste on suhteessa tutkimuksen tavoitteisiin.¹⁵ Selkeästi lainopillinen asetelma voi kuitenkin hyötyä oikeusvertailevista näkökohdista, koska niillä saadaan tarkasteluun syvyyttä ja lisänäkökulmia. Tällainen vertailu on tyypiltään vaatimatonta, mutta lainopillisesti järkevää, koska pyrkimyksenä on käyttää oikeusvertailua ainoastaan tutkielmaa rikastavana metodina.¹⁶ On selvää, että tämän laajuisessa tutkielmassa ei oikeusvertailussa voida mennä kovin syvälle, eikä se myöskään ole tarkoituksenmukaista. Tutkielmassa pyritään kuitenkin huomioimaan se, että sekä tiedonantovelvollisuus että kovenantit ovat anglosaksista perua. Yleisluonteinen vertailu yhdysvaltalaiseen oikeuteen on perusteltua, sillä Yhdysvalloilla on ollut tärkeä rooli säädettäessä

¹⁴ Tuomisto 1999, s. 66.

¹⁵ Husa 2010, s. 717.

¹⁶ Husa 2010, s. 713; Ervo 2008, s. 320.

arvopaperimarkkinaoikeutta koskevia kansainvälisiä standardeja.¹⁷ Lisäksi Yhdysvallat katsotaan olevan tiedonantovelvollisuuden edelläkävijämaa.

Yhdysvaltalaisilla säännöksillä on tutkielmassa merkitystä myös käytännön syistä. Suomessa rahoitussopimukseen sisältyy tavallisesti salassapitoehto, jonka johdosta rahoitussopimukseen sisältyvien kovenanttien systemaattista keräämistä ja analysointia ei ole mahdollista toteuttaa.¹⁸ Käytettävissä oleva suomalainen tutkimusmateriaali on erittäin rajoittunutta. Sen sijaan Yhdysvalloissa listayhtiöt joutuvat antamaan liittovaltion viranomaiselle tiedot olennaisista rahoitussopimuksistaan sekä rahoitussopimusten muutoksista. Viranomaisiin julkistaa kaikki saamansa tiedot julkisessa tietokannassa. Yhdysvalloissa on siten ollut mahdollista suorittaa kattavia empiirisiä tutkimuksia kovenanttien rikkoutumiseen liittyen. Kyseiset laskentatoimen ja rahoituksen tutkimukset esittävät arvokasta näyttöä kovenanttien rikkoutumisen vaikutuksista sekä niistä tiedottamisesta yleisesti. Tutkimukset eivät ole oikeudellisia, mutta suuntaa-antavia siinä mielessä, että niiden avulla voidaan paremmin tehdä johtopäätöksiä kovenantin rikkoutumisen merkityksestä yhtiön ja sijoittajien näkökulmasta. Tutkimustulosten ymmärtämiseksi on tärkeää jossain määrin ymmärtää yhdysvaltalaista arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä.

¹⁷ Andersen – Clausen 2011, s. 64–65.

¹⁸ Välimäki 2014, s. 58.

2 TALOUSTIETEELLISET PERUSOLETTAMUKSET

Oikeustaloustieteessä yksinkertaistetaan reaali maailmaa sen selvittämiseksi, miksi tiettyä lainsäädäntöä tarvitaan. Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään kahta pelkistettyä taloustieteellistä perusolettamusta, jotka selittävät listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden olemassaoloa. Kyse on tehokkaiden markkinoiden hypoteesista ja päämies-agenttiteoriasta.

Päämies-agenttiteoria on myös perimmäinen syy kovenanttien käyttämiselle. Päämies-agenttiteorian käsittelemisen yhteydessä perehdytään siksi myös lainanantajan ja yhtiön väliseen päämies-agenttisuhteeseen.

2.1 Hypoteesi tehokkaista markkinoista

Oikeustaloustieteessä listayhtiöiden tiedonantovelvollisuutta perustellaan usein markkina- ja makronäkökulmasta. Tiedonantovelvollisuuden taustalla on tavoite allokoida resursseja niille toimijoille, joilla on parhaat edellytykset luoda lisäarvoa yhteiskunnalle.¹⁹ Tiedon heijastuminen arvopaperin markkinahintaan turvaa investointien allokoitumisen niille, jotka tuottavat maksimaalisen tuoton suhteessa toiminnan riskiin.²⁰ Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään hypoteesia tehokkaista markkinoista (*efficient capital market hypothesis*), eli hypoteesia siitä, että kaikki saatavilla oleva informaatio heijastuu välittömästi arvopaperin hintaan.

2.1.1 Hypoteesi

Hypoteesi tehokkaista markkinoista on Faman käsi alaa 1970-luvulta. Hypoteesin ideana on kuvata markkinoita yksinkertaistetussa muodossa, sen ymmärtämiseksi, miten markkinat tosiasias sa toimivat. Fama tarkasteli markkinoiden tehokkuutta jakamalla markkinat kolmeen eri tehokkuusmuotoon, jotka määräytyvät saadun informaation mukaan. Tehokkuusmuodot ovat seuraavat: (1) vahva, (2) keskivahva ja (3) heikko tehokkuusmuoto.²¹ Lukuisat taloustieteilijät ovat Faman jälkeen käyttäneet samaa metodia tutkimuksissaan.²²

¹⁹ Härkönen 2013, s. 18.

²⁰ Ross – Westerfield – Jaffe 2005, s. 298.

²¹ Fama 1970, s. 383.

²² Berk – DeMarzo 2014, s. 459.

Vahvan tehokkuusmuodon vallitessa arvopaperin hinta heijastaa välittömästi *kaikkea* informaatiota. Kun yksi toimija saa uutta tietoa, se saa aikaan välittömän markkinareaktion. Sijoittajat eivät pysty tekemään ylisuuria tuottoja edes sisäpiiritiedolla, sillä myös tämä tieto heijastuu arvopaperin hintaan. Vahva tehokkuusmuoto ei vastaa reaali maailmaa, koska sisäpiiritiedon eliminoiminen vaatisi hyvin korkeita transaktiokustannuksia.²³ Toisessa ääripäässä, heikon tehokkuusmuodon vallitessa, sijoittajat tekevät päätelmiä arvopapereiden hintahistorian ja tuottojen säännönmukaisuuden perusteella. Tulevia hinnanmuutoksia ei voida ennakoida, koska historiallinen hintatieto ei anna siitä viitteitä. Myöskään tämä tehokkuusmuoto ei vastaa reaali maailmaa, sillä sijoittajilla on historiallisten hintatietojen lisäksi käytettävissään muuta tietoa, esimerkiksi tilinpäätöksiä ja pörssitiedotteita.

Lopputuloksena keskivahvaa tehokkuusmuotoa voidaan pitää lähtökohtana. Faman keskivahvan tehokkuusmuodon vallitessa arvopaperin hinta heijastaa välittömästi kaikkea saatavilla olevaa *julkista* informaatiota.²⁴ Scott on ilmaissut asian seuraavasti: ”*An efficient securities market is one where the prices of the securities traded on that market at all times fully reflect all information that is publicly known about those securities.*”²⁵

Empiirisesti on todettu, että keskivahva tehokkuusmuoto vastaisi todellisuutta, mutta on myös olemassa tutkimusta, joka hylkää tämän tutkimustuloksen.²⁶ Markkinoiden tehokkuus ei ole yksiselitteinen kysymys. Siitä huolimatta hypoteesille annetaan arvopaperimarkkinaoikeudessa merkittävä painoarvo.²⁷ Tiedonantosaäntely perustuu

²³ Scott 2015, s. 122.

²⁴ Fama 1970, s. 383.

²⁵ Scott 2015, s. 122. Keskivahvasta tehokkuusmuodosta voidaan tehdä neljä tärkeää huomiota. Ensinnäkin (1) keskivahva tehokkuusmuoto käsittää vain julkisen tiedon. Sisäpiiriläisillä voi siten olla tietoa, jota ei ole vielä diskontattu arvopaperin hintaan, jonka seurauksena sisäpiiriläinen voi hankkia itselleen ylisuuria tuottoja. Toiseksi (2) markkinoiden tehokkuus on relatiivinen käsite. Hypoteesi ei tarkoita, että markkinat olisivat ”kaikkitietäviä” tai että arvopaperin hinta aina heijastaisi sen todellista arvoa. Hypoteesissa on tärkeää vain se, että julkinen informaatio määrää arvopaperin hinnan. Kolmanneksi (3) keskivahvan tehokkuusmuodon vallitessa, sijoittajat eivät voi systemaattisesti päihittää markkinoita. Toisin sanoen sijoittajat eivät voi odottaa saavansa jatkuvasti keskimääräistä korkeampaa tuottoa sijoituksistaan. Neljäntenä (4) ja viimeisenä huomiona voidaan todeta, että keskivahva tehokkuusmuoto tarkoittaa arvopaperin hinnan vaihtelevan satunnaisesti. Arvopaperin hinnassa ei siis ole jatkuvaa korrelaatiota (*serial correlation*). Siten listayhtiö, joka tänään antaa positiivisia tietoja tulevaisuudennäkymistään, voi odottaa listayhtiön osakkeen hinnan nousevan. Mikäli osakkeen hinta nousee myös tulevina päivinä siitä huolimatta, että uusia positiivisia tietoja ei ole annettu, tämä on sen sijaan osoitus markkinoiden tehottomuudesta. Scott 2015, s. 122–123.

²⁶ Norros 2014, s. 227.

²⁷ Norros 2014, s. 227.

ajatukseen siitä, että julkisen tiedon lisääminen tehostaa osakkeiden oikeaa hinnanmuodostumista. Oikea hinnanmuodostuminen johtaa puolestaan siihen, että sijoittajat investoivat yhtiöihin, jotka tuottavat eniten suhteessa toiminnan riskiin.²⁸ Julkisen tiedon lisääminen arvopaperimarkkinaoikeudellisella sääntelyllä johtaa siten viime sijassa yhteiskunnallisiin tehokkuushyötyihin resurssiallokoinnin kautta.

2.1.2 Hypoteesin kritiikki

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin ensisijainen ongelma on teorian sisäinen ristiriitaisuus. Hypoteesin mukaan kaikki käytettävissä oleva tieto heijastuu arvopaperin markkinahintaan. Toisin sanoen markkinahinta on täysin informatiivinen. Koska informaation hankkimiseen liittyy kustannuksia, eivätkä sijoittajat voi päihittää markkinoita, implisiittinen seuraus on, että sijoittajat lakkaavat hankkimasta tietoa. Sijoittajat voivat luottaa siihen, että markkinahinta kertoo kaiken tarpeellisen osakkeen tulevasta tuotosta. Siten hypoteesin sisäinen ristiriitaisuus on se, että kun tieto heijastuu täysin markkinahinnoissa, sijoittajilta puuttuu kannustimia hankkia tietoa, jonka seurauksena markkinahinta ei muodostu oikeaksi. Mutta, kun sijoittajat lakkaavat hankkimasta tietoa, markkinahinta ei enää ole oikea ja sijoittajille muodostuu uudelleen kannustin hankkia tietoa. Tämä kierre jatkuu loputtomiin. Mikäli näin olisi, osakkeiden markkinahinnat heilahtelisivat suuresti. Reaalimaailmassa tällaista markkinahintojen suurta heilahtelua ei kuitenkaan esiinny.²⁹

Hypoteesin heikkoutena voidaan myös erityisesti pitää ajatusta täysin rationaalisista markkinatoimijoista. Williamson on esittänyt, että vaikka toimijat pyrkivät olemaan rationaalisia, ne ovat sitä vain rajoitetusti. Jokaiseen tilanteeseen vaikuttaa toimijan henkilöön ja toimintaympäristöön liittyviä tekijöitä, jotka estävät puhtaasti rationaalisen päätöksenteon.³⁰ North puolestaan on todennut informaation subjektiivisella ja epätäydellisessä käsitellyllä olevan merkitystä päätöksenteossa.³¹ Timosen mukaan oikeustutkimuksessa nämä kummatkin näkökulmat vastaavat toisiaan.³² Reaalimaailmassa sijoittajat voivat ostaa ja myydä arvopapereita hyvinkin erilaisin perustein, minkä johdosta markkinahinta ei aina muodostu täysin oikeaksi.

²⁸ Ross – Westerfield – Jaffe 2005, s. 298.

²⁹ Scott 2015, s. 129–130.

³⁰ Williamson 1985, s. 30–32.

³¹ North 1991, s. 23.

³² Timonen 1997, s. 71; Vahtera 2011, s. 45.

Lisäksi hypoteesin kritiikissä on painotettu, että informaatio- ja muut transaktiokustannukset ovat tosiasia. Paitsi että informaation hankkiminen on kallista, sen lisätuottaminen on omiaan johtamaan informaation käsittelykustannusten kasvamiseen. Toisin sanoen, vaikka sijoittajilla olisikin aikaisempaa suurempi määrä tietoa, sijoittajat eivät välttämättä pysty käsittelemään sitä kaikkea. Syntyy informaation ylikuormitus, jonka johdosta markkinahinta ei muodostu oikeaksi. Näin ollen ainoastaan optimaalinen informaation määrä parantaa markkinoiden tehokkuutta.³³

Lopuksi voidaan todeta, että hypoteesin heikkouksien havaitseminen eivät sinällään kerro mitään tehottomien markkinoiden yksityiskohdista. Kritiikki osoittaa hypoteesin olevan tietyiltä osin puutteellinen, kuitenkin luomatta sille mitään vaihtoehtoista mallia. Tämän seurauksena paras hyödynnettävissä oleva malli on hypoteesi tehokkaista markkinoista, ja argumentti siitä, että sijoittajat käyttävät julkista tietoa välittömästi sijoituspäätöksensä perusteena.³⁴ Arvopaperimarkkinasääntelyssä on perusteltua pitää tehokkaiden markkinoiden hypoteesia lähtökohtana, mutta huomiota tulee kiinnittää myös sen heikkouksiin.

2.1.3 Hypoteesiin perustuva tiedonantosääntely

Tehokkaasti informoidut markkinat kykenevät hinnoittelemaan osakkeita koskevia riskitekijöitä paremmin, jolloin myös osakkeesta maksettava riskipremio on pienempi ja osakkeen hinnanmuodostus luotettavampaa.³⁵ Tämän vuoksi lainsäädännöllä pyritään lisäämään markkinatoimijoiden käytettävissä olevaa informaatiota. Tavoitteena on, että sijoittajilla olisi samanaikaisesti käytettävissään oikeita ja riittäviä tietoja yhtiön osakkeen arvon määrittämiseksi.

Edellä selostetusta kuitenkin seuraa, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantosääntelyn pyrkimyksenä ei ole informaation rajaton lisääminen. Sääntelyllä tulisi pyrkiä julkisen informaation lisäämiseen siten, että informaation laadusta ja käsittelystä aiheutuvat rajoitukset ja kustannukset minimoitaisiin.³⁶ Oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta tavoitteena tulisi olla optimaalinen informaation määrä. Tällöin

³³ Määttä 2009, s. 35.

³⁴ Vahtera 2011, s. 45–46.

³⁵ Häyrynen 2006, s. 31.

³⁶ Timonen 1997, s. 72.

tiedonantovelvollisuuden laajentamisesta aiheutuvat rajakustannukset ovat samat kuin lisätiedosta saatavissa oleva rajahyöty.³⁷

Sääntelyllä ei kuitenkaan voida puuttua päätöksentekijän kykyyn käsitellä informaatiota tai tehdä päätöksiä informaation perusteella.³⁸ Sijoittajien rajoitetusta rationaalisuudesta johtuen, sijoittajat eivät välttämättä reagoi niin kuin markkinoilta tulevan informaation perusteella voisi olettaa.

2.2 Päämies-agenttiteoria

Tiedonantovelvollisuutta perustellaan myös mikronäkökulmasta. Yksittäisiä osakkeenomistajia on suojeltava yhtiön johdon väärinkäytöksiä vastaan. Suojelutarve pohjautuu päämies-agenttiteoriaan. Teoriassa päämies-agenttisuhteella ymmärretään sopimussuhde, jossa toinen osapuoli (päämies) solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen (agentti) kanssa. Osapuolten välisen informaatioasymmetrian seurauksena agentti voi tehtävää suorittaessaan ajaa opportunistisesti omia etujaan ilman, että päämies saa siitä tiedon.³⁹ Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudella suojellaan osakkeenomistajia juuri tältä yhtiön johdon opportunistiselta toiminnalta.

Paitsi että päämies-agenttiteoria on huomionarvoinen käsiteltäessä tiedonantovelvollisuutta, teorialla on yhteyksiä myös kovenantteihin. Lainanantajalla on huomattavasti vähemmän tietoa velallisyhtiön käyttäytymisestä kuin mitä velallisyhtiöllä itsellään on. Opportunistisen toiminnan minimoimiseksi lainanantaja asettaa velallisyhtiölle velvoitteita ja rajoituksia kovenanttien muodossa.

Tässä tutkielmassa on siis kyse kahdesta erityyppisestä päämies-agenttisuhteesta: osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välinen relaatio sekä lainanantajan ja yhtiön eli osakkeenomistajien välinen relaatio. Näitä molempia käsitellään tutkielmassa seuraavaksi. Ensiksi on kuitenkin syytä perehtyä yleisellä tasolla itse päämies-agenttiteoriaan.

³⁷ Määttä 2009, s. 35, alaviite 133. Toisaalta tällöin ei kuitenkaan huomioida, että sijoittaja voi olla riskikaihhtaja, jonka subjektiivinen preferenssi on saada mahdollisimman paljon tietoa. Määttä 2009, s. 35, alaviite 133.

³⁸ Timonen 1997, s. 76.

³⁹ Mähönen – Villa 2015, s. 341–342.

2.2.1 Teoria

Jensen ja Meckling käsittelivät päämies-agenttiteoriaa tutkimuksessaan jo 1970-luvulla. Päämies-agenttisuhte määriteltiin tutkimuksessa sopimussuhteeksi, jossa päämies solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta agentin kanssa.⁴⁰ Osapuolet sopivat sopimuksen tarkoituksesta ja siitä, että sen toteuttamiseksi tarvittavat päätökset jäävät agentin tehtäväksi, eli päämies delegoi osan määräysvallastaan agentille.⁴¹ Osapuolten on kuitenkin mahdotonta yksityiskohtaisesti sopia kaikista agentin velvollisuuksista päämiestä kohtaan.⁴² Näin ollen päämies-agenttisuhteelle on ominaista, että päämiehellä on vähemmän informaatiota agentin toiminnasta kuin agentilla itsellään, eikä päämies pysty havaitsemaan, jos agentti toimii opportunistisesti päämiehen intressien vastaisesti.⁴³ Jos osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä, agentin toiminta ei välttämättä vastaa päämiehen kannalta parasta menettelyä.⁴⁴

Keskeisiä käsitteitä päämies-agenttiteoriassa on opportunistinen toiminta ja informaatioasymmetria. Opportunistinen toiminta viittaa itsekkyyteen liittyvään petoksellisuuteen, eli valmiuteen hyödyntää sopimuskumppanin tietämättömyyttä, erehdyksiä tai hyväuskoisuutta, sekä toimimiseen vastoin lakia tai sopimusta tai muuta järjestelyä, jotta saavutetaan itselle riittävän suuri hyöty.⁴⁵

Toiseksi mainitulle käsitteelle, informaatioasymmetrialle, on hyvin monia eri määritelmiä. Ahtosen mukaan informaatioasymmetria tarkoittaa oikeustaloustieteessä sitä, että yhdellä osapuolella on hallussaan yksityistä informaatiota, jonka hankkiminen tulee toiselle osapuolelle liian kalliiksi.⁴⁶ Timosen mukaan informaatioasymmetrian tilanteessa osapuolten päätökset perustuvat erilaiseen tietoon, joten osapuolten päätökset eivät voi toteuttaa yhteistä optimointia.⁴⁷

⁴⁰ Jensen – Meckling 1976, s. 310.

⁴¹ Jensen – Meckling 1976, s. 310; Mähönen – Villa 2015, s. 341-342.

⁴² Täydellistä sopimusta ei ole, koska kaikkia tulevaisuudessa esiintyviä asiantiloja on mahdotonta ennustaa. Vahtera 2011, s. 47.

⁴³ Mähönen – Villa 2015, s. 342.

⁴⁴ Välimäki 2014, s. 105.

⁴⁵ Timonen 1997, s. 73. Williamsonin määritelmä opportunistille on ”*self-interest seeking with guile*”. Williamson 1985, s. 47.

⁴⁶ Välimäki 2014, s. 104; Ahtonen 2010, s. 95.

⁴⁷ Timonen 1999, s. 75.

Perinteisesti päämies-agenttisuhteelle ominainen informaatioasymmetria jaetaan kahteen eri muotoon: (1) moraalikato (*moral hazard*) ja (2) haitallinen valikoituminen (*adverse selection*).⁴⁸ Moraalikato viittaa tilanteeseen, jossa agentti ei joudu kantamaan kaikkia negatiivisia seurauksia omasta toiminnastaan, jonka johdosta agentti on taipuvainen muuttamaan toimintaansa päämiehen kannalta kielteisellä tavalla, esimerkiksi riskipitoisemmaksi. Mikäli agentti onnistuu, onnistumisen tuomat hyödyt koituvat agentin eduksi. Mikäli agentti epäonnistuu, päämies kantaa tappiot taikka osan niistä. Moraalikadossa informaatioasymmetria kohdistuu agentin käyttäytymiseen.⁴⁹

Haitallinen valikoituminen taas viittaa tilanteeseen, jossa toinen vaihdannan osapuoli tietää jotakin vaihdannan kohteena olevasta hyödykkeestä, jota vastapuoli ei tiedä.⁵⁰ Informaatioasymmetria kohdistuu enemmän tietoa omaavan osapuolen rehellisyyteen.⁵¹ Akerlof on kuvannut ilmiötä termillä ”*the market for lemons*” ja esimerkillä käytettyjen autojen markkinoista. Käytetyn auton myyjän voidaan olettaa omaavan tiedon auton tosiasiallisesta laadusta. Käytetyn auton ostaja ei sen sijaan osaa arvioida, onko auto niin kutsuttu ”sitruuna”, eli huonoa laatua. Koska ostaja ei voi tietää auton tosiasiallista laatua, ostaja maksaa autosta hyvien autojen ja huonojen autojen keskimääräisen hinnan.⁵² Myyjä ei kuitenkaan halua myydä hyvää autoa hintaan, joka on auton todellisen arvon alapuolella. Näin ollen hyvien autojen myyjät vetäytyvät markkinoilta. Lopulta informaatioasymmetria johtaa markkinoihin, joilla myydään ainoastaan ”sitruunoita”.⁵³ Haitallinen valikoituminen johtaa siis hyvien hyödykkeiden poistumiseen markkinoilta.

2.2.2 Osakkeenomistajat ja yhtiön johto

Osakeyhtiössä osakkeenomistajien agenttina toimii yhtiön johto. Päämies-agenttisuhteessa ongelman ydin on se, että osakkeenomistajat eivät pysty tehokkaasti valvomaan yhtiön johtoa. Osakkeenomistajien ja johdon välillä vallitsee informaatioasymmetria, joka voidaan jakaa edellä selostetun mukaisesti kahteen eri muotoon. Yhtäältä informaatioasymmetria tarkoittaa johdon kätkeytyä käyttäytymistä, eli moraalikatoa. Osakkeenomistajat eivät voi tunnistaa, toimiiko yhtiön johto todella tavalla, joka maksimoi

⁴⁸ Scott 2015, s. 137.

⁴⁹ Scott 2015, s. 137.

⁵⁰ Scott 2015, s. 137.

⁵¹ Scott 2015, s. 137. Vähemmän tietoa omaava osapuoli ei voi varmuudella tietää, kertooko enemmän tietoa omaava vastapuoli kaiken.

⁵² Taloustieteessä ilmiöstä käytetään termiä ”*pooling*”. Scott 2015, s. 138.

⁵³ Akerlof 1970, s. 489–490.

osakkeenomistajien tuoton.⁵⁴ Moraalikato voi näyttäytyä esimerkiksi siten, että yhtiön johto karttaa tuottoisia mutta riskipitoisia investointeja mukavuudenhalusta taikka halusta säilyttää oman positionsa.

Toisaalta informaatioasymmetria tarkoittaa kätkeytä informaatiota, kun johdon käytettävissä on sellaista tietoa, joka ei ole osakkeenomistajien käytettävissä.⁵⁵ Yhtiön johdolla on luonnollisesti ulkopuolisia laajempaa ja syvällisempää informaatiota yhtiön tosiasiallisista tulevaisuudennäkymistä. Mitä vähemmän informaatiota on osakkeenomistajien saatavilla, sitä suurempi on intressiriidan riski, mikä puolestaan lisää osakkeenomistajien riskipreemiota.⁵⁶ Mitä suurempaa riskipreemiota osakkeenomistajat vaativat, sitä suuremmat ovat yhtiön rahoituskustannukset.⁵⁷

Informaatioasymmetrian seurauksena osakkeenomistajille syntyy erilaisia agentuurikustannuksia, joista keskeisimmät ovat valvontakustannukset.⁵⁸ Agentuurikustannusten voidaan katsoa realisoituvan eri tavoin: (1) osakkeenomistuksen aikana, koska jaettavat varat ovat vähäisemmät kuin jos johto olisi toiminut tehokkaammin, (2) osakkeita myytäessä, koska osakkeenomistajat saavat osakkeistaan pienemmän hinnan, tai (3) yhtiötä likvidoidaessa, koska osakkeenomistajien saama jako-osa on pienempi.⁵⁹

Edellä mainitut näkökohdat huomioon ottaen osakkeenomistajien ja yhtiön johdon välistä informaatioasymmetriaa pyritään vähentämään säätämällä listayhtiöille tiedonantovelvollisuuksia. Tiedonantovelvollisuudet vähentävät kätkeyttä käyttäytymistä ja kätkeyttä informaatiota, mutta eivät kuitenkaan tee opportunistisen oman hyödyn tavoittelemista mahdottomaksi.⁶⁰

2.2.3 Lainanantaja ja yhtiö

Vaikka päämies-agenttiongelmia tarkastellaan perinteisesti osakkeenomistajien ja yhtiön välisenä relaationa, se esiintyy myös muissakin relaatioissa. Lainanantajan ja velallisyhtiön väliselle suhteelle on ominaista, että lainanantajalla on vähemmän tietoa yhtiön

⁵⁴ Mähönen – Villa 2015 s. 342.

⁵⁵ Mähönen – Villa 2015 s. 342.

⁵⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 343.

⁵⁷ Mähönen – Villa 2015, s. 343.

⁵⁸ Mähönen – Villa 2015 s. 342.

⁵⁹ Mähönen – Villa 2015 s. 342.

⁶⁰ Mähönen – Villa 2015 s. 347–348. Myös muilla säännöksillä, muun muassa yhtiöoikeudellisilla periaatteilla, pyritään agenttiongelman minimoimiseen. Mähönen – Villa 2015 s. 348.

toiminnasta kuin yhtiöllä itsellään.⁶¹ Tässäkin relaatiossa informaatioasymmetria voidaan jakaa moraalikatoon ja haitalliseen valikoitumiseen.

Moraalikato ilmenee rahoitusmarkkinoilla muun muassa siten, että velallisyhtiö muuttaa toimintaansa riskipitoisemmaksi. Taustalla on oletamus siitä, että lainanantaja joutuu kantamaan osan tappioista, mikäli velallisyhtiön riskipitoiset investoinnit epäonnistuvat. Jos velallisyhtiön riskipitoiset investoinnit onnistuvat, tuotot koituvat velallisyhtiön omaksi hyödyksi. Lainanantajan tuotot pysyvät sen sijaan pääsääntöisesti kiinteinä.

Haitallinen valikoituminen esiintyy rahoitusmarkkinoilla sekä lainanantajan että velallisyhtiön haittana. Informaatioasymmetrian tuntematon parametri on luotonhakijan rehellisyys. Lainanantajalta puuttuu tarpeellista informaatiota ja kontrollia luotonhakijan kyvystä ja halusta maksaa velka takaisin.⁶² Näin ollen lainanantaja joutuu arvioimaan luotonhakijoita huolellisesti.⁶³ Lainanantaja ei kuitenkaan aina osaa erottaa hyviä hankkeita huonommista, jonka johdosta lainanantajan vaatimat rahoituskustannukset peilaavat hankkeiden keskimääräistä tasoa. Lopputuloksena hyvien hankkeiden rahoituskustannukset kasvavat.

Lainanantajan ja yhtiön välillä vallitsee intressiriita. Yhtiön (osakkeenomistajien) intressissä on maksimoida yhtiön tuotto. Tällainen tavoite ei kuitenkaan aina vastaa lainanantajan intressiä. Lainanantajan ensisijainen intressi on nimittäin velallisyhtiön säilyminen maksukykyisenä koko velkasuhteen ajan.⁶⁴ Mikäli lainanantajalla ei ole sijoitukselleen turvaavaa vakuutta, lainanantajalle on erityisen tärkeää, että velallisyhtiön taloudelliset ja toiminnalliset edellytykset eivät muutu. Tämä pitää sisällään esimerkiksi sen, että velallisyhtiö ei muuta liiketoimintaansa riskipitoisemmaksi sen jälkeen, kun luottopäätös on tehty. Lisäksi tämä pitää sisällään sen, että yhtiö ei maksa ylisuuria osinkoja tai ota suuria määriä uutta lainaa.⁶⁵ Lainantajan näkökulmasta tärkeää on vain se, että velallisyhtiö pystyy maksamaan lainan lyhennykset sekä korko- ja muut rahoituskulut.⁶⁶ Varmistaakseen velallisyhtiön yhteistyöhalukkuuden lainanantaja rajoittaa velallisyhtiön toimintaa ja velvoittaa velallisyhtiön informoimaan muutoksista

⁶¹ Berk – DeMarzo 2014, s. 567.

⁶² Välimäki 2014, s. 104.

⁶³ Ahtonen 2010, s. 98. Toisin sanoen lainanantajalle syntyy valvontakustannuksia.

⁶⁴ Mähönen – Villa 2015, s. 227.

⁶⁵ Ks. esim. Scott 2015, s. 379.

⁶⁶ Knüpfer – Puttonen 2014, s. 24.

kovenanteilla.⁶⁷ Lainantajan valvontaa ja informaatiota lisäävillä kovenanttiehdoilla on osoitettu olevan vaikutuksia sekä rahoituksen kustannuksiin että sen saatavuuteen.⁶⁸ Kovenantit eivät kuitenkaan poista lainantajan ja velallisyhtiön päämies-agenttiongelmia, sillä informaatioasymmetriaa ei voida koskaan eliminoida kokonaisuudessaan.

⁶⁷ Knüpfer – Puttonen 2014, s. 24; Roberts – Sufi 2009, s. 1658; Smith – Warner 1979, s. 117.

⁶⁸ Beatty – Weber – Yu 2008, s. 166; Ang – Cole – Lin 2000, s. 81; Hubbard 1998, s. 194–195.

3 TIEDONANTOSÄÄNTELY

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin ja päämies-agenttiteoriaan perustuen lainsäätäjä pyrkii lisäämään markkinatoimijoiden käytettävissä olevaa informaatiota. Tavoitteena on tiedonantovelvollisuus, joka riittävässä määrin turvaa sijoittajien aseman, kuitenkin aiheuttamatta listayhtiöille suhteettoman suuria kustannuksia. Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään AML:n säännöllistä ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Nämä muodostavat arvopaperimarkkinoiden toimivuutta suojaavan *kokonaisuuden*. Koska tutkielman pääpaino on jatkuvassa tiedonannossa, säännöllistä tiedonantovelvollisuutta käsitellään kuitenkin vain yleisellä tasolla ja siltä osin, kuin säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee rahoitusriskeistä tiedottamista.

3.1 Yleistä

AML:n 7 luvussa säädetään tiedoista, jotka listayhtiön tulee julkistaa säännöllisin väliajoin (säännöllinen tiedonantovelvollisuus). Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta täydentää AML:n 6 luvun 4 §, jonka mukaan listayhtiön tulee tiedottaa kaikista todennäköisesti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista päätöksistä ja seikoista ilman aiheetonta viivytystä (jatkuva tiedonantovelvollisuus). Kokonaisuudessaan listayhtiöiden jatkuvasta ja säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta sekä tiedotteiden julkistamisesta ja saatavalla pidosta säädetään AML:n 6-8 ja 10 luvuissa.⁶⁹

Lisäksi jatkuvaa ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta säännellään Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa, Helsingin Pörssin säännöissä, VM:n tiedonantovelvollisuusasetuksessa ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa. Edellä mainitut ovat sitovuusasteiltaan erilaisia. Finanssivalvonnan määräyksillä ja ohjeilla voidaan katsoa olevan huomattavaa tulkintavaikutusta, kun taas itsesääntelyllä on lähinnä arvopaperimarkkinaoikeudellisia laiminlyöntejä ennaltaehkäisevä funktio.⁷⁰

Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään tiedottamiseen liittyviä yleisiä oikeudellisia periaatteita. Toiseksi kohdassa käsitellään säännöllistä tiedonantovelvollisuutta ja kolmanneksi jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Viimeiseksi kohdassa käsitellään lyhyesti yhdysvaltalaisista tiedottamissääntelyä ja -käytäntöä kovenantteihin liittyen.

⁶⁹ AML:ssa listayhtiöiden tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset ovat pääosin pysyneet samana verrattuna edelliseen arvopaperimarkkinalakiin (495/1989).

⁷⁰ Häyrynen 2009, s. 52.

3.2 Yleiset periaatteet

AML:n yleiset periaatteet tulee luonnollisesti huomioida kaikessa listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvässä arvioinnissa. Uudessa AML:ssa vahvistettiin tiedonantovelvollisuuden peruseriaatteita sisällyttämällä lakiin kolme keskeistä yleissäännöstä: kieltä menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti (AML 1 luvun 2 §), kieltä antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja (AML 1 luvun 3 §) sekä riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen sijoittajien saatavilla (AML 1 luvun 4 §).⁷¹ Vaikka periaatteet olivat olemassa jo kauan ennen uuden lain voimaantuloa, epäselvää oikeustilaa haluttiin selkeyttää säätämällä niistä selvempiä ja kattavampia erillissäännöksiä.⁷²

AML:n taustalla vaikuttavat myös OYL:n keskeiset periaatteet. Seuraavia yleissäännöksiä voidaan pitää erityisen tärkeinä tämän tutkielman kannalta: yhdenvertaisuuseriaate (OYL 1 luvun 7 §) ja johdon huolellisuusvelvollisuus (OYL 1 luvun 8 §). Periaatteilla voidaan katsoa olevan yhteinen tarkoitusperuste. Osakkeenomistajia on suojattava riittävässä määrin, jotta transaktiokustannukset pysyisivät mahdollisimman pieninä ja markkinat tehokkaina. Tutkielmassa käsitellään AML:n yleissäännösten ohella edellä mainittuja OYL:n yleissäännöksiä.⁷³

3.2.1 *Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti*

Arvopaperimarkkinoiden toimivuus perustuu siihen, että sijoittajilla on luottamusta markkinoiden toimintaan, mikä puolestaan edellyttää, että markkinoilla käyttäytytään hyvän tavan mukaisesti. Yleinen luottamus esimerkiksi osakkeiden jälkimarkkinoiden toimintaan on perusedellytys, jotta yhtiöt pystyvät hankkimaan kilpailukykyisesti pääomaa.⁷⁴ Arvopaperimarkkinaoikeudellisilla säännöksillä ei kuitenkaan ole mahdollista

⁷¹ Luhtanen – Korhonen 2013, s. 6. Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja ei suoranaisesti liity tämän tutkielman kysymyksenasettelun piiriin, minkä vuoksi yleissääntöä ei tutkielmassa käsitellä. Mainittakoon kuitenkin, että totuudenvastaisuus tarkoittaa seikan esittämistä virheellisellä tavalla, kun taas harhaanjohtavuus voi syntyä tiedon esittämistavan, muodon tai puutteellisuuden takia. Parkkonen – Knuts 2014, s. 22.

⁷² HE 32/2012 vp, s. 1.

⁷³ OYL:n yhdenvertaisuuseriaatetta käsitellään kuitenkin vain lyhyesti AML:n tasavertaisuuseriaatteen yhteydessä.

⁷⁴ HE 137/2004 vp, s. 7. Yleistä luottamusta heikentää päämies-agenttisuhteen ongelmat. Yleisen luottamuksen heikkeneminen heijastuu markkinahintoihin (rahoituskustannuksiin) tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti.

luoda täysin aukotonta sääntelyä, joka kattaisi kaikki mahdolliset tilanteet. Siksi AML:n 1 luvun 2 §:ssä on yleinen hyvän tavan vastaisen menettelyn kielto.

Hyvällä markkinatavalla tarkoitetaan vakiintuneesti periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen ja puolueettoman mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy yksityiskohtaisen ja konkreettisen säännöksen puuttuessa ensisijaisesti markkinakäytännössä, sen käytänteissä, sekä yksittäisessä sopimussuhteessa ja oikeustoimissa.⁷⁵ AML:n jatkuvaa tiedonantoa koskeva säännös on kirjoitettu hyvin joustavaksi.⁷⁶ Koska Finanssivalvonnan tehtävänä on nimenomaan edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla (laki Finanssivalvonnasta 3 §), Finanssivalvonta onkin tulkinnut AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältöä tarkemmin. Näillä tulkinnoilla on myös käytännössä suuri merkitys.

Myös arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyllä täsmennetään hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä ja vähennetään sen rikkomisen todennäköisyyttä. Hyvää markkinatapaa ilmentäviä itsesääntelynormeja ovat muun muassa Arvopaperimarkkinayhdistyksen listayhtiöiden hallinnointikoodi, Helsingin Pörssin säännöt sekä Finanssialan keskusliiton suositukset ja ohjeet.⁷⁷ Erityisesti Helsingin Pörssin säännöt tarkentavat jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyviä vaatimuksia. Itsesääntelyllä voidaan kuitenkin asettaa myös lakia ankarampia vaatimuksia, joten suoria vertauksia lain mukaisen tiedonantovelvollisuuden ja itsesääntelyn mukaisen tiedonantovelvollisuuden välillä ei tulisi tehdä.

3.2.2 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla sekä yhdenvertaisuus

Arvopaperimarkkinaoikeudellisiin yleisiin periaatteisiin kuuluu riittävien tietojen tasapuolinen ja johdonmukainen pitäminen sijoittajien saatavilla. AML:n 1 luvun 4 §:n mukaan se, joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on muun AML:n säännöksen nojalla

⁷⁵ HE 32/2012 vp, s. 170.

⁷⁶ HE 137/2004 vp, s. 54.

⁷⁷ HE 32/2012 vp, s. 171.

tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Periaate riittävien tietojen saatavilla pidosta pohjautuu tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin ja päämies-agenttiteoriaan, eli toisin sanoen informaation keskeiseen rooliin arvopaperimarkkinoilla. Tilanne, jossa markkinoilla toimivilla sijoittajilla ei ole yhdenvertaista, tasapuolista ja samanaikaista mahdollisuutta yhtiöitä ja arvopapereita koskevan tiedon saantiin aiheuttaa rahoituskustannusten kasvua.⁷⁸ Periaatteen perimmäisenä tavoitteena on luoda läpinäkyvyyttä ja tämän kautta markkinoiden tehokkuutta. Periaate luo siten perustan koko tiedonantovelvollisuudelle, ja on tässä tutkielmassa ensiarvoisessa asemassa.

Syksyllä 2015 pykälään lisättiin johdonmukaisuusvaatimus tasapuolisuuden rinnalle. Johdonmukaisuusvaatimus oli voimassa jo ennen kuin se nostettiin AML:iin yleisperiaatteen tasolle. Lainmuutoksella haluttiin korostaa johdonmukaisuuden periaatetta tiedottamisessa.⁷⁹ Johdonmukaisuutta arvioidaan suhteessa liikkeeseenlaskijan aiempaan tiedottamiskäytäntöön. Johdonmukaisuuden vaatimus ei kuitenkaan estä liikkeeseenlaskijaa muuttamasta taloudellisten katsausten julkistamiskäytäntöään. Esimerkiksi, jos liikkeeseenlaskija siirtyy julkistamaan ainoastaan puolivuosisikatsauksia, se voi myöhemmin palata julkistamaan taloudellisia katsauksia tiheämmin. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan johdonmukaista on kuitenkin, että katsausten julkistamiskäytäntöä ei tilikauden aikana muutettaisi tarpeettomasti, ja että tieto taloudellisen raportointikäytännön muutoksista julkistettaisiin etukäteen.⁸⁰

AML:n tasapuolisuusperiaate on kytköksissä OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteeseen. Sekä tasapuolisen että yhdenvertaisuuden kohtelun vaatimusten kohdalla kyse on tavoitteesta vahvistaa osakkeenomistajien luottamusta markkinoiden tehokkuuteen ja

⁷⁸ HE 137/2004 vp, s. 7.

⁷⁹ Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2015, s. 2.

⁸⁰ Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2015, s. 2.

puolueettomuuteen.⁸¹ Periaatteiden ero on niiden kohdistuminen eri seikkoihin. Tasapuolisuus kohdistuu markkinoihin kokonaisuutena, eli lähinnä osakkeisiin eikä niinkään osakkeenomistajan ominaisuuksiin. Yhdenvertaisuus taas kohdistuu yksittäiseen yhtiöön ja sen osakkeenomistajiin.⁸²

3.2.3 Johdon huolellisuusvelvollisuus

Osakeyhtiön keskeiseksi periaatteeksi on säädetty, että yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua (OYL 1 luvun 8 §). Pykälässä määritellään johdon yleinen tehtävä. Määritelmä on kaksiosainen. Se sisältää ensinnäkin velvollisuuden toimia huolellisesti ja toiseksi velvollisuuden toimia yhtiön edun mukaisesti.⁸³

Huolellisuusvelvollisuus liittyy vahvasti edellä käsiteltyyn päämies-agenttiteoriaan. Yhtiön johdolle asetettua huolellisuusvelvollisuutta voidaan pitää paitsi yhtiöoikeudellisena periaatteena, myös yleisenä siviilioikeudellisena periaatteena, jonka mukaan sen, joka on ottanut hoitaakseen toisen henkilön asioita asiamiehenä, valtuutettuna, edunvalvojana tai muussa ominaisuudessa, on suoritettava tämä tehtävänsä huolellisesti ja tehtävää suorittaessaan edistettävä päämiehen etua.⁸⁴

Huolellisuusvelvollisuudella on pitkä historia suomalaisessa yhtiöoikeudessa. Jo vuoden 1978 osakeyhtiölain (734/1978) mukaisen doktriinin mukaan yhtiön johdon edellytettiin hyvän liiketavan mukaisesti edistävän yhtiön parasta, eli kaikissa päätöksissään ja toimissaan johtavan yhtiötä huolellisesti. Sen ajan yleinen hyvä liiketapa tarkoitti huolellisuutta johdon toimien valmistelussa, niistä päättämisessä ja niiden

⁸¹ Vahtera 2011, s. 163. Keskeistä molemmille periaatteille on se, että kummatkin rajoittavat sallittuja menettelyjä markkinoilla. Periaatteiden kautta ylläpidetään osakkeenomistajien ja sijoittajien ennakoitavuutta, eli osakkeenomistajien perusteltuja odotuksia markkinajärjestelyiden tasapuolisuudesta ja yhdenvertaisuudesta. Tämän kautta sijoittajien vaatimat tuottovaatimukset pienenevät ja yhtiöiden pääomakustannukset laskevat, jolloin edistetään markkinoiden toimivuutta kokonaisuutena. Vahtera 2011, s. 165. Periaatteet perustuvat viime sijassa päämies-agenttiteoriaan. Ks. esim. Mähönen - Villa 2015, s. 348.

⁸² Vahtera 2011, s. 164. OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteesta seuraa yhtäältä, että osakkeenomistajat voivat luottaa siihen, että osakkeet tuottavat samat oikeudet kuin muutkin osakkeet, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Toisaalta osakkeenomistajat voivat luottaa myös siihen, että yhtiö ei ryhdy toimenpiteisiin, jotka ovat omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. OYL 1 luvun 7 §.

⁸³ HE 109/2005 vp, s. 40. Velvollisuus toimia yhtiön edun mukaisesti (lojaliteettivelvollisuus) tarkoittaa käytännössä yhtiön tuoton maksimointia. Ks. Mähönen - Villa 2015, s. 376–381. OYL:n valmisteluasiakirjoissa todetaan, että huolellisuusvelvollisuus sisältää lojaliteettivelvollisuuden. HE 109/2005 vp, s. 79. Velvollisuuksien keskinäinen suhde ei kuitenkaan ole aivan selvä. Mähönen - Villa 2015, s. 376.

⁸⁴ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2012, s. 59.

suorittamisessa.⁸⁵ Toiseksi huolellisuuteen kuului hyvä liikkeenjohtotapa. Hyvän liikkeenjohtotapa pitää sisällään taustaoletuksen, että liiketoimintaan liittyy aina riskejä, ja siten tappion aiheutuminen ei itsessään tarkoita johdon toimineen huolimattomasti.⁸⁶ Johdon on tehtävä päätökset *ex ante* huolellisesti.

Tällainen hyvään liikkeenjohtotapaan perustuva ajattelumalli ei ole kaukana angloamerikkalaista syntyperää olevasta liiketoimintapäätösperiaatteesta, niin kutsuttu *business judgement rule*. Liiketoimintapäätösperiaate todettiin Delawaren korkeimman oikeuden ratkaisussa *Aronson* vastaan *Lewis*⁸⁷ sekä myöhemmin ratkaisussa *Brehm* vastaan *Eisner*⁸⁸. Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaan oletuksena on, että yhtiön johto toimii riittävien tietojen pohjalta ja hyvässä uskossa vakuuttuneina siitä, että sen tekemät päätökset ovat yhtiön intressissä. Näin ollen se, joka oikeusprosessissa vaatii vahingonkorvausta yhtiöltä johdon tekemien päätösten perusteella, kantaa näyttötaakan siitä, että johto on toiminut liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisen oletuksen vastaisesti.⁸⁹

OYL:n valmisteluasiakirjoissa todetaan, että tapa, jolla johdon tuottamusta vakiintuneesti arvioidaan, johtaa käytännössä paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin esimerkiksi angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettava liiketoimintapäätösperiaate.⁹⁰ Vaadittavan huolellisuuden arvioinnissa kiinnitetään huomiota siihen, että liiketoiminnassa päätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa sekä siihen, että riskin ottaminen kuuluu yritystoimintaan. Riittävä huolellisuus tarkoittaa sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten

⁸⁵ Mähönen – Villa 2015, s. 372.

⁸⁶ Mähönen – Villa 2015, s. 372–373.

⁸⁷ Asia 473 A.2d 805 (Del. 1984).

⁸⁸ Asia 746 A.2d 244 (Del. 2000).

⁸⁹ Härkönen 2013, s. 178.

⁹⁰ HE 109/2005 vp, s. 195. Liiketoimintapäätösperiaatteen ero suomalaisen doktriinin mukaiseen huolellisuusvelvollisuuteen on ollut, että liiketoimintapäätösperiaate suojaa yhtiön johtoa lievältä tuottamukselta. Suomalaisen doktriinin mukaan jo lieväkin tuottamus voi synnyttää vastuun. Mähönen – Villa 2015, s. 375.

eturistiriidat.⁹¹ Huolellisuutta arvioidaan objektiivisista lähtökohdista; johdon jäsenen on toimittava siten kuin huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa.⁹²

Huolellisuusvelvollisuus tulee erityisen ajankohtaiseksi tiedottamisvelvollisuuden yhteydessä, koska AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan johdon tulee itse arvioida, milloin jollakin päätöksellä tai seikalla voi olla niin olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon, että siitä on tiedotettava. Tiedottamispäätös tehdään etukäteen epävarmuuden vallitessa, koska tiedon todellista vaikutusta arvopaperin arvoon ei vielä päätöstä tehdessä voida varmasti tietää. Edelleen johdon on huolellisuusvelvollisuuden mukaisesti varmistettava tiedon täsmällisyys ja luotettavuus.

3.3 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään kysymystä, mitä säännöllinen tiedonantovelvollisuus edellyttää listayhtiön kertovan rahoitusriskeistään ja kovenanteistaan markkinoille. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sisällölliset vaatimukset antavat viitteitä sijoittajia yleisesti kiinnostavista tiedoista. Näin ollen säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sisällöllisten vaatimusten perusteella voidaan paremmin muodostaa käsitys siitä, mitkä *olennaiset* tiedot kuuluvat jatkuvan tiedonannon piiriin. Seuraavaksi käsiteltävät säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevat näkökohdat toimivat taustatietoina tutkielman jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta käsittelevälle kohdalle.

AML:n 7 luvussa säädetään listayhtiöiden säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, kuten tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä puolivuositarkastuksen julkistamisesta, sisällöstä ja näissä annettavien tietojen esittämisestä. AML:n säännöksiä täydentää muun muassa VM:n asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.⁹³ Lisäksi AML:n säännöllistä tiedonantoa koskevat velvoitteet ovat sidoksissa

⁹¹ HE 109/2005 vp, s. 40. Huolellisuusvelvollisuus käsittää sekä positiivisen että negatiivisen elementin. Huolellisuusvelvollisuuden vastaisena voidaan nimittäin pitää myös sitä, että jokin toimi jätetään kokonaan tekemättä. HE 109/2005 vp, s. 40.

⁹² HE 109/2005 vp, s. 40. Markkinoilla ammattimaisesti toimivien asiantuntemuksen johdosta toiminnalle voidaan kuitenkin asettaa suhteellisen korkeita huolellisuusvelvoitteita. Häyrynen 2006, s. 81.

⁹³ Valtiovarainministeriön asetuksessa (20.12.2012/1020) säädetään arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tarkemmasta sisällöstä ei ole säädetty asetusta. HE 32/2012 vp, s. 12.

kirjanpidollisiin säännöksiin. Kirjanpitolaki sekä kansainväliset tilinpäätösstandardit (IFRS-standardit) sääntelevät tilinpäätöksen ja puolivuositarkastuksen sisältöä.⁹⁴

3.3.1 Tilinpäätös

Tilinpäätöstä voidaan pitää yhtenä keskeisimmistä sijoittajien tiedonsaannin lähteistä. Tilinpäätös antaa arvokasta tietoa yhtiön velkarakenteesta ja sen kustannuksista. Näiden tietojen voidaan puolestaan olettaa heijastuvan yhtiön arvopaperin arvoon tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti. Tilinpäätös ja siihen liittyvä toimintakertomus on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, mutta kuitenkin viimeistään neljän kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä (AML 7 luvun 5 §).

IFRS-standardien peruslähdekohtana on, että tilinpäätöksessä on esitettävä tietoa, jonka avulla tilinpäätöksen käyttäjät pystyvät arvioimaan rahoitusriskien luonnetta ja laajuutta (IFRS 7.31-32A). Tilinpäätöksessä tulee antaa sekä laadullisia että määrällisiä tietoja rahoitusriskeistä, jotta sijoittajat pystyisivät muodostamaan riskeistä kokonaiskäsityksen (IFRS 7.31-35). Esimerkkeinä mainitaan luotto-, maksuvalmius- ja markkinariskit. Rahoitusriskien esittämisvaatimus koskee myös kovenantteihin liittyviä tietoja, sillä kovenanttien mahdollinen rikkoutuminen saattaa kertoa listayhtiön maksuvalmius- ja korkoriskistä.⁹⁵

Tiedottaminen tulevaisuuden maksuvelvoitteiden suoriutumiskyvystä on erityisen tärkeää tilanteissa, joissa yhtiön taloudellinen tila on heikko ja toiminnan jatkuvuuteen liittyy epävarmuustekijöitä.⁹⁶ Maksuvalmiusriskin kuvaaminen sisältää tiedot likviditeetin hallinnan periaatteista ja rahoitusvelkojen sopimuksen mukaisten maksujen maturiteettijakaumasta (IFRS 7.39).

⁹⁴ IFRS-standardit tulevat sovellettavaksi Euroopan unionin alueen listayhtiöiden konsernitilinpäätöksissä. Kirjanpitolaki 7 a luvun 2 §.

⁹⁵ Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2014, s. 7. Tiedot on julkistettava siten, että tilinpäätöksen käyttäjät pystyvät arvioimaan kovenantteihin liittyvien riskien luonnetta ja laajuutta. Finanssivalvonta luokittelee tällaisiksi tiedoiksi lainamäärät, joihin kovenantit liittyvät, kovenanttien kriteerit, kovenanttiehtojen rikkoutumisen seuraukset sekä rikkoutumisen todennäköisyys esimerkiksi herkkyysanalyysin avulla. Käytännössä suomalaiset listayhtiöt jättävät jopa lainamäärät usein kertomatta. Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2014, s. 7.

⁹⁶ Ks. Euroopan markkinavalvontaviranomaisen (ESMA) julkaisema valvontapäätös 0211 – 09, ESMA/2011/265. Tapauksessa yhtiön olisi pitänyt tilinpäätöksessä esittää yksityiskohtaisia tietoja jokaisesta eri kovenantista, eli muassa euromäärä, jolla kovenanttirajat ylittyvät tai allittuvat. Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2011, s.9.

Finanssivalvonta suosittelee erityisesti yksityiskohtaisten tietojen esittämistä kovenanteista silloin, kun kovenanttien raja-arvojen rikkoutuminen on lähellä. Tietoja tulisi korostaa, esimerkiksi mainitsemalla näistä ensimmäiseksi.⁹⁷ Finanssivalvonnan mukaan suositusta noudatetaan harvoin, vaikka se joissakin tapauksissa ei ole ainoastaan suositus, vaan IFRS 7.31:n mukainen vaatimus.⁹⁸ Finanssivalvonta ei kuitenkaan Markkinat-tiedotteessaan lähemmin tarkenna, millaisissa tilanteissa yksityiskohtaisten tietojen antaminen on tällainen tilinpäätösstandardien mukainen vaatimus. Listayhtiön arvioitavaksi jää kysymys, milloin kovenanttien raja-arvot ovat niin lähellä rikkoutumista, että kovenanteista tulee antaa erityisen seikkaperäisiä tietoja markkinoille.

Edelleen, mikäli luottosopimuksen kovenantti on rikkoutunut tilikauden aikana ja rikkoutuminen oikeuttaa lainantajan vaatimaan nopeutettua takaisinmaksua, IFRS-standardit edellyttävät yhtiön antavan yksityiskohtaisia tietoja kyseisestä kovenantista (IFRS 7.18–19). Yhtiön on muun muassa annettava tietoa siitä, onko tilanne korjaantunut ja onko lainan ehdot uudelleenneuvoteltu ennen tilinpäätöksen hyväksymistä julkistettavaksi (IFRS 7.18(c)). Huomionarvoista on myös, että velka luokitellaan tilinpäätöksessä lyhytaikaiseksi, jos yhtiö ei ole pystynyt täyttämään pitkäaikaiseen rahoitussopimukseen liittyvää sitoumustaan (IAS 1.74).⁹⁹

3.3.2 Muu säännöllinen tiedonanto

Tilinpäätöksen lisäksi listayhtiöiden on puolivuositarkastuksessa annettava kuvaus liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä niiden kehityksestä. Puolivuositarkastuksessa on esitettävä katsauskauden merkittävät tapahtumat ja liiketoimet sekä niiden vaikutukset liikkeeseenlaskijan toiminnan tulokseen ja taloudelliseen asemaan. Lisäksi puolivuositarkastuksessa on selostettava liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyviä merkittäviä lähiajan riskejä ja epävarmuustekijöitä (AML 7 luvun 11 §).

⁹⁷ Finanssivalvonnan listayhtiötilaisuus 4.12 ja 8.12.2014, s. 72.

⁹⁸ Finanssivalvonnan listayhtiötilaisuus 4.12 ja 8.12.2014, s. 75; Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2014, s. 7.

⁹⁹ Kun yhtiö rikkoo pitkäaikaisen lainasopimuksen ehtoa ja tämä tapahtuu viimeistään raportointikauden lopussa siten, että sen seurauksena velka tulee vaadittaessa maksettavaksi, se luokittelee velan lyhytaikaiseksi, vaikka lainantaja suostuisi olemaan vaatimatta maksua rikkomisen seurauksena ja tämä suostumus saataisiin raportointikauden päättymisen jälkeen ja ennen kuin tilinpäätös hyväksytään julkistettavaksi. Yhtiö luokittelee velan lyhytaikaiseksi, koska sillä ei raportointikauden lopussa ole ehdotonta oikeutta lykätä velan suorittamista vähintään kahdentoista kuukauden päähän kyseisestä ajankohdasta. IAS 1.74.

IFRS-standardit täydentävät edellä mainittua AML:n säännöstä puolivuositarkastuksen vähimmäisisällöstä.¹⁰⁰ IFRS-standardien mukaan puolivuositarkastukseen on sisällytettävä selostus sellaisista tapahtumista ja liiketoimista, jotka ovat merkittäviä niiden muutosten ymmärtämiseksi, joita yhteisön taloudellisessa asemassa ja tuloksessa on tapahtunut viimeisimmän tilikauden päättymisen jälkeen (IAS 34.15). Puolivuositarkastuksessa on esitettävä lainan hoitamisen laiminlyönti tai rahoitussopimuksen ehtojen rikkoutuminen, joita ei ole korjattu ennen raportointikauden päättymistä (IAS 34.15B(i)). Yhtiön tulee myös selostaa uusien merkittävien rahoitussopimusten sisältö ja niiden määrät, rahoitussopimusten tärkeimmät ehdot, mukaan lukien kovenantit ja erääntymiset, sekä kuvata maksuvalmiusriskin hallintaa (IAS 34.15-15C).

AML:n 26.11.2015 voimaan astuneiden muutosten myötä laista poistui velvollisuus julkistaa osavuositarkastus tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta sekä velvollisuus julkistaa tilinpäätöstiedote. Myöskään johdon osavuotisia selvityksiä ei tarvitse julkistaa osavuositarkastusten sijasta. Vaikka sääntely on muuttunut, se ei estä yhtiöitä julkistamasta jatkossakin osavuositarkastuksia ja muita taloudellisia tarkastuksia entisen käytännön mukaisesti.¹⁰¹

Finanssivalvonnan lainmuutosta koskevassa tiedotteessa todetaan, että vaikka AML ei enää edellytä tilinpäätöstiedote-nimellä otsikoidun raportin julkaisemista, yhtiöllä säilyy velvollisuus julkistaa tilinpäätökseen ja toimintakertomukseen sisältyvät arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot ilman aiheetonta viivytyksiä. Tällaisen tiedotteen on annettava oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tiedotteella julkistettavat tiedot pitävät sisällään muun muassa voitonjakoehdotuksen ja lähiajan näkymät, jos niistä on päätetty.¹⁰²

Kuten Finanssivalvonnan tiedotteessa todetaan, listayhtiöitä koskee edelleen jatkuva tiedonantovelvollisuus. Listayhtiöiden tuli ennen lainmuutosta julkistaa osavuositarkastuksessa samoja tietoja kuin nykyään puolivuositarkastuksessa. Sijoittajien on

¹⁰⁰ Puolivuositarkastuksen taulukko-osa laaditaan IAS 34 mukaisesti. Finanssivalvonnan Markkinatiedote 2/2015, s. 3.

¹⁰¹ Tiedonannossa on kuitenkin otettava huomioon AML:n yleissäännöksiin lisätty säännelyihin tietoihin liittyvä johdonmukaisuusvaatimus. Lisäksi tarkastusten sisällön ei tulisi vaihdella suuresti tilikauden aikana, jotta sijoittajalla olisi mahdollisuus seurata yhtiön tiedottamista luotettavalla tavalla. AML 1 luvun 4 §; Finanssivalvonnan Markkinatiedote 2/2015, s. 3.

¹⁰² Finanssivalvonnan Markkinatiedote 2/2015, s. 3. Helsingin Pörssin säännöt edellyttävät luultavasti jatkossakin tilinpäätöstiedotteen julkistamista. Finanssivalvonnan Markkinatiedote 2/2015, s. 3.

lainmuutoksesta huolimatta saatava tiedot olennaisista lainan hoitamisen laiminlyönneistä ja kovenanttien rikkoutumisista ilman aiheutonta viivytystä, jotta he voisivat muodostaa käsityksen yhtiöstä ja sen osakkeesta sijoituskohteena. Mikäli yhtiö päättää olla julkistamatta osavuositarkastuksia, yhtiön on siis jatkossa kiinnitettävä entistä enemmän huomiota jatkuvaan tiedonantoon.

3.4 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Edellä käsiteltyä säännöllistä tiedonantovelvollisuutta täydentää velvollisuus julkistaa listayhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot ilman aiheutonta viivytystä. Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML:n 6 luvussa.¹⁰³ Seuraavaksi tutkielmassa perehdytään AML:n 6 luvun 4 §:n tiedonantovelvollisuuden sisältöön ja laajuuteen. Ensiksi käsitellään säännöksen direktiivitaustaa. Toiseksi käsitellään lain valmisteluasiakirjojen, Finanssivalvonnan sekä Helsingin Pörssin tulkintoja siitä, mitkä päätökset ja seikat kuuluvat säännöksen piiriin. Kolmanneksi perehdytään säännöksen olennaisuuden kriteeriin ja neljänneksi tiedon julkistamisen ajankohtaan sekä mahdollisuuteen lykätä tiedottamista. Lopuksi tutustutaan hieman perusteellisemmin Helsingin Pörssin yleissääntöön, jossa mainitaan kovenanttien rikkoutumisen voivan synnyttää listayhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden.

3.4.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden direktiivitausta

AML:n jatkuva tiedonantovelvollisuus on sisällöllisesti samanlainen kuin VAML:ssa. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin astuessa voimaan vuonna 2005 AML:n jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä kuitenkin ajantasaistettiin, minkä vuoksi nykyisiä säännöksiä on syytä tarkastella niiden direktiivitaustaa vasten.¹⁰⁴

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä sisäpiiritieto ja listayhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistettava tieto on määritelmällisesti yhdistetty

¹⁰³ Lisäksi AML sisältää oman luvun koskien tiettyjä määriteltyjä, jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia asioita (8 luku) ja tiedonantovelvollisuuden alaisten tietojen julkistamista ja saatavalla pitoa (10 luku). Nämä eivät kuitenkaan kuulu tämän tutkielman teeman piiriin.

¹⁰⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 146. Huomionarvoista on, että markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa sääntelyä uudistettiin 2014 ja jäsenvaltioiden on saatettava uusi sääntely voimaan 3.7.2016 mennessä. Direktiivillä lähennetään jäsenvaltioiden lainsäädäntöä edellyttämällä, että jäsenvaltiot säätävät rangaistavaksi vakavimmat markkinoiden väärinkäyttöä koskevat teot. Uusi sääntely vaikuttaa myös suomalaisen tiedonantovelvollisuuden sisältöön.

toisiinsa.¹⁰⁵ Direktiivissä on täsmennetty mitä sisäpiiritiedolla tarkoitetaan. Direktiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiiritieto on ”luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan”. Direktiivin 6 artiklan 1 kohta määrää, että ”jäsenvaltioiden on varmistettava, että rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat julkistavat kyseisiä liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskevan sisäpiiritiedon mahdollisimman nopeasti”.

Komission määritelmädirektiivissä on puolestaan täsmennetty edellä mainittua sisäpiiritiedon määritelmää. Määritelmädirektiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan ”täsmällinen tieto” on sellaista tietoa, joka ”viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ja jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan”. Edelleen määritelmädirektiivin 1 artiklan 2 kohdan mukaan ”tiedolla, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaissopimusten hintaan tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena”.

3.4.2 Julkistettavat päätökset ja seikat

AML 6 luvun 4 § mukaan liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavat tiedot voidaan siten jakaa kahteen ryhmään. Ensimmäinen ryhmä sisältää liikkeeseenlaskijan tekemät päätökset ja toinen liikkeeseenlaskijan toimintaa koskevat seikat.

Pykälässä säädetään tiedon julkistamisen kriteeriksi sen oletettu olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Tarkempaa lain tasoista sääntelyä ei ole. Hallituksen esityksessä on

¹⁰⁵ Häyrynen 2006, s. 270.

kuitenkin avattu säännöksen sisältöä luettelemalla esimerkkejä tavallisista julkistettavista päätöksistä ja seikoista. Lisäksi Finanssivalvonta ja Helsingin Pörssi ovat antaneet omat ohjeensa ja suosituksensa, jotka edesauttavat säännöksen tulkintaa.¹⁰⁶

Säännöksessä tarkoitetut päätökset ovat esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, jotka koskevat tilinpäätöstä, osakeantia tai osingonjakoa, sekä toiminnan tai organisaation olennaiset muutokset, keskeiset nimitykset ja liikkeeseenlaskijan muut merkittävät liiketoimet, kuten merkittävät investoinnit ja tuotannon alasajot tai organisaation merkittävät järjestelyt.¹⁰⁷

Säännöksessä tarkoitetut liikkeeseenlaskijan toimintaa koskevat seikat liittyvät yleensä liikkeeseenlaskijan toimintaympäristöön ja vaikutuksiin, joita toimintaympäristössä tapahtuvat muutokset aiheuttavat.¹⁰⁸ Tällaisia voivat olla liikkeeseenlaskijan toiminnan tulokseen ja taloudelliseen asemaan vaikuttavia seikkoja, kuten konserniyhtiöiden, merkittävien asiakkaiden tai tavarantoimittajien toiminnalliset tai taloudelliset vaikeudet¹⁰⁹, taikka kysynnän tai kustannusrakenteen merkittävä muuttuminen¹¹⁰. Julkistettavia seikkoja voivat olla myös liikkeeseenlaskijaa koskevat viranomaisen päätökset Suomessa tai ulkomailla, tuomioistuimen päätökset sekä tiedot meneillään olevista välimiesmenettelyistä, viranomaiskäsittelyistä tai oikeudenkäynneistä.¹¹¹

Edelleen julkistettavia seikkoja voivat olla olennaiset osakkaiden tekemät liikkeeseenlaskijaa koskevat yhteistyö-, etuosto-oikeus-, optio-, takaisinosto- ja äänivallankäyttösopimukset ja muut osakassopimukset, joissa on päätetty äänivallan käyttöön liittyvistä asioista.¹¹² Myös täysin yleisessä tiedossa olevat seikat voivat johtaa julkistamisvelvollisuuden syntymiseen, mikäli näillä on olennaista vaikutusta liikkeeseenlaskijan tulokseen tai taloudelliseen asemaan. Tällaisia voivat olla esimerkiksi valuuttakurssien muuttuminen tai kansainvälisten taloudellisten pakotteiden asettaminen.¹¹³ Kuten edellä olevasta ilmenee, kovenanttien rikkoutumista ei mainita AML:n valmisteluasiakirjoissa tai Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa. Mainitut

¹⁰⁶ MOK 7/2013 sekä Pörssin säännöt 1.3.2016.

¹⁰⁷ HE 137/2004 vp, s. 52; MOK 7/2013, s. 17; Parkkonen - Knuts 2014, s. 152.

¹⁰⁸ Parkkonen - Knuts 2014, s. 152.

¹⁰⁹ HE 137/2004 vp, s. 53; MOK 7/2013, s. 17.

¹¹⁰ Parkkonen - Knuts 2014, s. 152.

¹¹¹ HE 137/2004 vp, s. 53 ja MOK 7/2013, s. 17.

¹¹² MOK 7/2013, s. 17.

¹¹³ HE 137/2004, s.53; Parkkonen - Knuts 2014, s. 153.

päätökset ja seikat ovat kuitenkin vain esimerkkejä, eivätkä sulje pois sitä mahdollisuutta, että kovenanttien rikkoutuminen voisi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava.

3.4.3 Tiedon olennaisuus

Kuten edellä todettiin, jatkuvan tiedonantovelvollisuuden julkistamiskriteerinä on päätöksen tai seikan oletettava olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Laissa tai oikeuskäytännössä ei kuitenkaan ole tyhjentävästi määritelty, milloin olennaisuuden kriteeri täyttyy. Samoin edellä todettiin, että määritelmädirektiivin mukaan ”tiedolla, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden ja niihin liittyvien johdannaissovimusten hintaan” tarkoitetaan tietoa, jota arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisenä ja riittävänä sijoituspäätöstä harkitessaan. Toisin sanoen olennaisuutta arvioidaan järkevän sijoittajan näkökulmasta.

Listayhtiö arvioi itse, mitkä seikat sen tulee AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin nojalla julkistaa ja mikä vaikutus eri seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.¹¹⁴ Listayhtiöltä edellytetään siten päätöksen tai seikan hintavaikutuksen ennakkoharkintaa. Päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä arvioitaessa tiedonantovelvollisuuden noudattamista.¹¹⁵

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ja tiedon olennaisuuden arviointia koskevaa oikeuskäytäntöä on niukasti. Korkein oikeus on tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön täyttymistä koskevassa tapauksessa katsonut, että tiedon olennaisuuden arvioinnissa on kyse siitä, olisiko järkevästi toimiva sijoittaja tekohetkellä pitänyt olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta objektiivisesti arvioiden todellisena ja siten todennäköisesti ottanut kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.¹¹⁶ Arviointi on tehtävä kaiken sijoittajalla tekohetkellä käytettävissä olleen tiedon perusteella. Tällaisessa kokonaisarvioinnissa on otettava huomioon tiedon oletettu vaikutus kyseisen liikkeeseenlaskijan toimintaan kokonaisuudessaan, tiedon lähteen luotettavuus sekä muut

¹¹⁴ MOK 7/2013, s. 17.

¹¹⁵ HE 137/2004 vp s. 52. Toteutunut hintavaikutus voi kuitenkin olla yksi merkityksellinen tekijä arvioitaessa myöhempiä, vastaavanlaisiin asioihin liittyvää tiedottamiskynnystä. Parkkonen – Knuts 2014, s. 154; HE 137/2004 vp s. 52.

¹¹⁶ KKO 2013:53, kohta 14.

mahdolliset markkinatekijät, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin hintaan.¹¹⁷ Kokonaisarviointi perustuu siten myös arvopaperin ja sen toimialan hinnannuodostukseen liittyviin seikkoihin ja mahdollisiin erityispiirteisiin. Lisäksi muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin. Korkeimman oikeuden mukaan usein jo muutaman prosentin äkillinen muutos on olennainen.¹¹⁸

3.4.4 Julkistamisen ajankohta

AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan olennaiset tiedot on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä.¹¹⁹ Tiedon julkistamisen ajankohtaa koskeva vaatimus edellyttää, että tiedon julkistamista on ryhdyttävä valmistelemaan, kun (1) päätös on tehty tai (2) julkistettava seikka on tullut yhtiön tietoon. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan päätökset on julkistettava mahdollisimman pian niiden tekemisen jälkeen.¹²⁰ Näin ollen jatkuva tiedonantovelvollisuus ei edellytä valmisteltavana olevien asioiden julkistamista. Kun on kyse julkistettavasta seikasta, seikan katsotaan tulleen yhtiön tietoon, kun se on tullut yhdenkin liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon.¹²¹

Julkistamisen ajankohtaan liittyy läheisesti vaatimus tiedon täsmällisyydestä. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi nimittäin edellyttää tiedon julkistamista mahdollisimman nopeasti, jos tieto on julkistamaton, olennainen ja täsmällinen.¹²² Kuten todettu kohdassa 3.4.1, määritelmädirektiivin 1 artiklan 1 kohdan mukaan täsmällinen tieto viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai toteutuneeseen tapahtumaan. Lisäksi täsmällinen tieto viittaa olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, taikka tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Edelleen täsmällisen tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta arvopaperin hintaan. Euroopan unionin tuomioistuimen päätöksessä *Markus Geltl* vastaan *Daimler AG* todetaan, että ilmaisu ”voidaan kohtuudella olettaa” ei tarkoita, että olosuhteiden tai tapahtuman

¹¹⁷ KKO 2013:53, kohta 14.

¹¹⁸ KKO 2013:53, kohta 23.

¹¹⁹ Kuten todettu, markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä edellytetään liikkeeseenlaskijan julkistavan sitä välittömästi koskevan tiedon ”mahdollisimman nopeasti”. Siten AML:ssa ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä tiedon julkistamisen ajankohta on muotoiltu eri tavoin. Asiallisesti AML:n 6 luvun 4 § 1 mom. ja ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 6 artiklan 1 kohta kuitenkin vastaavat toisiaan. HE 137/2004 vp, s. 52.

¹²⁰ MOK 7/2013, s. 18.

¹²¹ HE 137/2004 vp, s. 53.

¹²² Parkkonen – Knuts 2014, s. 159.

todennäköisyys olisi oltava suuri.¹²³ Sen sijaan ilmaisu tarkoittaa tulevia olosuhteita ja tapahtumia, joiden osalta jo tiedossa olevien osatekijöiden tapauskohtaisen ja kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus siitä, että ne ilmenevät tai toteutuvat.¹²⁴ Lisäksi huomionarvoista on, että tiedon täsmällisyydeltä vaadittava todennäköisyys ei vaihtele sen mukaan, miten laaja tiedon vaikutus on arvopaperin hintaan.¹²⁵

Siitä huolimatta, että määritelmädirektiivissä ja Euroopan unionin tuomioistuimessa on tarkennettu tiedottamisen julkistamisen ajankohtaa koskevaa vaatimusta, julkistamisvelvollisuuden syntymishetki voi yksittäistapauksessa olla haastava määrittää. Listayhtiötä tai sen toimintaa koskevat seikat voivat muuttua vähitellen niin, että tiedottamiskynnys lopulta ylittyy. Siten listayhtiö voi joutua jatkuvasti arvioimaan tapahtuman tai olosuhteiden toteutumisen todennäköisyyttä uudelleen.¹²⁶

Julkistamisen ajankohtaa arvioitaessa yhtiön on huomioitava markkinoilla vallitsevat, liikkeeseenlaskijan julkistamiin tietoihin perustuvat perustellut käsitykset kyseessä olevan arvopaperin arvosta.¹²⁷ Yhtiön tulee peilata tiedon olennaisuutta näihin käsityksiin ja sen pohjalta päättää, onko tiedottaminen asianmukaista. Välitön tiedottaminen voi olla jopa harhaanjohtavaa, jos sijoittajat eivät voi sen perusteella muodostaa kokonaiskäsitystä yhtiöstä ja sen toiminnasta, esimerkiksi ilman puolivuosisikatsauksen antamia lisätietoja.¹²⁸ Tällaisessa tilanteessa yhtiöllä voi olla peruste lykätä tiedon julkistamista. Tiedottamisen lykkäämisestä tarkemmin kohdassa 3.4.4.1.

Koska AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan tieto on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, tiedon julkistamisen aiheellinen viivytys on sallittua. Seuraava tulkintakysymys onkin, mitä aiheellinen viivytys tarkoittaa. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan

¹²³ Asia C-19/11, kohta 46.

¹²⁴ Asia C-19/11, kohta 49.

¹²⁵ Asia C-19/11, kohta 50.

¹²⁶ Samalla on huomioitava, että tiedonantovelvollisuus on säädetty, jotta sijoittajat voisivat tehdä perusteltuja arvioita yhtiöstä, sen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä arvopaperin arvosta. Tähän tiedontarpeeseen liittyy kaksi pääedellytystä, jotka voivat olla ristiriidassa toistensa kanssa. Yhtäältä sijoittajien intressissä on saada tieto mahdollisimman nopeasti. Toisaalta tiedon on oltava luotettavaa. Sijoittajien edun mukaista ei voida katsoa olevan, että yhtiön nopeasti julkaisemaan tietoon liittyy epävarmuuksia tai merkittäviä toteutumiseriskejä. Tällainen tasapainottelu nopean tiedottamisen ja tiedon luotettavuuden välillä on tehtävä jokaisessa yksittäistapauksessa erikseen. Parkkonen – Knuts 2014, s. 163; HE 137/2004 vp, s. 52.

¹²⁷ HE 32/2012 vp, s. 118.

¹²⁸ Parkkonen – Knuts 2014, s. 163, alaviite 272.

aiheellinen viivytys tiedon julkistamisessa on suhteellisen lyhyt aika, jonka päätöksen tai seikan tiedottamiskuntoon saattaminen vaatii.¹²⁹ Aiheellinen viivytys voi olla esimerkiksi tietojen tarkistaminen tai niiden totuudenmukaisuuden varmistaminen. Samoin tiedotettava asia voi myös edellyttää liikkeeseenlaskijan hallituksen käsittelyä, jolloin aiheellinen viivytys voi olla, että hallitus pitää esimerkiksi puhelinkokouksen ennen tiedon julkistamista.¹³⁰ On muistettava, että aiheellinen viivytys poikkeaa tiedon julkistamisen lykkäämisestä, jossa kyse on liikkeeseenlaskijan tietoisesta päätöksestä olla julkistamatta jotain asiaa tiettyyn aikaan.¹³¹

3.4.4.1 Tiedon julkistamisen lykkääminen

AML:n 6 luvun 5 §:n mukaan liikkeeseenlaskija voi hyväksyttävästä syystä lykätä tiedon julkistamista, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei vaaranna sijoittajien asemaa ja liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena.¹³² Tiedon lykkäämistarve voi tulla kysymykseen vain silloin, kun muut julkistamisen edellytykset ovat jo täyttyneet, eli yhtiö arvioi julkistamattoman tiedon olevan riittävän luotettava ja täsmällinen ja sillä olevan oletettavasti olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Päätöksestä lykätä tiedottamista sekä sen syistä on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle säännellyn markkinan ylläpitäjälle, eli Suomessa Helsingin Pörssille.

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 6 artiklan 2 kohdan mukaan yhtiö voi omalla vastuullaan lykätä tiedon julkistamista ollakseen vaarantamatta oikeutettuja etujaan, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei todennäköisesti johda yleisöä harhaan ja liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellisena. Komission määritelmädirektiivin 3 artiklassa on esimerkkiluettelo markkinoiden edellä mainituista väärinkäyttödirektiivissä tarkoitetuista oikeutetuista eduista.

¹²⁹ MOK 7/2013, s. 18; HE 137/2004 vp, s. 53.

¹³⁰ HE 137/2004 vp, s. 53.

¹³¹ HE 137/2004 vp, s. 53.

¹³² Tiedon säilyminen luottamuksellisena tarkoittaa, että yhtiön käytössä on muun muassa oltava tehokkaat järjestelyt sen varmistamiseksi, etteivät tietoa saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtäviensä hoitamiseen listayhtiön organisaatiossa tarvitsevat henkilöt. Lisäksi yhtiön on sovellettava toimenpiteitä, joiden avulla tieto voidaan julkistaa välittömästi, jos yhtiö ei jostain syystä ole onnistunut varmistamaan tiedon luottamuksellisuuden säilymistä. Ks. MOK 7/2013, s. 21.

Oikeutetut edut ovat esimerkiksi käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun, erityisesti jos liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aihetta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen. Lisäksi tietojen julkistamista voidaan lykätä tilapäisesti muun muassa tilanteessa, jossa tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edut haittaamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen pitkällä aikavälillä. Määritelmädirektiivissä luetellut oikeutetut edut ovat esimerkkejä, ja siten hyväksyttäviä syitä tiedon julkistamisen lykkäämiselle voi olla myös muita. Kuten edellä olevassa kohdassa todettiin, hyväksyttävä syy voi olla esimerkiksi se, että tiedon julkistaminen olisi harhaanjohtavaa ilman asiakokonaisuuteen liittyviä lisätietoja.¹³³

Edellytys tiedon julkistamisen lykkäämiselle, hyväksyttävän syyn ja luottamuksellisuuden lisäksi, on sijoittajien aseman säilyminen vaarantumattomana. Yhtiön on siten arvioitava, miten tiedon julkistaminen tai julkistamatta jättäminen yleensä vaikuttaisi sijoittajan sijoituspäätökseen. Vaikutus sijoituspäätökseen voi ilmetä joko niin, että sijoittajat eivät tekisi sijoitusta lainkaan, tai niin, että sijoittajat tekisivät sijoituksen olennaisesti eri hintaan. Edellytystä ei kuitenkaan liene tulkittava laajentavasti. Olennaisen tiedon julkistamisen lykkääminen voitaisiin nimittäin aina väittää vaarantavan sijoittajien aseman. Käytännössä, arvioitaessa tiedon lykkäämisen hyväksyttävyyttä, tiedon lykkäämisen intressiä punnitaan sijoittajien intressiä vastaan.¹³⁴

3.4.5 Helsingin Pörssin sääntöjen maininta kovenanteista tiedottamisesta

Kuten on ilmennyt, AML:ssa ja lain esitöissä listayhtiöiden julkistamisvelvollisuutta säännellään hyvin yleisellä tasolla. Säännöksen tulkintaa on edesauttanut Helsingin Pörssin säännöt, joissa luetellaan yksittäisiä päätöksiä ja seikkoja, joista listayhtiön tulee tiedottaa. Säännöksen avulla voidaan muodostaa mielikuva siitä, mitä yksityiskohtaisia tietoja

¹³³ Parkkonen – Knuts 2014, s. 167.

¹³⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 168; Häyrynen – Kajala 2013, s. 196.

kuuluu jatkuvaa tiedonantovelvollisuussäännöksen piiriin, mutta samalla on muistettava, että Helsingin Pörssin säännöissä asetetaan myös lakia ankarampia vaatimuksia.¹³⁵

Helsingin Pörssin säännöissä on tiedonantovelvollisuutta koskeva yleissäännös (kohta 2.3.1.1). Yleissäännöksessä todetaan, että arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto arvioidaan aina kuhunkin yksittäistapaukseen liittyvien seikkojen ja olosuhteiden perusteella.¹³⁶ Yleissäännöksessä käsitellään kuitenkin tilanteita, jotka tyypillisesti synnyttävät listayhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden.

Ensinnäkin Helsingin Pörssin sääntöjen kohdan 2.3.1.1 mukaan, jos listayhtiö joutuu ”taloudellisiin vaikeuksiin, muun muassa rahoitus- tai maksuongelmien vuoksi, ja samanaikaisesti menettää rahoitustilanteensa hallinnan muiden osapuolten, kuten lainantajien tai merkittävien osakkeenomistajien, tehdessä listayhtiötä koskevia merkittäviä päätöksiä”, tilannetta voidaan pitää arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavana.¹³⁷ Kohta on tässä tutkielmassa merkityksellinen, sillä kuvattu tilanne voi yksittäistapauksessa vastata kovenantin rikkoutumistilannetta. Kovenantin rikkoutumisen syy on useimmiten listayhtiön taloudellisen tilanteen heikkeneminen, ja kovenantin rikkoutumisen seurauksena lainantaja voi yleensä joko irtisanoa rahoitussopimuksen tai painostaa velallisyhtiötä tekemään tiettyjä myönnytyksiä rahoitussopimuksen jatkumisen edellytyksenä. Kovenantin rikkoutumisesta ja sen seurauksista tarkemmin tutkielman kohdassa 4.3.

Toiseksi yleissäännöksessä todetaan seuraavaa: ”Kuvattu tilanne ei vapauta yhtiötä tiedonantovelvollisuudesta. Yhtiö on siis edelleen vastuussa tiedon julkistamisesta ja yhtiön tulee pysytellä jatkuvasti tilanteen tasalla pitämällä yhteyttä esimerkiksi lainantajiensa ja merkittävien osakkeenomistajiensa edustajiin. Näin saatujen tietojen perusteella yhtiö voi huolehtia tiedottamisesta asianmukaisesti.”¹³⁸

Kolmanneksi sääntöjen kohdassa 2.3.1.1 käsitellään kovenantteja. Yleissäännöksessä todetaan, että ”rahoitusta koskevissa sopimuksissa on usein eri tyyppisiä omavaraisuusastetta, liikevaihtoa, luottoluokitusta tms. koskevia ehtoja (kovenantit),

¹³⁵ HE 137/2004 vp, s. 54.

¹³⁶ Helsingin Pörssin säännöt 1.3.2016, s. 34.

¹³⁷ Helsingin Pörssin säännöt 1.3.2016, s. 34–35.

¹³⁸ Helsingin Pörssin säännöt 1.3.2016, s. 35.

joiden rikkoutuessa lainanantaja voi irtisanoa rahoituksen tai vaatia lainan ehtojen muuttamista” ja ”tällaisen ehdon rikkoutuminen voi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, ja siten kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin”.¹³⁹ Vaikka kovenantin rikkoutumiseen liittyvä mahdollinen tiedonantovelvollisuus käy ilmi myös muuten, voidaan katsoa olevan merkityksellistä, että Helsingin Pörssin tiedonantovelvollisuutta koskevassa yleissäännöksessä nimenomaisesti korostetaan kovenantin rikkoutumisen voivan kuulua jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin. Säännöissä ei kuitenkaan tarkenneta, millaisissa kovenantin rikkoutumistilanteissa tiedonantovelvollisuus syntyy. Helsingin Pörssin säännöt ovat ainoastaan suuntaa-antavia siten, että listayhtiön on kovenantin rikkoutuessa huomioitava tiedonantovelvollisuuden mahdollisuus, ja arvioitava tilannetta yksittäistapaukseen liittyvien olosuhteiden perusteella.

3.5 Yhdysvaltalainen vertailuesimerkki

Yhdysvallat on kotipaikka kahdelle maailman suurimmista arvopaperimarkkinoista, NYSE ja NASDAQ. Arvopaperimarkkinoiden pitkästä historiasta ja laajuudesta johtuen, yhdysvaltalaisista arvopaperimarkkinaoikeutta voidaan pitää kehittyneenä suomalaisen systeemiin verrattuna. Yhdysvalloissa on löydetty innovatiivisia ratkaisuja yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisiin ongelmiin, minkä vuoksi yhdysvaltalaisista oikeutta voidaan osittain pitää esikuvana.¹⁴⁰ Knuts on väitöskirjassaan todennut, että arvopaperimarkkinaoikeuden kansainvälistyminen ei ole vastavuoroista vaihdantaa lainkäyttöalueiden välillä, vaan pikemminkin yksisuuntaista vaikutteiden ottamista yhdysvaltalaisista säännöksistä.¹⁴¹ Vaikutteet ovat peräisin New Yorkista ja ne tulevat Lontoon ja Tukholman kautta Suomeen.¹⁴² Tässä tutkielman kohdassa keskitytään kysymykseen, milloin yhdysvaltalainen tiedonantovelvollisuus edellyttää listayhtiön kertovan kovenantin rikkoutumisesta markkinoille. Näin voidaan paremmin muodostaa yleiskäsitys siitä, milloin tiedottaminen on sijoittajien näkökulmasta tärkeää. On kuitenkin muistettava, että angloamerikkalainen ja suomalainen oikeuskulttuuri eroavat huomattavissa määrin toisistaan, ja suoraa vertailua oikeusjärjestelmien tiedonantovelvollisuuden välillä ei voida tehdä.

¹³⁹ Helsingin Pörssin säännöt 1.3.2016, s. 35.

¹⁴⁰ Härkönen 2013, s. 39.

¹⁴¹ Knuts 2010, s. 24.

¹⁴² Knuts 2010, s. 24.

Yhdysvalloissa liittovaltion viranomaisen *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* on saanut merkittävän roolin arvopaperimarkkinoilla. SEC on saanut tehtäväkseen säätää tarkempia säännöksiä osavaltioiden lainsäädännön soveltamisesta. Lisäksi SEC valvoo säännösten noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa.¹⁴³

Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuus ja sijoittajien suoja ulottuvat Yhdysvalloissa laajemmalle kuin Suomessa. Tiedonantovelvollisuudesta säädetään pääasiassa säännöksessä *13 (a) SEA*, jonka mukaan osakeyhtiöillä on velvollisuus antaa SEC:ille tietoja.¹⁴⁴ Antaessaan tietoja SEC:lle yhtiöiden tulee noudattaa tiettyjä muodollisia, eri kaavakkeissa määriteltyjä määräyksiä. Tilinpäätöksen tiedot tulee antaa kaavakkeessa *10-K* ja osavuosisikatsauksen tiedot kaavakkeessa *10-Q*. Lisäksi SEC edellyttää, että yhtiöt antavat tietoja olennaisista seikoista, jotka ilmenevät tilinpäätöksen ja osavuosisikatsausten välisinä aikoina. Nämä olennaiset tiedot annetaan kaavakkeessa *8-K*.¹⁴⁵

Olennaisia seikkoja ovat muun muassa merkittävät sopimukset, hallituksen ja johtoryhmän muutokset sekä varallisuuden myyminen.¹⁴⁶ Toisin kuin Suomessa, Yhdysvalloissa ei siten lain mukaan ole jatkuvaa velvollisuutta julkistaa kaikki arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat päätökset ja seikat.¹⁴⁷ Eri asia on, että yhdysvaltalaisilla listayhtiöillä on jatkuva tiedonantovelvollisuus tiedot pörssien sääntöjen perusteella. Esimerkiksi NYSE:n sääntöjen mukaan listayhtiöiden on julkistettava ”*quickly to the public any news or information which might reasonably be expected to materially affect the market for its securities*”.¹⁴⁸ NASDAQ:lla on samankaltainen vaatimus jatkuvasta olennaisten tietojen tiedonannosta.¹⁴⁹

SEC:n mukaan olennainen seikka, josta tulee tiedottaa kaavakkeen *8-K* mukaisesti, on esimerkiksi seuraava: Lainojen laiminlyönnit tai muut tapahtumat jotka saavat aikaan lainan takaisinmaksuaikataulun lyhentymisen tai taloudellisen velvoitteen lisääntymisen,

¹⁴³ Härkönen 2013, s. 64.

¹⁴⁴ Härkönen 2013, s. 93, jossa viittaus 15 U.S. Code § 78m (2012). Tiedonantovelvollisia ovat säännöksen *15 (d) SEA* mukaan yhtiöt, jotka tarjoavat osakkeitaan yleisölle *SA:n* mukaisesti sekä yhtiöt, jotka kuuluvat säännöksen *12 SEA* piiriin, eli käytännössä kaikki julkiset osakeyhtiöt. Härkönen 2013, s. 93, jossa viittaus 15 U.S. Code § 78o (d) (2012) ja 15 U.S.C. 78l (g) (2012).

¹⁴⁵ Härkönen 2013, s. 93, jossa viittaus 17 C.F.R. § 249.308 (2012).

¹⁴⁶ SEC:n internetsivut, ”Form 8-K” (haettu 7.1.2016).

¹⁴⁷ Härkönen 2013, s. 103.

¹⁴⁸ NYSE, Listed Company Manual 2016, Section 202.05.

¹⁴⁹ NASDAQ, Nasdaq Listing Rules 2016, Rule 5250(b)(1).

mikäli kyseisen tapahtuman seuraukset ovat yhtiön kannalta olennaisia. Esimerkiksi, jos yhtiö laiminlyö maksuvelvoitteen, lainanantajalla on yleensä oikeus vaatia lainan välitöntä takaisinmaksua kokonaisuudessaan. Tällöin, jos välitön takaisinmaksu olisi yhtiön kannalta olennainen, yhtiön on annettava tiedot takaisinmaksettavan lainan määrästä, takaisinmaksun ehdoista sekä muista taloudellisista velvoitteista, jotka liittyvät kyseisen lainan laiminlyöntiin.¹⁵⁰

SEC arkistoi ja julkistaa kaikki kaavakkeissa annetut tiedot, jolloin ne ovat osakkeenomistajien ja muiden markkinatoimijoiden käytettävissä. Kovenanttien rikkoutumista koskeviin kaavakkeisiin sisältyy tyypillisesti seuraavat tiedot: rikkoutumisen syy (esim. tappiot), rikkoutumisen tyyppi (esim. tekninen) sekä uudelleenneuvottelujen status (esim. rahoitussopimuksen muutos).¹⁵¹ Kaavakkeissa kerrotaan rikkoutumisen tärkeimmät tiedot, mutta halukkaat voivat tarkistaa rikkoutumisen yksityiskohtaiset tiedot ja seuraukset kaavakkeen liitteistä.¹⁵²

Yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa on todettu, että noin 6 prosenttia listayhtiöiden kovenanttien rikkoutumisista julkistetaan kaavakkeen 8-K mukaisesti.¹⁵³ Loput julkistetaan kaavakkeiden 10-K ja 10-Q mukaisesti. Kaavakkeessa 8-K ilmoitetaan ainoastaan ne kovenanttien rikkoutumiset, jotka ovat yhtiön kannalta olennaisia. Vaikka SEC jättää tarkoituksella olennaisuuden määritelmän avoimeksi, se on antanut joitakin olennaisuuden arvioimista koskevia ohjeita. SEC keskittyy kirjanpitosäännöksiin ja oikeuskäytäntöön sen määrittelemiseksi, mikä on olennaista siinä laajuudessa, että siitä on tiedotettava.¹⁵⁴

¹⁵⁰”Defaults on loans or other events that trigger the acceleration or increase of a financial obligation must be disclosed in an 8-K if the consequences of the event are material to the company. For example, if a company defaults on a loan, its creditors typically have the right to demand immediate payment of the entire amount owed. In such a case, if immediate repayment would be material, the company must disclose the amount to be repaid, the repayment terms and other financial obligations that might have to be repaid on an accelerated basis as a result of the initial default.” SEC Investor Bulletin 2008, Item 2.04.

¹⁵¹ Tyypillisesti tiedonanto näyttää seuraavalta (Digital Generation Systems Inc, kaavake 10-Q, päivätty 9.11.2005): *As of September 30, 2005, the Company was not in compliance with the covenant related to its leverage ratio. On November 9, 2005, the Company received a waiver from its lenders as of September 30, 2005. In connection with securing this waiver, certain other changes were made to the credit facility which, among other things, reduced the amount that can be borrowed under the Company’s revolving line of credit from \$15.0 million to \$4.5 million.* Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1721.

¹⁵² Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1721.

¹⁵³ Griffin, Lont ja McClune 2014, s. 118.

¹⁵⁴ Nini, Smith, Sufi 2009, s. 419.

Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden mukaan tieto on olennainen, jos tieto olennaisesti muuttaa järkevän sijoittajan näkemystä kaikesta käytettävissä olevasta tiedosta.¹⁵⁵ Ninin, Smithin ja Sufin (2009) tutkimuksen mukaan näyttäisi kuitenkin siltä, että käytännössä yhtiöt arvioivat kovenanttien rikkoutumisen olennaisuutta sillä perusteella, onko rahoitussopimus, johon rikkoutunut kovenantti liittyy, olennainen.¹⁵⁶ Toisin sanoen listayhtiöt keskittyvät olennaisuuden arvioinnissa kyseessä olevan rahoitussopimuksen merkitykseen, eivät itse kovenanttiin.

Väliyhteenvetona voidaan todeta, että yhdysvaltalaisessa järjestelmässä tunnustetaan kovenantin rikkoutumisen voivan olla olennainen siinä laajuudessa, että siitä on tiedotettava tilinpäätöksen ja osavuosikatsausten välisenä aikana. Yhdysvalloissa olennaisuus määritellään pitkälti vastaavalla tavalla kuin Suomessa. Käytännössä listayhtiöt arvioivat olennaisuutta rahoitussopimuksen suuruuden ja merkityksen perusteella. Edellä mainitut näkökohdat ovat tutkielmassa huomionarvoisia, sillä yhdysvaltalainen arvopaperimarkkinaoikeus on pitkälle kehittyntä suomalaisen arvopaperimarkkinaoikeuteen verrattuna.

¹⁵⁵ ”The fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the “total mix” of information made available”. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, No. 09-1156 (U.S. March 22, 2011).

¹⁵⁶ Nini, Smith, Sufi 2009, s. 419. SEC on määritellyt olennaiseksi sopimukseksi sellaisen sopimusjärjestelyn, joka ei kuulu yhtiön tavanomaiseen liiketoimintaan: ”Item 1.01 requires the disclosure of material definitive agreements entered into by a company that are not made in the ordinary course of business [...] a company must also disclose any material amendment to a material definitive agreement.”. SEC Release No. 33-8400.

4 KOVENANTIT

Seuraavaksi tutkielmassa siirrytään käsittelemään tarpeellista taustatietoa kovenanteista. Edellä käsitellyt listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat näkökohdat nousevat uudelleen esille tutkielman kohdassa 5. Tutkielman ongelmalähtöisessä kohdassa 5, jatkuva tiedonantovelvollisuus yhdistetään nimittäin finanssikovenanttien rikkoutumiseen.

4.1 Yleistä kovenanteista

Kovenantit ovat rahoitussopimuksen yksilöllisiä, räätälöityjä ehtoja.¹⁵⁷ Kovenanteista ei säädetä laissa ja siksi kovenanttien alaan kuuluvat sitoumukset voivat olla hyvin erilaisia.¹⁵⁸ Juridisesti rahoitussopimukset ja niiden sisältämät kovenantit ovat osa sopimusoikeudellista järjestelyä, jolla lainanantaja ja velallinen muotoilevat sopimusehdot toivomallaan tavalla.¹⁵⁹

Rahoitussopimuksen erityisehdoista eli kovenanteista ei ole olemassa tyhjentävää määritelmää niiden edellä kuvatusta luonteesta johtuen.¹⁶⁰ Kovenanttien yleispiirteiset tavoitteet ja ominaisuudet kertovat kuitenkin mistä on kysymys. Ensinnäkin kovenanttien yleisenä ja ensisijaisena tavoitteena voidaan pitää lainanantajan pyrkimystä hallita rahoitusriskiään, eli luotto- ja tuottoriskiään.¹⁶¹ Velallisen tulee kovenanttien perusteella säilyttää ne taloudelliset ja toiminnalliset seikat ennallaan, joihin lainanantajan myönteinen luottopäätös perustui.¹⁶² Toiseksi lainanantajan tavoitteena on mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, muun muassa tiedonantokovenanttien avulla, puuttua velallisen maksukyvyn heikkenemiseen.¹⁶³ Lainanantaja voi siis seurata velallisen taloudellisen tilan kehittymistä

¹⁵⁷ Dichev – Skinner 2002, s. 1106–1107.

¹⁵⁸ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 197. Kovenanteista ei myöskään ole tähän mennessä syntynyt KKO:n prejudikatuuria.

¹⁵⁹ Välimäki 2014, s. 36, jossa viittaus Villa 2007, johdanto: ”Sopimusvapautteen perustuen ja sen rajoissa velkoja ja velallinen voivat sopia velkasuhteensa ehdoista”.

¹⁶⁰ Olli Välimäen määritelmä ottaa huomioon kovenanttien useita eri ulottuvuuksia: ”Kovenantit ovat rahoitussopimukseen liittyviä ehtoja, joilla rahoittaja voi yrityksen tulevaisuuden luotonhoitokyvyn varmistamiseksi ja luottoriskinsä hallitsemiseksi asettaa velalliselle menettelytapa- ja informaatiovelvoitteita, luoda liiketoiminnan arviointiin liittyviä monitorointimekanismeja, asettaa toiminnallisia ja taloudellisia rajoitteita sekä vaatimuksia, määrittää rahoituksen ja koko tuottoriskin hallitsemiseksi rahoituksen hintaan ja asiakkuuden vastavuoroisuuteen vaikuttavia mekanismeja sekä sopia sopimusrikkomuksiin liittyvistä sanktioista.”. Välimäki 2014, s. 84.

¹⁶¹ Välimäki 2014, s. 84.

¹⁶² Knüpfer - Puttonen 2014, s. 160; Välimäki 2014, s. 77; Tuomisto 1999, s. 63.

¹⁶³ Villa 2003, s. 144.

ja tarpeen vaatiessa ryhtyä toimenpiteisiin saamisensa turvaamiseksi. Kolmanneksi kovenantteihin liitetään sanktioita rikkoutumistilanteiden varalta. Maksukyvyn vaarantuessa, lainanantaja voi esimerkiksi pyrkiä lisäämään luotonannosta saamaansa kiinteää tuottoa siten, että luotolle maksettava tuotto vastaa siihen liittyvää riskiä.¹⁶⁴

Yleisellä tasolla kovenanttien tarkoituksena on parantaa lainanantajan ja velallisyhtiön välistä yhteisymmärrystä ja tiedonvälitystä.¹⁶⁵ Informaatioasymmetrian vähenemisen seurauksena velallisyhtiön kohdistuva epävarmuus vähenee.¹⁶⁶ Tämä puolestaan parantaa yhtiön rahoitusmahdollisuuksia. Kovenantit mahdollistavat yhtiön vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saamisen, vaikka yhtiöltä puuttuisi riittävää vakuusomaisuutta.¹⁶⁷

On kuitenkin syytä huomioida, että kovenantit eivät reaalivakuuden tavoin anna lainanantajan hallintaan perintää turvaavia esineitä eivätkä takaukselle ominaisesti merkitse sitä, että ulkopuolinen sitoutuisi velkavastuuseen.¹⁶⁸ Käyttötilanteessa kovenantit vahventavat lainanantajan asemaa jossain määrin samansuuntaisesti kuin vakuudet. Kovenantteja ei kuitenkaan voida pitää vakuuksina sanan oikeudellisessa merkityksessä.¹⁶⁹ Kovenantteja käytetäänkin sekä vakuudellisen että vakuudettoman luoton yhteydessä.¹⁷⁰

Kovenantit asettavat pääasiassa velvoitteita velallisyhtiölle.¹⁷¹ Yleinen tapa on jaotella kovenantit ehtoihin, jotka estävät velallista tekemästä jotakin (*negative*) ja ehtoihin, jotka asettavat velalliselle toimintavelvoitteita (*positive*).¹⁷² Ne ovat ohjeita siitä, miten liiketoimintaa on hoidettava ja minkälaista toimintaa on vältettävä.¹⁷³ Jaottelun perusteella on selvää, että kovenantit voivat rikkoutua sekä aktiivisten kovenanttivastaisten toimien

¹⁶⁴ Villa 2003, s. 145.

¹⁶⁵ Välimäen väitöskirjassa painotetaan, että kovenanttien avulla lainanantajan ja velallisyhtiön välille syntyy *kumppanuus*. Välimäki jaottelee kumppanuuden operatiiviseen, taktiseen ja strategiseen muotoon. Ks. Välimäki 2014, s. 188–198.

¹⁶⁶ KTM-raportti 20/1996, s. 26. Informaatioasymmetrian ongelmia käsiteltiin edellä päämies-agenttiteorian yhteydessä, tutkielman kohdassa 2.2.

¹⁶⁷ Välimäki 2010, s. 467; KTM-raportti 20/1996, s. 26.

¹⁶⁸ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 196.

¹⁶⁹ Välimäki 2014, s. 82. Kovenantteja kutsutaan toisinaan sopimusvakuuksiksi. Termi on osittain harhaanjohtava, sillä kovenantti ei ole vakuus sanan oikeudellisessa merkityksessä.

¹⁷⁰ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 197.

¹⁷¹ Kovenantit voivat kuitenkin sisältää velvoitteita myös lainanantajalle, esimerkiksi hintakovenantin muodossa. Välimäki 2014, s. 78-79.

¹⁷² Taylor 2013, s. 389; KTM-raportti 20/1996, s. 19.

¹⁷³ Välimäki 2014, s. 85.

perusteella (*negative*) että luotonsaajasta riippumattomasta syystä tai passiivisuuden perusteella (*positive*).¹⁷⁴

Toinen tapa on jaotella kovenantit tilinpäätös- ja tunnuslukupohjaisiin finanssikovenantteihin (*accounting-based*) ja toimintakovenantteihin (*non-ratio*).¹⁷⁵ Finanssikovenantit voidaan vielä ryhmittää tuloslaskelmakovenantteihin, tasekovenantteihin tai niiden yhdistelmäkovenantteihin ja absoluuttisiin kovenantteihin, kun taas toiminnalliset voidaan ryhmittää toimintaa säänteleviin kovenantteihin sekä velvoittaviin kovenantteihin.¹⁷⁶ Näiden lisäksi ryhmitystä voidaan tehdä monesta eri lähtökohdasta, sillä on selvää, että kovenanteilla on ensisijaisen funktiona lisäksi yleensä muitakin vaikutuksia sekä muita kovenantteja tukevia ja täydentäviä funktioita.¹⁷⁷ On muistettava, että erilaisia kovenanttiehtoja on sopimusvapauden johdosta rajaton määrä.

4.2 Finanssikovenantit

Perinteisesti finanssikovenantteja pidetään lainanantajan tärkeimpinä kovenantteina. Korostettua asemaa vahvistaa muun muassa se, että listayhtiöiden tiedonannoissa mainitaan yleensä ainoastaan finanssikovenantit¹⁷⁸ ja se, että juuri finanssikovenantit rikkoutuvat muita kovenantteja useammin.¹⁷⁹ Eri kovenanttien tärkeysjärjestyksestä voi olla monta mieltä, mutta finanssikovenantit ovat joka tapauksessa tässä tutkielmassa pääasiallisen tarkastelun kohteena.

Välimäen mukaan “finanssikovenantit määrittävät ne rajat, joiden puitteissa pankki on valmis yritystä rahoittamaan”.¹⁸⁰ Finanssikovenanteissa velallisyhtiön toimintaa mittaaville taloudellisille tunnusluvuille asetetaan rajoja (*triggers*), joiden ylittäminen tai alittaminen

¹⁷⁴ Knüpfer - Puttonen 2014, s. 160; HassabElnaby 2006, s. 1374.

¹⁷⁵ Muun muassa Välimäki 2014, s. 85; Lauriala 2004, s. 155.

¹⁷⁶ Tärkeinä toimintakovenantteina voidaan mainita informaatiokovenantit ja kontrollikovenantit. Informaatiokovenanteissa asetetaan velalliselle velvollisuus tuottaa lainanantajalle yrityksen toimintaa ja taloudellista tilaa koskevaa tietoa. Kontrollikovenanttien kautta lainanantajalle annetaan mahdollisuus vaikuttaa velallisyhtiön liiketoimintapäätöksiin. Villa 2003, s. 148–149. Rajoitetun tilan vuoksi toimintakovenantteja ei tutkielmassa käsitellä. Kun kovenantti rikkoutuu, lainanantajalla voi kuitenkin olla tarve lisätä velallisyhtiön toimintaa säänteleviä ja velvoittavia toimintakovenantteja. Siksi tiettyjä, sijoittajien näkökulmasta merkittäviä toimintakovenantteja käsitellään kovenantin rikkoutumisen seurausten yhteydessä.

¹⁷⁷ Välimäki 2014, s. 87.

¹⁷⁸ Välimäki 2014, s. 334.

¹⁷⁹ Välimäki 2014, s. 335.

¹⁸⁰ Välimäki 2014, s. 331.

johtaa rahoitussopimuksessa määriteltyihin seuraamuksiin.¹⁸¹ Siten lainanantaja varmistaa velallisen taloudellisen tilan säilymisen sellaisella tasolla, ettei maksukyky vaarannu. Lisäksi finanssikovenantit estävät ylivelkaantumisen sekä ylisuuret investoinnit ja osingot. Ne voivat olla myös kaksisuuntaisia siten, että sovitun vaihteluvälin ylittävä positiivinen muutos vaikuttaa velallisyhtiön eduksi, esimerkiksi korkomarginaalia alentavasti.¹⁸²

Perinteisesti finanssikovenantit jaetaan kahteen ryhmään, tuloslaskelma- ja tasekovenantteihin.¹⁸³ Ne ilmaisevat velallisyhtiön taloudellista asemaa, suorituskykyä, kannattavuutta ja näiden muutoksia.¹⁸⁴ Finanssikovenantit voidaan myös määrittää suhdelukuna tai absoluuttisena arvona ja niiden rajat ilmaista positiivisina tai negatiivisina, eli mitkä arvot on saavutettava versus mitkä arvot eivät ole hyväksyttäviä.¹⁸⁵

Finanssikovenanttien määrittämistä varten yhtiön tuloslaskelma ja tase oikaistaan, jotta tunnusluvuista saatava tieto olisi vertailukelpoinen eri vuosien ja eri yhtiöiden välillä. Tähän tarkoitukseen lainanantajat käyttävät vakiintuneesti Yritystutkimus ry:n antamia laskentasuosituksia.¹⁸⁶ Myös finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa on annettu ohjeita tunnusluvuista ja niiden määrittämisperusteista, mutta niitä käytetään käytännön liike-elämässä harvemmin kuin edellä mainittuja.¹⁸⁷

Edellä olevasta seuraa, että finanssikovenantit perustuvat pääsääntöisesti velallisen tilinpäätösperiaaleihin sekä tulevaisuudennäkymiin.¹⁸⁸ Kovenantteissa määritetään tietty lähtö-, minimi-, maksimi- tai tavoitetaso. Lähtökohtana on useimmiten velallisyhtiön taloudellinen nykytila, jonka tulisi kovenantin mukaan parantua tilikausi tilikaudelta ja sitten lopulta saavuttaa lainanantajan kannalta hyväksyttävän maksukykyisyydestason.¹⁸⁹

Finanssikovenanttien merkittävänä heikkoutena voidaan pitää niiden joustamattomuutta ja liiallista objektiivisuutta. Kovenanttien raja-arvot ovat joko lauenneet tai eivät.¹⁹⁰ Niitä käyttäessään lainanantaja ei välttämättä osaa kiinnittää huomiota liiketoimintaan ja

¹⁸¹ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 198.

¹⁸² Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 198.

¹⁸³ Tuomisto 1999, s. 66.

¹⁸⁴ Tuomisto 1999, s. 66.

¹⁸⁵ Välimäki 2014, s. 332.

¹⁸⁶ Välimäki 2014, s. 338.

¹⁸⁷ MOK 7/2013, Tunnusluvut LIITE; Välimäki 2014, s. 338.

¹⁸⁸ Välimäki 2014, s. 336.

¹⁸⁹ Välimäki 2014, s. 335–336.

¹⁹⁰ Välimäki 2014, s. 349.

kassavirtaan kohdistuvien satunnaistekijöiden ja kausivaihtelujen vaikutuksiin.¹⁹¹ Velallisyhtiöllä on aina velvollisuus kertoa lainanantajalle kovenantin rikkoutumisesta, ja vaikka rikkoutumisen olisi aiheuttanut ohimenevä ilmiö, lainanatajan on aina ryhdyttävä rikkoutumistilanteissa toimiin, jotta kovenantit säilyttäisivät painoarvonsa tulevaisuudessa.¹⁹²

Finanssikovenantti voi rikkoutua, vaikka velallisyhtiö ei tosiasiassa ole maksukyvytön eikä konkurssi ole uhkaamassa.¹⁹³ Rikkoutuminen aiheuttaa kuitenkin poikkeuksetta negatiivisia seurauksia yhtiölle. Siksi taseeseen ja tuloslaskelmaan liittyvät raja-arvot ja niiden vaihteluvälit tulisi asettaa riittävän laveiksi ottaen huomioon muun muassa yhtiön suuruus, luoton käyttötarkoitus ja tarjolla olevat vakuudet.¹⁹⁴ Tässä yhteydessä viitteinä voidaan käyttää Yritystutkimus ry:n suosittelemia raja-arvoja, mutta viime sijassa finanssikovenantit tulee kuitenkin asettaa tapauskohtaisesti, velallisyhtiön erityispiirteet huomioiden.¹⁹⁵

Yhtiön taloudelliset toimintaedellytykset voidaan jakaa kolmeen ryhmään: kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen. Välimäki on väitöskirjassaan jakanut finanssikovenanttiohjauksen funktiot tämän, niin sanotun taloudellisen terveyskolmion, mukaisesti.¹⁹⁶ Seuraavaksi tutkielmassa esitetään tyypillisiä finanssikovenantteja Välimäen jaottelua mukailleen. Tässä yhteydessä on kuitenkin huomioitava, että kovenantteja ei voida absoluuttisesti kohdistaa taloudelliseen terveyskolmioon, sillä useat kovenantit vaikuttavat terveyskolmion eri osa-alueisiin.¹⁹⁷ Esimerkiksi kombinaatitunnuslukujen kohdalla edellä mainittu on selvää jo nimen perusteella. Toinen erityisen huomionarvoinen seikka on, että vaikka tutkielmassa on pyritty käsittelemään yleisesti esiintyviä finanssikovenantteja, kovenanttien yleisyys

¹⁹¹ Tuomisto 1999, s. 68.

¹⁹² Osittain finanssikovenanttien joustamattomuudesta seuraa, että yhtiöillä voi olla kannusteita keinotekoisesti parantaa tunnuslukujaan kovenanttien raja-arvojen rikkoutumisen välttämiseksi. Useassa yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa on vahvistettu, että yhtiöt tosiasiassa hyödyntävät tulosjohtamista (*earnings management*) kovenanttien johdosta. Ks. esim. Franz – HassabElnaby – Lobo 2014; Dichev – Skinner 2002; Sweeney 1994.

¹⁹³ Bulan – Hull 2013, s. 814; Dichev – Skinner 2002, s. 1091.

¹⁹⁴ Tuomisto 1999, s. 66; KTM-raportti 20/1996, s. 38.

¹⁹⁵ Tuomisto 1999, s. 66.

¹⁹⁶ Välimäki 2014, s. 350; Laitinen 1996, s. 1175; Ruohonen 2012, s. 145.

¹⁹⁷ Välimäki 2014, s. 352

vaihtelee kohderyhmän ja suhdanteiden mukaan sekä ajan myötä. Lisäksi kovenantit kehittyvät ja niiden määritelmät voivat poiketa toisistaan.

4.2.1 Kannattavuus

Kannattavuutta pidetään yhtiön tärkeimpänä toimintaedellytyksenä.¹⁹⁸ Vain kannattava toiminta takaa jatkuvuuden. Kannattavuus tarkoittaa, että toiminnasta saadut tulot ovat suuremmat kuin tulojen hankkimiseksi käytetyt menot.¹⁹⁹ Mikäli kannattavuus on heikko, yhtiö tuottaa tappioita ja syö omaa pääomaansa, mikä johtaa ennen pitkää toiminnan lopettamiseen. Myös lainanantajat korostavat, että hyvä kannattavuus ja hyvät kehitysnäkymät ovat lainan parhaita vakuuksia.²⁰⁰

Keskeisinä kannattavuutta mittaavina tunnuslukuina voidaan mainita käyttökate (EBITDA), liiketulos (EBIT) ja tilikauden tulos. Nämä voidaan laskea myös suhteellisena osuutena liikevaihdosta, jolloin saadaan käyttökate-, liiketulos- ja tulosprosentti.²⁰¹ Ensiksi mainittu käyttökate tarkoittaa tulosta ennen poistoja, korkomenoja ja veroja. Näin ollen se kertoo yhtiön toiminnan tuloksen ottamatta kantaa sen rahoitusrakenteeseen, verotukseen tai investointeihin taikka niiden aiheuttamiin kustannuksiin. Toiseksi mainittu liiketulos mittaa yhtiön tuloksen, kun tuotoista vähennetään kaikki varsinaisen liiketoiminnan kustannukset. Tässäkään yhteydessä rahoitusta tai verotusta ei huomioida. Viimeiseksi mainittu tilikauden tulos taas tarkoittaa tuloslaskelman viimeistä riviä, josta selviää, miten paljon tuotoista jää osakkeenomistajalle, kun kaikki liiketoiminnan kustannukset on vähennetty.²⁰² Kaikkia edellä mainittuja tunnuslukuja voitaisiin teoriassa käyttää kovenanttien perustana rahoitussopimuksissa, mutta käyttökate lukuun ottamatta tämä ei ole ollut Suomessa käytäntönä.²⁰³

Käyttökateeseen onkin syytä perehtyä hieman perusteellisemmin, sillä käyttökate hyödynnetään aktiivisesti kovenanttien yhteydessä. Li (2010) on tutkimuksessaan havainnut, käyttäen laajaa 3717 rahoitussopimuksen tutkimusotosta, että käyttökateeseen sidottu kovenantti esiintyi 58 prosentissa rahoitussopimuksista.²⁰⁴ Kansainvälisen LMA-

¹⁹⁸ Ruohonen 2012, s. 145.

¹⁹⁹ Eklund – Kekkonen 2011, s. 9 ja 63.

²⁰⁰ Knüpfner – Puttonen 2014, s. 159.

²⁰¹ Eklund – Kekkonen 2011, s. 63.

²⁰² Eklund – Kekkonen 2011, s. 64.

²⁰³ Välimäki 2014, s. 379.

²⁰⁴ Taylor 2013, s. 393, jossa viittaus Li 2010.

järjestön mukaan yleisimmät kannattavuutta mittaavat kovenantit ovat seniorilainojen suhde käyttökatteeseen, kokonaisvelkojen suhde käyttökatteeseen sekä käyttökateen suhde edellä mainittujen lainojen korkokustannuksiin.²⁰⁵ Myös muiden tutkimusten mukaan seniorilainojen tai kokonaisvelkojen suhde käyttökatteeseen ovat erittäin yleisiä kovenantteja (jopa yleisin kaikista mahdollisista kovenanteista).²⁰⁶ Lainantajia kiinnostaa myös jatkuvasti käyttökateen mahdollinen riittäminen korkokustannuksiin ja lainanhoitokustannuksiin (*cover, coverage*).²⁰⁷

4.2.1.1 Käyttökate

Käyttökate ei esiinny suoraan virallisen tuloslaskelman välituloksena. Käyttökate saadaan, kun liiketulokseen lisätään tuloslaskelmassa liiketulosta ennen esiintyvät poistot ja arvonalentumiset. Käyttökateanalysoitaessa tulee ottaa huomioon aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden poistovaatimukset sekä vieraan pääoman rahoituskulujen määrä. Lisäksi on pidettävä mielessä, että käyttökateprosenttia tulee verrata vain samalla toimialalla toimivien yhtiöiden keskuudessa. Jopa toimialan sisäinen käyttökateprosenttien vertailu saattaa antaa vääristyneen kuvan, sillä yhtiöt voivat joko omistaa tuotantokalustonsa taikka vuokrata sen osittain tai kokonaan.²⁰⁸ Mikäli yhtiö omistaa tuotantokalustonsa, se näkyy tuloslaskelmassa poistoina ja rahoituskuluina käyttökateen jälkeen. Mikäli yhtiö vuokraa kalustonsa, vuokratulot näkyvät liiketoiminnan muissa kuluissa ennen käyttökateprosenttia.²⁰⁹ Edellä mainitusta seuraa, että käyttökateprosentille ei ole yleispätevää tavoitearvoa. Siitä huolimatta Yritystutkimus ry on antanut käyttökateprosentille tavoitteelliset ohjearvot, jotka yhdistyksen mukaan pätevät useimmissa tapauksissa. Nämä ovat teollisuus 5–20 %, kauppa 2–10% ja palvelu 5–15%.²¹⁰

²⁰⁵ Välimäki 2014, s. 380. LMA on julkaissut sopimusmallin koskien syndikoituja luottoja ja joukkovelkarahoitusta. Nämä LMA:n laatimat sopimusehdot ovat usein toimineet esikuvana suomalaisten yhtiöiden kovenanttirahoituksessa. Välimäki 2014, s. 57.

²⁰⁶ Chava – Roberts 2008, s. 2091; Dyreng 2007, s. 42.

²⁰⁷ Välimäki 2014, s. 380; Christensen – Lee – Walker 2009, s. 1172.

²⁰⁸ Yritystutkimus ry 2011, s. 61.

²⁰⁹ Ks. KTM-raportti 20/1996, liite 3b, jossa luetellaan muita käyttökatteeseen liittyviä virhelähteitä ja epävarmuustekijöitä.

²¹⁰ Yritystutkimus ry 2011, s. 61. KTM-työryhmä ei katso tarkoituksenmukaiseksi eikä mahdolliseksi asettaa tarkkoja suositusarvoja finanssikovenanteille. Yritystutkimus ry:n suosituksia voidaan käyttää vain viitteellisinä arvoina. KTM-raportti 20/1996, s. 40.

Euromääräinen käyttökate kertoo siitä, miten hyvin toiminnan tuotot riittävät yhtiön muuttuviin ja kiinteisiin kuluihin.²¹¹ Euromääräinen, absoluuttinen käyttökateen määrä ja käyttökateprosentti ovat selkeitä ja paljon käytettyjä kovenanteja. Rahoitussopimuksessa voidaan esimerkiksi edellyttää, että tietyistä päivämäärästä alkaen yhtiön käyttökate on aina oltava positiivinen tai että yhtiön käyttökateprosentin on aina oltava yli 5.²¹²

4.2.1.2 Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen

Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen (IBD/EBITDA) kertoo kuinka monen vastaavan tulostason tilikauden käyttökate tarvitaan maksamaan yhtiön korolliset velat.²¹³ Se on teoreettinen lainojen takaisinmaksuaika vuosina, mikäli koko käyttökate voitaisiin käyttää lainojen takaisinmaksuun.²¹⁴ Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökatteeseen kuvastaa samalla pääomarakennetta, sillä pääomavaltaisilla aloilla tunnusluvut arvot voivat olla hyvin korkeita.²¹⁵ Toimialan erityispiirteet on siten huomioitava tunnusluvun arvioinnissa ja sille raja-arvoja asettaessa.

Tunnusluku saadaan, kun korollinen vieras pääoma jaetaan käyttökateen määrällä. Tunnuslukuun tulee sisällyttää kaikki sellainen vieras pääoma, jolle periaatteessa tulisi maksaa korkoa, eli myös pääomalainat, vaikka ne tilapäisesti voivatkin olla korottomia.²¹⁶ Tunnuslukua käytetään velkojen osalta sekä nettomääräisenä että bruttomääräisenä, joista nettomääräinen laskentatapa on yleistymässä.²¹⁷ Nettomääräisenä veloista vähennetään rahat ja rahoitusarvopaperit.

Tunnuslukuun sidottu kovenantti voidaan muotoilla esimerkiksi siten, että yhtiö sitoutuu pitämään suhdeluvun alle tietyn tason. Väitöskirjassaan Välimäki on asettanut tunnusluvulle tiettyjä ohjearvoja tekemiensä haastattelujen perusteella. Silloin kun kysymyksessä on yhtiö, jonka kassavirrat ovat osoittautuneet pysyviksi ja ovat hyvin ennustettavia, yhtiön toiminta on vakiintunutta ja tulevaisuuden ennusteet ovat positiiviset, hyväksyttävä suhdeluku voi olla 4,0x tai korkeampi. Pääsääntöisesti suhdeluku asetetaan kuitenkin alle 4,0x. Kun yhtiön toiminta on perustasolla vakiintunutta ja kassavirtariski ei

²¹¹ KTM-raportti 20/1996, s. 44.

²¹² Välimäki 2014, s. 390.

²¹³ Välimäki 2014, s. 381.

²¹⁴ Yritystutkimus ry 2011, s. 73.

²¹⁵ Yritystutkimus ry 2011, s. 73.

²¹⁶ Yritystutkimus ry 2011, s. 73.

²¹⁷ Välimäki 2014, s. 381.

ole akuutti, mutta tulevaisuudessa on joitakin epävarmuustekijöitä, tavoitetasona voidaan pitää alle 3,0x suhdeluku. Kun taas yhtiön tai toimialan kassavirtaan liittyy epävarmuutta ja syklistä, hyväksyttävä suhdeluku on alle 2,0x. Erityistapauksissa, esimerkiksi innovatiivisten kasvuyritysten kohdalla, tavoitetaso voi olla jopa alle 1,0x. Näin alhainen suhdeluku tarkoittaa, että kyseisen yhtiön luottojen määrä on alle yhden tilikauden ennustetun käyttökateen.²¹⁸

Päinvastoin tietyillä erityistoimialoilla voi nähdä suhdelukuja jopa 8,0x–10x luokassa. Tällaisia arvoja on hyväksytty muun muassa pääomavaltaisessa kiinteistösijoittamisessa ja asuntorahoittamisessa.²¹⁹ Edelleen tunnusluku voi nousta erittäin korkeaksi välittömästi yritys- tai rahoitusjärjestelyiden jälkeen. Välimäen haastatteluiden perusteella näissä tapauksissa rahoitussopimukseen lisätään tilikausittain muuttuvat tavoiteportaat, joiden mukaan yhtiön on saavutettava pankin näkökulmasta hyväksyttävä suhdeluku tietyllä aikavälillä.²²⁰

Tunnuslukuun sidottu kovenantti on erittäin yleinen.²²¹ Se haastaa jopa omavaraisuusasteen suosiossa.²²² Korollisen vieraan pääoman suhde käyttökateeseen ei varsinaisesti ole kannattavuuskovenantti, sillä siihen liittyy vakavaraisuuselementti, eli vieras pääoma. Juuri kannattavuus-vakavaraisuus-kombinaatio tekee kovenantista erityisen käyttökelpoisen. Tunnusluvun indikoima heikko kannattavuus ja korkea velkaantuneisuus ovat vaarallinen yhdistelmä ja lainanantajan erityisen intressin kohde.²²³ Korkea suhteellinen velkaantuneisuus edellyttää yhtiöltä hyvää liikutulosta vieraan pääoman velvoitteista selviytymiseksi.

4.2.2 Vakavaraisuus

Yhtiön tärkeimpänä toimintaedellytyksenä voidaan pitää kannattavuutta, mutta kannattavuus ei yksin riitä pitämään yhtiötä taloudellisesti toimintakykyisenä. Yhtiön velkaantuneisuus voi olla niin suuri, ettei sillä kyettä täyttämään yhtiön rahoituksellisia

²¹⁸ Välimäki 2014, s. 383.

²¹⁹ Välimäki 2014, s. 383.

²²⁰ Usein tavoiteportaisiin liitetään myös dynaaminen hinnoitteluelementti, jonka perusteella lainanantaja on tarvittaessa oikeutettu nostamaan luoton hintaa, jos lainanantajan riskiasema heikkenee. Vastaavasti marginaali laskee lainanantajan riskin pienentyessä. Välimäki 2014, s. 384.

²²¹ Välimäki 2014, s. 406; Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1720.

²²² Yleisin kovenantti suomalaisissa rahoitussopimuksissa; käsitellään jäljempänä kohdassa 4.2.2.1.

²²³ Välimäki 2014, s. 406.

velvoitteita, vaikka toiminta olisikin tuottoisaa. Siksi lainanantajan on huomioitava myös yhtiön rahoitusrakenne ja vakavaraisuus luottopäätöstä tehdessään.²²⁴

Vakavaraisuus on keskeinen yhtiön taloudellisen tilan mittari. Vakavaraisella yhtiöllä on niin paljon omaa pääomaa, että se kykenee selviytymään vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokuluista ja muista rahoituskuluista heikompinakin aikoina vaarantamatta liiketoiminnan jatkuvuutta. Toisin sanoen vakavaraisuudella tarkoitetaan yhtiön kykyä selvitä maksusitoumuksistaan pitkällä aikavälillä.²²⁵ Kun yhtiön vakavaraisuus on heikko, lainanantajalla on usein halu kontrolloida yhtiön toimintaa ja valvoa omia intressejään.²²⁶ Tässä tutkielmassa vakavaraisuuteen perehdytään kahden tunnusluvun, omavaraisuusasteen ja nettovelkaantumisasteen, avulla.

4.2.2.1 Omavaraisuusaste

Omavaraisuusaste (*equity ratio*) on erittäin yleinen tapa mitata yhtiön vakavaraisuutta ja rahoituksellista terveyttä.²²⁷ Sen voidaan perustellusti katsoa olevan tärkeimpiä yhtiön vakavaraisuutta kuvaavia avainlukuja. Omavaraisuusaste kertoo, kuinka suuri osa yhtiön omaisuudesta on rahoitettu omin varoin. Se mittaa yhtiön kykyä selviytyä sitoumuksistaan pitkällä aikavälillä, sillä yhtiön omat varat muodostavat puskurin tappioita vastaan.²²⁸

Mitä suurempi omavaraisuusaste yhtiöllä on, sitä paremmat edellytykset sillä on selviytyä vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen korkokuluista huonoinakin aikoina ilman, että liiketoiminnan jatkuvuus vaarantuu. Vastaavasti mitä alempi omavaraisuusaste, sitä epätodennäköisempää on, että yhtiö selviää tappioista.²²⁹ Yritystutkimus ry:n mukaan omavaraisuusasteelle voidaan antaa seuraavat ohjeavrot: hyvä yli 40 %, tyydyttävä 20–40 % ja heikko alle 20 %, mutta muitakin luokitteluasteikkoja voidaan esittää, kuten Ensio ja Tikkanen: erinomainen yli 50 %, hyvä 40–50 %, tyydyttävä 30–40 %, välttävä 20–30 %, ja heikko alle 20 %.²³⁰ Omavaraisuusastekovenantti muotoillaan usein joko

²²⁴ Rahoitusrakenne tarkoittaa oman ja vieraan pääoman suhdetta. Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 142.

²²⁵ Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 142.

²²⁶ Huomioitavaa on, että yhtiöiden pyrkimyksenä ei kuitenkaan ole liiallinen vakavaraisuus, koska tällöin ei hyödynnetä velan vipuvaikutusta. Ks. Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 142.

²²⁷ Knüpfer – Puttonen 2014, s. 237.

²²⁸ Aho – Kaivo-Oja 2010, s. 288; KTM-raportti 20/1996, s. 43.

²²⁹ Aho – Kaivo-Oja 2010, s. 288.

²³⁰ Yritystutkimus ry 2011, s. 67; Tikkanen – Vartia 2010, s. 19.

tavoiteporrastetuksi tai minimitasoiseksi. Tosin omavaraisuuskovenanti voidaan myös sitoa muihin tunnuslukuihin sekä rahoituksen hinnoitteluun.²³¹

Omavaraisuusasteeseen liittyy joitakin huomionarvoisia heikkouksia. Erityisesti pysyvien vastaavien arvonkorostukset vaikuttavat tunnusluvun arvoon ja vertailtavuuteen. Lisäksi, yhtiön soveltamasta poistotavasta ja inflaatiosta johtuen, pysyvien vastaavien käyvät arvot voivat poiketa huomattavasti tarkasteluajankohdan tasearvoista. Mikäli ero on merkittävä ja varmuudella todettavissa, voidaan omavaraisuutta laskettaessa tämän tasearvon ylittävä osuus lisätä taseen omiin varoihin. Vastaavasti alittava osuus voidaan korjata omissa varoissa tasearvoa pienemmiksi.²³²

Vuonna 2008 alkaneen taluskriisin ja taantumien yhteydessä rahoittajille selveni, että omavaraisuusaste ei reagoi toivotulla nopeudella yhtiön taloudellisen tilan muutoksiin. Taantuma pienensi yhtiöiden kassavirtoja, jolloin lainanantajat saivat kamppailla hyvän omavaraisuusasteen mutta heikkojen kassavirtojen omaavien yhtiöiden kanssa.²³³ Kovenanttien tärkeä tavoite aikaisesta puuttumisesta maksukyvyyn heikkenemiseen ei siten toteutunut. Vuoden 2009 jälkeen rahoitussopimuksia korjattiin lisäämällä niihin täydentäviä ehtoja, esimerkiksi käyttökatepohjainen kovenanti, jotta omavaraisuusasteeseen liittyvä hidas reagointi saataisiin aisoihin. Samalla myös omavaraisuusasteeseen sidottuja hinnoitteluelementtejä muutettiin ja poistettiin.²³⁴

Välimäen väitöstutkimuksen mukaan omavaraisuusaste on kuitenkin kestänyt kaiken tämän kritiikin. Lähestulkoon kaikissa rahoitussopimuksissa, joissa on finanssikovenanti, on myös omavaraisuusasteeseen perustuva kovenanti. Omavaraisuusastetta käytettäessä tärkeää on olla tietoinen yllä mainituista heikkouksista, ja kiinnittää ensisijassa huomiota tunnusluvun muutoksiin, käsittäen muun muassa muutoksen suunnan ja sen taustalla olevat syyt.²³⁵ Omavaraisuusaste soveltuu erityisesti pitkän aikavälin seurantaan ja täydentää nopeammin reagoivia kannattavuus- ja maksuvalmiuskovenanteja.

²³¹ Välimäki 2014, s. 394.

²³² Yritystutkimus ry 2011, s. 66. Ks. KTM-raportti 20/1996, liite 2c, jossa luetellaan muita omavaraisuusasteeseen liittyviä virhelähteitä ja epävarmuustekijöitä.

²³³ Käänteisesti yhtiöllä, jonka omavaraisuusaste on alhainen, voi olla merkittäviä varoja rahan ja pankkisaamisten muodossa. Tällöin heikko omavaraisuus ei ole kriittinen. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 238.

²³⁴ Välimäki 2014, s. 393.

²³⁵ Välimäki 2014, s. 393.

4.2.2.2 *Nettovelkaantumisasaste (net gearing)*

Nettovelkaantumisasastetta hyödynnetään finanssialalla usein vakavaraisuuden mittarina.²³⁶ Merkityksellisuutta kuvastaa muun muassa se, että Finanssivalvonta mainitsee ohjeissaan omavaraisuusasteen ohella nettovelkaantumisasasteen listayhtiön rahoitusta ja taloudellista asemaa kuvaavana tunnuslukuna.²³⁷ Kun kyseessä on kokoluokaltaan suuri yhtiö, nettovelkaantumisasaste esiintyy tilinpäätösmateriaalissa usein.²³⁸

Nettovelkaantumisasaste mittaa yhtiön korollisen nettovelan suhteessa yhtiön omaan pääomaan.²³⁹ Korollisiin velkoihin otetaan mukaan myös pääomalainat, vaikka ne tilapäisesti voivat olla korottomia. Nettovelka saadaan kun korollisista veloista vähennetään rahat ja rahoitusarvopaperit.²⁴⁰ Yritystutkimus ry:n mukaan tunnuslukuarvoa alle 1 voidaan pitää hyvänä. Mikäli tunnuslukuarvo laskee alle yhden ja tämä on negatiivisen oman pääoman seurausta, arvoa voidaan pitää heikkona.²⁴¹ Tunnuslukuarvot voidaan luonnollisesti esittää myös prosentteina. Nettovelkaantumisasasteeseen sidotussa kovenantissa yhtiön nettovelkaantumisasasteen voidaan edellyttää säilyvän alle tietyn prosenttirajan.²⁴²

Nettovelkaantumisasasteesta käytetään englanninkielistä nimikettä ”net gearing”. Toisinaan tunnusluvusta käytetään myös nimikettä ”gearing”.²⁴³ Yritystutkimus ry:n tilinpäätösanalyysissä tunnusluku ”net gearing” vastaa laskentaperusteiltaan Kirjanpitolausakunnan tunnuslukua ”gearing”.²⁴⁴ Edellä mainitut tunnusluvut voidaan

²³⁶ Nettovelkaantumisasasteen lisäksi velkaantumisasaste esiintyy usein kovenanttina rahoitussopimuksissa. Dichev ja Skinner (2002) ovat laajassa yhdysvaltalaisissa rahoitussopimuksia koskevassa tutkimuksessaan todenneet, että velkaantumisasaste on yksi tavallisimmista kovenanteista. Dichev – Skinner 2002, s. 1001.

²³⁷ MOK 7/2013, s. 54.

²³⁸ Ks. esim. Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 143.

²³⁹ Sen lisäksi, että nettovelkaantumisasaste on tärkeä tunnusluku lainantajalle, tunnusluku on tärkeä myös osakkeenomistajille, sillä tunnusluvun korkea taso kertoo osakkeenomistajien saavan pienemmän osan yhtiön kokonaistuotosta. Core – Schrand 1999, s. 2.

²⁴⁰ Yritystutkimus ry 2011, s. 68.

²⁴¹ Yritystutkimus ry 2011, s. 68.

²⁴² Kovenantissa tulisi korostaa, että nettovelkaantumisasaste ei saa laskea alle yhden negatiivisen oman pääoman seurauksena.

²⁴³ Knüpfer – Puttonen 2014, s. 238.

²⁴⁴ Kirjanpitolausakunta 2002, s. 9–10. Arvopaperimarkkinalakiin tehtyjen ja samana päivänä voimaan tulleiden muutosten (L 152/2007) jälkeen Kirjanpitolausakunnan ohjeiden anto-oikeus on siirtynyt Finanssivalvonnalle. Näin ollen Kirjanpitolausakunnan ohjeet koskien listayhtiön tilinpäätöksen, tilinpäätöstiedotteen ja osavuositarkastuksen laatimista eivät ole enää voimassa. Tutkielmassa tarkoituksena on ainoastaan havainnollistaa, että ”net gearing” ja ”gearing” voivat tarkoittaa samaa tunnuslukua tai eri tunnuslukua määritelmästä riippuen.

kuitenkin laskea myös eri tavoin²⁴⁵ ja nimikkeitä käyttää eri merkityksissä, minkä johdosta kyseisen kovenantin laskentaperusteet on syytä määrittää tarkasti rahoitussopimuksessa.

Nettovelkaantumisasastetta voidaan pitää omavaraisuusastetta yksinkertaisempana ja ymmärrettävämpänä tunnuslukuna.²⁴⁶ Velkaantumisasasteen etuna omavaraisuusasteeseen verrattuna voidaan pitää sitä, että velkaantumisasaste on riippumaton korottomien velkojen hetkellisistä heilahteluista.²⁴⁷ Lisäksi nettovelkaantumisasaste reagoi omavaraisuusastetta nopeammin yhtiön muuttuneisiin taloudellisiin toimintaedellytyksiin. Ymmärrettävyys ja sensitiivisyys voivat olla syinä siihen, että nettovelkaantumisasasteeseen sidottu kovenanti on yleistymässä suurimpien yhtiöiden rahoituksessa. Kokonaisuutena arvioiden nettovelkaantumisasaste esiintyy kuitenkin harvemmin kuin omavaraisuusaste suomalaisissa rahoitussopimuksissa.²⁴⁸

4.2.3 Maksuvalmius

Vaikka yhtiön kannattavuus ja vakavaraisuus ovat kunnossa, yhtiön on selvittävä myös lyhyen aikavälin velvoitteistaan. Kun maksuvalmius on mallillaan, yhtiöllä on likvidejä varoja suoriutua kaikista maksuistaan ilman viivästyskuluja tai lyhytaikaista lisärahoitusta, mutta samalla ylimääräisiä varoja ei ole sidottu huonosti tuottavaan kassareserviin.²⁴⁹ Kyseessä on nimenomaan yhtiön lyhyen aikavälin rahoituksen riittävyyden mittari, ja siksi se on merkityksellinen kovenanttikontrollin kohde.

Kuten kohdassa 4.2 mainittiin, finanssikovenanteilla lainanantaja pyrkii ennen kaikkea säilyttämään yhtiön maksukyvyn koko velkasuhteen ajan.²⁵⁰ Taloustieteelle on tyypillistä puhua nimenomaan maksuvalmiudesta yhtiön maksukyvyn mittarina. Maksuvalmiuden ja maksukyvyn käsitteitä käytetään ammattilaistenkin toimesta toistensa synonyymeina, mutta sisällöllisesti niillä on eri merkitys.²⁵¹ Yhtiö, jolla on tilapäisesti ja tapauskohtaisesti lyhyeksi arvioidulla ajanjaksolla heikko maksuvalmius, voi kuitenkin olla maksukykyinen,

²⁴⁵ Esimerkiksi mahdollisia oman pääoman oikaisueriä on useita. Yritystutkimus ry 2011, s.43.

²⁴⁶ Välimäki 2014, s. 399.

²⁴⁷ KTM-raportti 20/1996, s. 38. Esimerkkeinä korottomista veloista mainitaan ostovelat ja siirtovelat. KTM-raportti 20/1996, s. 38.

²⁴⁸ Välimäki 2014, s. 399.

²⁴⁹ Välimäki 2014, s. 353.

²⁵⁰ Välimäki 2014, s. 350.

²⁵¹ Välimäki 2014, s. 350; Ruohonen 2012, s. 146. Esimerkiksi Yritystutkimus ry käyttää maksuvalmiutta ja maksukykyisyyttä synonyymeina. Yritystutkimus ry 2011, s. 71.

koska uuden rahoituksen hankkiminen voi olla hyvän vakavaraisuuden ja positiivisten tulevaisuudennäkymien johdosta helppoa.²⁵²

Luonteeltaan maksuvalmius voi olla sekä dynaamista että staattista. Staattisessa maksuvalmiudessa on kyse tietyn hetken maksuvalmiuden arvioinnista, esimerkiksi tilinpäätöshetkellä, jolloin verrataan nopeasti rahaksi muutettavan omaisuuden suhdetta lyhytaikaisiin velkoihin. Tällaisia staattisia tunnuslukuja ovat *quick ratio* ja *current ratio*. Dynaamista maksuvalmiutta taas voidaan tarkastella raha- ja kassavirtalaskelmien avulla.²⁵³ Edelleen maksuvalmiuden apumittarina voidaan käyttää omaisuuserien rahoituspohjaa kuvaavaa nettokäyttöpääomaprosenttia, sekä tulorahoituksen riittävyttä kuvaavia kiertoaika- eli tehokkuuslukuja.²⁵⁴ Samoin kuin kannattavuutta ja vakavaraisuutta, maksuvalmiutta voidaan siis mitata lukuisilla eri taloudellisilla tunnusluvuilla ja niiden yhdistelmillä. Tässä tutkielmassa käsitellään maksuvalmiuden osalta ainoastaan tunnuslukuja *quick ratio* ja *current ratio*. Lisäksi pyritään yleisellä tasolla kuvaamaan rahavirtalaskelmia. Muut edellä mainitut maksuvalmiutta koskevat tunnusluvut ja apumittarit eivät juurikaan esiinny kovenanteina rahoitusmarkkinoilla²⁵⁵, minkä vuoksi niitä ei tarkastella lähemmin.

4.2.3.1 *Quick ratio ja current ratio*

Quick ratio ja *current ratio* voidaan katsoa kuuluvan tunnetuimpiin ja yleisimmin käytettyihin tunnuslukuihin finanssialan toimijoiden keskuudessa. Lukujen ideana on verrata nopeaksi rahaksi muutettavan omaisuuden suhdetta lyhytaikaisiin velkoihin.²⁵⁶

Quick ratio ja *current ratio* esiintyvät vain satunnaisesti kovenanteina rahoitusopimuksissa.²⁵⁷ Lisäksi vaikuttaisi siltä, että tunnusluvut esiintyvät rahoitussopimuksissa harvemmin Suomessa kuin kansainvälisellä pelikentällä.²⁵⁸ Näin ollen tunnusluvut eivät ole tämän tutkielman teeman kannalta merkittävässä asemassa. Maksuvalmiutta käsiteltäessä olisi kuitenkin tunnuslukujen etabloituneen aseman vuoksi tavatonta jättää *quick ratio* ja *current ratio* täysin huomioimatta.

²⁵² Välimäki 2014, s. 350.

²⁵³ Yritystutkimus ry 2011, s. 71.

²⁵⁴ Ruohonen 2012, s. 146.

²⁵⁵ Välimäki 2014, s. 355.

²⁵⁶ Yritystutkimus ry 2011, s. 71.

²⁵⁷ Välimäki 2014, s. 354; Dyreng 2007, s. 42; Chava – Roberts 2008, s. 2091.

²⁵⁸ Välimäki 2014, s. 353–354; Dichev – Skinner 2002, s. 1001.

Quick ratio mittaa yhtiön kapasiteettia selviytyä lyhytaikaisista veloistaan pelkällä rahoitusomaisuudella.²⁵⁹ Yritystutkimus ry on vahvistanut *quick ratiolle* seuraavat ohjeelliset raja-arvot: hyvä yli 1, tyydyttävä 0,5–1 ja heikko alle 0,5.²⁶⁰ *Current ratio*ssa tarkastelujakso on hieman pidempi siten, että myös vaihto-omaisuus lasketaan mukaan realisoitavaksi omaisuudeksi lyhytaikaisten velkojen maksamiseksi.²⁶¹ *Current ration* ohjeelliset raja-arvot ovat seuraavat: hyvä yli 2, tyydyttävä 1–2 ja heikko alle 1.²⁶² Molemmat tunnusluvut kuvaavat yhtiön maksuvalmiutta tilinpäätöshetkellä eli taseen laatimispäivänä. Tilanne saattaa kuitenkin tilinpäätöshetkellä olla normaalista poikkeava. Tunnuslukuja tulkittaessa tulisi siksi pitää mielessä maksuvalmiuden voivan vaihdella suurestikin tarkastellulla ajanjaksolla.

Tunnuslukujen käytettävyydessä voidaan katsoa olevan muitakin heikkouksia, kuten rahoitusomaisuuteen sisältyvät arvottomat erät, esimerkiksi luottotappioiksi tulkittavat myyntisaamiset.²⁶³ Edelleen kyseisten mittareiden luotettavuutta heikentää niiden manipuloimismahdollisuus. *Quick ration* ja *current ration* heikkoudet huomioon ottaen, ei ole erityisen yllättävää, että kovenanteja käytetään suhteellisen vähäisessä määrin.²⁶⁴

4.2.3.2 Rahavirtalaskelmat

Tuloslaskelma ei välttämättä anna totuudenmukaista kuvaa yhtiön kannattavuudesta muun muassa kirjanpidollisten jaksotus- ja arvostusperiaatteiden vuoksi.²⁶⁵ Rahavirtalaskelmassa hylätään tavanomaiset tilinpäätöksen laadinnan jaksotus- ja arvostusperiaatteet.²⁶⁶ Tuloslaskelma osoittaa maksimaalisen, osittain tuleviin odotuksiin perustuvan kassavirran kun taas rahavirtalaskelma osoittaa todellisen, toteutuneen rahavirran.²⁶⁷ Velkojien tulisikin olla kiinnostuneista raha- ja kassavirtalaskelmista ja niihin perustuvista kovenanteista,

²⁵⁹ Quick ratiosta käytetään myö happotesti (*acid test*) -nimitystä.

²⁶⁰ Yritystutkimus ry 2011, s. 71.

²⁶¹ Yritystutkimus ry 2011, s. 71.

²⁶² Yritystutkimus ry 2011, s. 72.

²⁶³ Yritystutkimus ry 2011, s. 72.

²⁶⁴ Välimäki 2014, s. 353.

²⁶⁵ Välimäki 2014, s. 356; Ruohonen 2012, s. 150.

²⁶⁶ Leppiniemi – Leppiniemi – Kaisanlahti 2014, kappale 7 (Rahavirtalaskelmat) (sähköisessä versiossa ei sivunumeroita).

²⁶⁷ Välimäki 2014, s. 356.

koska lainojen lyhennyksiä tai korkoja ei makseta tilinpäätöksen voitolla, vaan velallisyhtiön todellisilla rahavirroilla.²⁶⁸

Välimäen mukaan maksuperusteiset, rahavirtoihin pohjautuvat kovenantit ovat lähtökohtaisesti ja teoreettisesti relevantteja ja koherentteja kovenanttityyppejä.²⁶⁹ Välimäki perustelee väittämää muun muassa sillä, että rahavirtaperusteinen toimintajäämä reagoi tuloslaskelmaa nopeammin yrityksen liiketoiminnassa tapahtuneisiin muutoksiin.²⁷⁰ Tilinpäätöksen suoriteperusteinen tulos voi antaa suhteellisen hyvän kuvan vaikka kannattavuus on kääntynyt huonompaan päin tai toiminta on supistunut, kun taas esimerkiksi kassavirtalaskelmassa tällaiset muutokset tulevat aikaisemmin ilmi. Juuri rahavirtalaskelman avulla saadaan asiantuntijoiden mielestä luotettavimmin selville yhtiön toiminnan tuloksellisuus ja yhtiön kyky selviytyä lainojen lyhennyksistä ja koroista.²⁷¹ Rahavirtoihin pohjautuvien kovenanttien voidaan siis katsoa antavan lainanantajalle parhaan suojan.²⁷² Sama toistuu kansainvälisessä tutkimuksessa, esimerkiksi Fabozzin mukaan ”*if one wants to create a covenant which best protects creditors, it should be cash flow based ratio*”.²⁷³ Edelleen rahavirtalaskelman informaatiota käytetään usein ennakoitaessa yrityksen tulevaisuudessa odotettavissa olevia rahavirtoja.²⁷⁴ On muistettava, että kovenanttien yhtenä perimmäisenä ideana on luotonhoitokyvyn varmistaminen vakuuden sijasta yhtiön tulevalla rahavirralla.²⁷⁵

Raha- ja kassavirtojen tiedollisesta hyödyllisyydestä ja tarpeellisuudesta huolimatta rahavirtoihin perustuvia kovenantteja ei esiinny suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla huomattavissa määrin. Välimäen tutkimassa rahoitussopimusmateriaalissa²⁷⁶ löytyi vain kolme esimerkkiä maksuperusteisen rahavirtalaskelman käyttämisestä finanssikovenantin

²⁶⁸ Välimäki 2014, s. 356, jossa viittaus muun muassa Valdez – Wood 2004, s. 88: ”*After all, profit is not cash*”.

²⁶⁹ Välimäki 2014, s. 363.

²⁷⁰ Välimäki 2014, s. 364; Yritystutkimus ry 2011, s. 58.

²⁷¹ Välimäki 2014, s. 364 ja 366.

²⁷² Välimäki 2014, s. 364.

²⁷³ Fabozzi 1998, s. 316.

²⁷⁴ Kirjanpitolaautakunta 2007, s. 5.

²⁷⁵ Knüpfer - Puttonen 2014, s. 159–160; Hemmo 2001, s. 326.

²⁷⁶ Välimäki on väitöstutkimuksessaan kerännyt ja analysoinut 50 kappaletta vuosina 2002–2013 laadittua rahoitussopimusta. Hän ei tavoittele kovenanttien tilastollista analyysiä sopimusotoksen eissattumanvaraisuudesta johtuen, mutta laskee suuntaa-antavia kovenanttien esiintymismääriä, frekvenssejä ja suhteellista osuutta kuvaavia prosenttilukuja. Välimäki 2014, s. 70.

arvona, ja niissä rahavirran määritelmät poikkesivat toisistaan.²⁷⁷ Huomioitavaa on, että Välimäen tutkimuksen kohderyhmänä ovat pääasiassa keskisuuret yritykset.²⁷⁸ KTM-raportin mukaan suuryritysten rahoituksessa käytetään usein rahavirtapohjaisia kovenantteja.²⁷⁹

Vaikka rahavirtoihin perustuvat kovenantit eivät tänä päivänä välttämättä ole dominoivassa asemassa, niitä on kuitenkin syytä käsitellä tässä tutkielmassa, koska ne ovat hiljalleen yleistymässä.²⁸⁰ Lisäksi, kuten todettu, kyseessä olevien kovenanttien avulla voidaan todenmukaisemmin selvittää yhtiön senhetkinen kyky selvitä maksuvelvoitteistaan. Voidaan pitää todennäköisenä, että rahavirtoihin perustuvien kovenanttien merkitys kasvaa tulevaisuudessa. Edelleen, kuten alla ilmenee, useiden listayhtiöiden on kirjanpitolain mukaan sisällytettävä rahavirtalaskelma tilinpäätökseensä (Kirjanpitolaki 3 luvun 1 §).²⁸¹ Rahavirtalaskelma tulee siten joka tapauksessa toteuttaa, eikä rahavirtoihin perustuvien kovenanttien määrittäminen ole muista tunnusluvuista poikkeavaa. Myös tämän luulisi vaikuttavan kyseisten kovenanttien käytettävyyteen.

Erilaisten rahavirtalaskelmien ja niihin perustuvien kovenanttien suuren määrän vuoksi tässä tutkimuksessa ei ole tarkoituksenmukaista tarkastella kovenantteja yksityiskohtaisella tasolla. Todettakoon myös, että kyseisten kovenanttien soveltaminen edellyttää erityistä perehtymistä yksittäisen yhtiön ansainta- ja rahavirtalogiikkaan, mikä puolestaan edellyttää tilinpäätösmateriaalin lisäksi yhtiön sisäisen materiaalin saatavuutta.²⁸² Tässä tutkielmassa tarkoituksena on seuraavaksi, rahavirtapohjaisten kovenanttien ymmärtämiseksi, kiinnittää yleisellä tasolla huomioita rahavirtalaskelmia koskeviin ohjeisiin.

Kirjanpitolautakunta on antanut yleisohjeet rahavirtalaskelman laatimisesta ja vastaavasti Yritystutkimus ry kassavirtalaskelman laatimisesta. Yritystutkimus ry toteaa rahoituslaskelman ja kassavirtalaskelman erosta, että rahavirtalaskelmassa rahavirrat

²⁷⁷ Välimäki 2014, s. 364.

²⁷⁸ Ks. EU-komission suositus 2003/361/EY mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä.

²⁷⁹ KTM-raportti 20/1996, s. 39.

²⁸⁰ Välimäki 2014, s. 365; Moir – Sudarsanam 2007, s. 152 ja 165.

²⁸¹ Kirjanpitolaissa käytetään termiä rahoituslaskelma. Rahoituslaskelman laatimisvelvollisuus koskee suuryrityksiä ja yleisen edun kannalta merkittävä yhteisöjä. Kirjanpitolaki 3 luvun 1 §.

²⁸² Välimäki 2014, s. 368.

esitetään omina erinään. Kassavirtalaskelma on vähennyslaskumuodossa ja siinä käytetään oikaistun tuloslaskelman eriä.²⁸³

Kirjanpitolautakunnan yleisohjeessa todetaan ensiksi, että Kirjanpitoasetuksen 2 luvun 1 §:n mukaan rahoituslaskelmasta on ilmentävä liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirrat. Liiketoiminnan rahavirta osoittaa missä määrin kirjanpitovelvollinen on pystynyt tilikauden aikana tuottamaan rahavaroja toimintaedellytysten säilyttämiseen, osinkojen maksamiseen, uusien investointien tekemiseen sekä lainojen takaisinmaksuun ulkopuolisiin rahoituslähteisiin turvautumatta. Investointien rahavirrat osoittavat rahavirtojen käytön tulevan rahavirran kerryttämiseksi pitkällä aikavälillä, kun taas rahoituksen rahavirrat osoittavat nimensä mukaisesti oman ja vieraan pääoman muutokset tilikauden aikana.²⁸⁴

Kirjanpitolautakunnan yleisohjeen mukaan rahoituslaskelmalla tarkoitetaan kirjanpitovelvollisen tietyn tilikauden rahavirrat käsittävää laskelmaa, josta käy selville varojen hankinta ja varojen käyttö.²⁸⁵ Laskelman keskeisenä tavoitteena on antaa käyttäjille tietoa sen arvioimiseksi, miten kirjanpitovelvollinen on aikaansaanut rahavirtaa ja miten se on käyttänyt kerryttämänsä rahavirran. Kirjanpitolautakunta toteaa rahoituslaskelman mahdollistavan yhtiön taloudellisen tilanteen, erityisesti rahoitusaseman ja rahoitusrakenteen, arvioimisen ja sen vertaamisen muiden samalla toimialalla toimivien yhtiöiden kanssa.²⁸⁶

Kirjanpitolautakunnan mukaan rahoituslaskelma voidaan esittää joko epäsuorana (nettomääräisenä) tai suorana (bruttomääräisenä). Nämä poikkeavat toisistaan ainoastaan liiketoiminnan rahavirran (ei investointien tai rahoituksen) esittämisen osalta. Epäsuorassa laskelmassa tehdään oikaisuja tuloslaskelman välitulokseen (voitto tai tappio ennen satunnaisia eriä) liiketoiminnan nettorahavirran selvittämiseksi. Kirjanpitolautakunta kuitenkin suosittelee suoran laskelman käyttämistä, sillä se on selkeämpi ja informatiivisempi muun muassa sen osalta, onko yhtiöllä riittävästi varoja osingonjakoon ja investointeihin.²⁸⁷

²⁸³ Yritystutkimus ry 2011, s. 59.

²⁸⁴ Kirjanpitolautakunta 2007, s. 4.

²⁸⁵ Kirjanpitolautakunta 2007, s. 4.

²⁸⁶ Kirjanpitolautakunta 2007, s. 5. Tämä johtuu, kuten aiemmin todettu, erilaisten arvostus- ja jaksotusratkaisujen vaikutusten eliminoimisesta laskelmassa.

²⁸⁷ Kirjanpitolautakunta 2007, s. 15.

Yritystutkimus ry on antanut suosituksen koskien niin sanottua kassavirtalaskelmaa, joka kostuu oikaistun tuloslaskelman, virallisen taseen ja liitetietojen yhdistelmästä.²⁸⁸ Laskelman tarkoituksena on antaa tietoa rahoituksen riittävydestä menojen etuoikeusjärjestyksessä. Menojen etuoikeusjärjestyksessä ajatellaan ensin katettavan juoksevan toiminnan menot, sitten rahoituskulut, verot ja investoinnit sekä lopuksi voitonjako ja lainojen lyhennykset.²⁸⁹ Laskelmasta selviää toimintajäämä, investointijäämä sekä rahoitusjäämä. Ensiksi mainittu toimintajäämä kertoo myyntitulojen määrän, kun kaikki liiketoiminnan lyhytvaikutteiset menot on katettu. Kannattavallakin yhtiöllä toimintajäämä saattaa olla negatiivinen silloin kun yhtiö on kasvuvaiheessa ja käyttöpääoman kasvu sitoo kassavaroja. Pääsääntönä kuitenkin toimintajäämän on oltava jatkuvasti positiivinen, jotta liiketoimintaa voidaan pitää kannattavana ja yhtiön maksuvalmiuden voidaan katsoa olevan kunnossa. Toiseksi mainittu rahoitusjäämä kertoo yhtiön juoksevien maksujen selviytymiskyvystä, ja mikäli se on negatiivinen, yhtiön velkaantuminen kasvaa vääjäämättä. Viimeiseksi mainittu investointijäämä taas kertoo miten toiminnasta saadut tulot ovat riittäneet aineettomiin hyödykkeisiin sekä sijoitusomaisuuteen tehtyihin investointeihin.²⁹⁰ Kassavirtalaskelmasta voi siten yksityiskohtaisella tasolla nähdä mistä menoista yhtiö suoriutuu. Samoin laskelmasta saadaan selville milloin tulorahoitus on loppunut eli milloin yhtiö on turvautunut omaan tai vieraaseen pääomaan menojensa kattamiseksi.²⁹¹

Kuten edellä selostetusta voi havaita, rahavirtalaskelma ja kassavirtalaskelma antavat niitä tutkiville suurin piitein samoja tietoja, eli vastauksen kysymykseen, miten yhtiö on selviytynyt maksuvelvoitteistaan. Lainanantajan asiaksi jää arvioida, kumpaa laskelmaa se pitää soveliaampana. Huomioitavaa on myös se, että Kirjanpitolautakunnan ja

²⁸⁸ Yritystutkimus ry 2011, s. 52.

²⁸⁹ Yritystutkimus ry 2011, s. 53.

²⁹⁰ Yritystutkimus ry 2011 s. 57–58.

²⁹¹ Yritystutkimus ry 2011, s. 52.

Yritystutkimus ry:n laskelmat eivät suinkaan ole ainoat tavat toteuttaa rahavirtalaskelma, vaan teknisiä toteuttamistapoja on useita.²⁹²

4.3 Kovenanttien rikkoutuminen ja seuraukset

4.3.1 Yleistä

Jos yhtiö ei noudata kovenanttia, se rikkoutuu. Kovenantti voi rikkoutua hyvin erilaisista syistä; joko yhtiön omasta menettelystä johtuen tai yhtiöstä riippumattoman ulkoisen tekijän perusteella.²⁹³ Yleensä kyseessä on yhtiön taloudellisen tilanteen huonontuminen, jonka syynä voi puolestaan olla esimerkiksi markkinaolosuhteet, suhdannemuutokset, epäonnistuneet projektit tai liikkeenjohdolliset virheet.²⁹⁴ Huomionarvoista on, että kovenantin rikkoutuminen ei automaattisesti tarkoita yhtiön laiminlyöneen eräänntyneen velvoitteen lainanantajalle.²⁹⁵ Vaikka kovenantti rikkoutuu, velallisyhtiö on voinut maksaa ja on usein maksanutkin kaikki lainan lyhennykset, korot ja muut rahoituskustannukset.

Yleinen käsitys on, että kovenantit rikkoutuvat usein. Useiden tutkimusten mukaan yli 25 prosenttia yhdysvaltalaisista listayhtiöistä ovat rikkoneet kovenanttejaan vuosien 1994 ja 2005 välillä.²⁹⁶ Kun kovenantti rikkoutuu, osa yhtiön kontrollista siirtyy lainanantajalle, joka voi velkasopimuksen sisällöstä riippuen uhkailla yhtiötä erilaisilla seuraamuksilla.

Tuomisto jakaa lainanantajan käytettävissä olevat seuraamusvaihtoehdot ankaruusjärjestyksessä seuraavasti: (1) kovenantin rikkoutumisen huomioimatta jättäminen, (2) jälkikäteishyväksynnän (jäljempänä käytetään termiä ”*waiver*”) antaminen, (3)

²⁹² Esimerkiksi Nordea Pankki Suomi Oyj:n hyödyntämässä tuloslaskelman ja taseen yhdistelmälaskelmassa selvitetään operatiivisen kassavirran euromäärä. Nordean Pankki Oyj:n rahoitussopimuksissa käytetään usein tunnuslukuja CASD (*Cash flow Available to Debt*) ja/tai CAAD (*Cash flow Available to Amortize Debt*). Nämä kertovat nimiensä mukaisesti vieraan pääoman hoitoon käytettävissä olevan kassavirran sekä vieraan pääoman lyhentämiseen käytettävissä olevan kassavirran. Nordean asiantuntijat ovat todenneet CASD-kovenantin kuuluvan tärkeimpien kovenanttien joukkoon, erityisesti järjestelyissä, jotka ovat tyypiltään ”*highly leveraged and distressed*”. Kovenantin raja-arvona mainittiin >1. Välimäki 2014, s. 362 ja 365.

²⁹³ Tuomisto 1999, s. 170.

²⁹⁴ Välimäki 2014, s. 437; KTM-raportti 1996, s. 71.

²⁹⁵ HassabElnaby 2006, s. 1368.

²⁹⁶ Dichev – Skinner 2002, s. 1119; Chava – Roberts 2008, s. 2094 ja Roberts – Sufi 2009, s. 1663. Dichev ja Skinner eivät löydä näyttöä siitä, että finanssikovenantit rikkoutuisivat suurilla yhtiöillä harvemmin. Dichev – Skinner 2002, s. 1108.

selvittely- ja neuvottelutoimenpiteiden vaatiminen sekä (4) luoton irtisanominen.²⁹⁷ Jaottelua voidaan kuitenkin yksinkertaistaa, kuten alla olevasta selviää.

Luottosopimuksessa velallisyhtiölle asetetaan poikkeuksetta velvollisuus ilmoittaa lainanantajalle kovenantin rikkoutumisesta. Ilmoitus tulee tehdä välittömästi. Tällöin yhtiön ja lainanantajan välille syntyy neuvotteluyhteys, joka on rikkoutumisen ensisijainen ja toivottava operatiivinen vaikutus.²⁹⁸ Tuomiston mukaan lainanantaja voi jättää rikkoutumisen huomioimatta, mikäli rikkoutumisen on aiheuttanut selvästi havaittavissa oleva ohimenevä ilmiö.²⁹⁹ KTM:n kovenantteja käsittelevä työryhmä toteaa päinvastoin, että lainanantajalla on *velvollisuus reagoida* nopeasti kovenantin rikkoutumisen jälkeen.³⁰⁰ Välimäki on samalla kannalla; saatuaan tiedon rikkoutumisesta lainanantajan tulee aina reagoida, sillä vain reagoimalla luodaan yksiselitteiset pelisäännöt ja varmistetaan kovenanttien painoarvon säilyminen.³⁰¹ Jättäisin siksi Tuomiston mainitseman ensimmäisen seuraamuksen, kovenantin rikkoutumisen huomioimatta jättämisen, kokonaan pois lainanantajan seuraamusvaihtoehdoista, varsinkin julkisten osakeyhtiöiden ollessa kyseessä.

Ellei lainanantaja päätä irtisanoa sopimusta, käytännössä ainoa mahdollinen vaihtoehto on rikkoutumisen hyväksyminen. Hyväksymisprosessi käsittää usein lainanantajan ja velallisyhtiön välisiä neuvotteluja. Neuvotteluissa selvitetään rikkoutumisen taustalla olevat syyt ja sen vaikutukset velallisyhtiön liiketoimintaan sekä selvitetään toimenpiteet, joihin yhtiön on ryhdyttävä tilanteen korjaamiseksi. Samalla velkoja arvioi oman rahoitusriskinsä. Waiverin antaminen ja rahoitussopimuksen uudelleenneuvottelemineen eivät ole erillisiä, vaan toisistaan riippuvaisia seurauksia.³⁰² Lopputuloksena voidaan todeta, että lainanantajan seuraamusvaihtoehdot kovenantin rikkoutumistilanteessa ovat seuraavat: (1) luoton irtisanominen tai (2) rikkoutumisen hyväksyminen eli waiverin antaminen.³⁰³

Lainanantajan valitsemat seuraamukset ovat sidoksissa rikkoutumisen syyhyn ja rikkoutumisen olennaisuuteen. Villan mukaan olennaisuutta arvioitaessa huomiota

²⁹⁷ Tuomisto 1999, s. 171.

²⁹⁸ Välimäki 2014, s. 443.

²⁹⁹ Tuomisto 1999, s. 171.

³⁰⁰ KTM-raportti 1996, s. 70. Oma kursivointi.

³⁰¹ Välimäki 2014, s. 442.

³⁰² HassabElnaby 2006, s. 1369 ja 1384–1385; Beneish – Press 1993, s. 252.

³⁰³ Lähtökohta on sama useassa kansainvälisissä tutkimuksissa, esim. Chen – Wei 1993, s. 221.

kiinnitetään rikkoutumisen merkitykseen luoton jatkuvuudelle, velallisyhtiön kykyyn selviytyä sopimuksen mukaisista suorituksista sekä siihen, onko rikkoutuminen korjattavissa ja miten.³⁰⁴ Seuraamukset ovat siten sidoksissa siihen, minkä tyyppinen kovenantti on kyseessä, miten kovenantin rikkoutuminen on tapahtunut, miten rikkoutuminen on korjattavissa, mitä rikkoutumisen seuraamuksista on sovittu rahoitussopimuksessa sekä erityisesti siihen, mikä merkitys rikkeellä on velkojan riskiposition arvioimiseen ja vaarantaako rikkoutuminen velallisyhtiön takaisinmaksukyvyyn.³⁰⁵

4.3.2 Luoton irtisanominen

Kovenanttien rikkoutumiseen liitetään melkein poikkeuksetta lainanantajan oikeus yksipuolisesti irtisanoa sopimus ja päättää luottosopimussuhde ennenaikaisesti. Luotonantaja on tehnyt luottopäätöksen niiden velallisyhtiön taloudellisten ja toiminnallisten seikkojen valossa, jotka vallitsivat sopimuksen syntyhetkellä. Mikäli myönteisen luottopäätöksen perustana olevat olennaiset seikat muuttuvat, luotonantaja saattaa kokea asemansa turvattomaksi ja nähdä luottosopimuksen irtisanomisen ainoksi ratkaisuksi.³⁰⁶

Suuryritysten kanssa tehtävien luottosopimusten erääntymisperusteissa esiintyy suurta vaihtelua.³⁰⁷ LMA-järjestön mallidokumentaatioissa esiintyviä ehtoja ovat esimerkiksi maksulaiminlyönti (*non-payment*), väärin tietojen anto (*misrepresentation*), ristiinerääntymättäminen (*cross-default*), maksukyvyttömyysmenettely (*insolvency proceedings*), velvoitteiden käyminen lainvastaiseksi (*unlawfulness*) ja olosuhteiden olennainen haitallinen muuttuminen (*material adverse change*). Kuten esimerkeistä ilmenee, eräännyttäminen liittyy pääasiassa sellaisiin velallisen olosuhteissa tapahtuviin muutoksiin, jotka voivat implikoida maksukyvyyn heikkenemistä.³⁰⁸

Irtisanominen voi perustua purkamistyyppiseen irtisanomisehtoon (*acceleration clause*).³⁰⁹ Velallisyhtiö saa tällöin rasitteekseen joko lyhyen irtisanomisajan tai ei irtisanomisaikaa lainkaan. Taustalla on tavoite painostaa yhtiötä tehokkaasti noudattamaan

³⁰⁴ Villa 2003, s. 156.

³⁰⁵ Villa 2003, s. 156.

³⁰⁶ Tuomisto 1996, s. 176–177.

³⁰⁷ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 169.

³⁰⁸ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 170.

³⁰⁹ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 202.

rahoitus sopimusehtoja, kovenantit mukaan lukien. Ilman irtisanomisaikaa oleva irtisanomisehto on periaatteellisesti ja käytännöllisesti merkittävä, vakiintuneen pankkikäytännön mukainen, ja yleensä sisällytetty sekä suomalaisten että ulkomaisten luottolaitosten käyttämiin vakioehtoihin.³¹⁰

Toinen yleinen irtisanomisehto on edellä mainittu luoton ristiineräännyttämisehto (*cross default clause*). Ehdolla on keskeinen merkitys kovenanttipohjaisessa luotonannossa. Ristiineräännyttämisehdon mukaan lainanantajalla on oikeus irtisanoa luotto, mikäli jollain muulla luotonantajalla on oikeus irtisanoa oman luottonsa.³¹¹ Sopimukseen on voitu ottaa ristiineräännyttämiskovenantti, tai vaihtoehtoisesti velallisyhtiön selonteko ja vakuutus (*representations and warranties*), jonka mukaan yhtiö ei ole sopimusrikkomuksessa toisen luotonantajan välisessä suhteessa ja jouduttuaan sellaiseen ilmoittaa asiasta välittömästi luotonantajalle. Toisinaan eräännyttämisehto muotoillaan tiukasti, jolloin se voi antaa lainanantajalle A mahdollisuuden irtisanoa luottosopimus kun toisessa sopimussuhteessa on ilmennyt irtisanomisperuste, vaikkei toisen sopimussuhteen lainanantaja B edes vetoaisi kyseiseen irtisanomisperusteeseen.³¹²

Rahoitus sopimuksessa voi myös olla tietyille tunnusluvulle asetettuja liukuvia raja-arvoja, joiden ylittymisen tai alittumisen seuraamus on tiettyyn raja-arvoon saakka luotolle maksettavan korkomarginaalin nouseminen, ja arvon ylittymisen tai alittumisen jälkeen luottosopimuksen purkamisen. Kovenantin sisällöstä riippuen, rahoitus sopimus voi purkautua joko välittömästi tai tietyn korjausajan kuluttua, jos velallisyhtiö ei ole kyennyt määräajassa korjaamaan taloudellista asemaansa tunnusluvun vaatimalle tasolle. Liukuvat raja-arvot tulevat kyseeseen esimerkiksi omavaraisuusasteeseen ja velkaantuneisuusasteeseen sidotuissa kovenanteissa, jolloin yhtiöllä on tavallisesti useita mahdollisuuksia raja-arvojen vahvistamiseksi. Yhtiö voi korottaa omaa pääomaansa ja siten korjata tunnuslukujaan esimerkiksi laskemalla liikkeelle uusia osakkeita taikka maksamalla pois muita velkoja myymällä omaisuuttaan.³¹³

Irtisanomista harkitessaan lainanantaja huomioi muun muassa takaisinsaanti-, luottotappio- ja maineriskin todennäköisyyttä ja painavuutta. Irtisanominen tulee yleensä kyseeseen

³¹⁰ Tuomisto 1996, s. 109.

³¹¹ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 170.

³¹² Tuomisto 1996, s. 112.

³¹³ Villa 2006, s. 157.

tilanteissa joissa rikkoutuminen johtaa pankin riskiaseman oleelliseen heikentymiseen, eikä yhtiö kykene tai ole halukas suorittamaan korjaavia toimenpiteitä. Viimesijaisuutta kuvastaa se, että irtisanomiseen liittyy usein sekä yhtiön johdon tarkoituksenmukainen käyttäytyminen lainanantajan intressien vastaisesti että tahallinen sopimusehtojen noudattamatta jättäminen.³¹⁴ Seuraamusvaihtoehtona irtisanominen on toisin sanoen, varsinkin finanssikovenanttien osalta, harvinainen.³¹⁵ Irtisanomisoikeus on kuitenkin lainanantajalle tärkeä, koska se mahdollistaa vahvan neuvotteluaseman.³¹⁶

4.3.3 Waiver

Edellä todettiin lainanantajan seuraamusvaihtoehtojen olevan käytännössä joko waiverin antaminen tai luottosopimuksen irtisanominen. Eri asia on, että waiveriin liittyviä seuraamusvaihtoehtoja on runsaasti. Välittömästi lainanantajan luottoriskiinkin vaikuttavia seuraamusvaihtoehtoja ovat luoton marginaalin korottaminen, lisävakuuden vaatiminen, luoton takaisinmaksuaikataulun lyhentäminen ja rahoitusinstrumenttien muuttaminen.³¹⁷ Muita mahdollisia seuraamusvaihtoehtoja ovat velallisyhtiön kovenanttien lisääminen tai olemassa olevien kovenanttien tiukentaminen. Esimerkkeinä voidaan mainita informointivelvoitteiden kiristäminen ja informoinnin frekvenssin lyhentäminen.³¹⁸ Samoin lainanantaja voi pyrkiä kasvattamaan velallisyhtiön operatiivisen toiminnan kontrollioikeuksiaan. Tällaisia seuraamusvaihtoehtoja ovat esimerkiksi investointien, osinkojen ja yritysostojen rajoittaminen sekä yhtiön omaisuuden myyminen.³¹⁹ Edelleen seuraamusvaihtoehtoihin kuuluu velallisyhtiön johdon vaihtaminen.³²⁰ On selvää, että lainanantajan asettamat uudet velvoitteet ja rajoitukset, koskien esimerkiksi velallisyhtiön velkaantumistasoa tai investointeja, vähentävät osakkeenomistajien mahdollisuuksia hyödyntää yhtiön varallisuutta velkojien kustannuksella.³²¹

Rikkoutumiseen reagoiminen käsittää aina lainanantajan suorittaman luottopäätösmenettelyn. Luottopäätös voi kuitenkin tarkoittaa myös sitä, että waiverin

³¹⁴ Välimäki 2014, s. 449–450.

³¹⁵ Gopalakrishnan – Parkash 1995, s. 25.

³¹⁶ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 202.

³¹⁷ Välimäki 2014, s. 444–445; Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1721; Beneish – Press 1995, s. 338.

³¹⁸ Citron 1992, s. 330.

³¹⁹ Välimäki 2014, s. 443–444.

³²⁰ Baird – Rasmussen 2006, s. 1209.

³²¹ Denis – Wang 2014, s. 365; Nini – Smith – Sufi 2009, s. 402; Roberts – Sufi 2009, s. 1667.

lisäksi rikkoutuminen ei johda muihin toimenpiteisiin, sillä kuten todettu, kovenantin rikkoutuminen ei välttämättä johdu velallisyhtiön taloudellisista vaikeuksista.³²²

Waiver muotoillaan usein lainantajan suostumukseksi olla käyttämättä kovenantin rikkoutumiseen liitettyä määriteltyä ja yksilöityä oikeutta. Se voidaan antaa etukäteen tai jälkikäteen, ehdoitta tai ehdollisena sekä määräaikaisena tai pysyvästi.³²³ Ehdollinen waiver tarkoittaa esimerkiksi luottosopimuksen hinnoittelun muutosta tai lisävakuuden asettamisen vaatimusta. Määräaikainen waiver puolestaan tarkoittaa, että velallisyhtiön edellytetään suorittavan sopimussuhteen jatkuvuuden ehtona olevat korjaavat toimenpiteet tietyn määräajan sisällä (*grace period*).³²⁴

³²² HassabElnaby 2006, s.1374.

³²³ Etukäteiswaiverissa ei ole kyse tapahtuneesta kovenantin rikkoutumisesta. Tässä tutkielmassa waiverilla tarkoitetaan vastedes jälkikäteiswaiveriä.

³²⁴ Edellä mainitusta seuraa, että rikkoutumisen jälkeinen hyväksyminen voidaan jakaa kuuteen alaryhmään: lopullinen waiver, neuvottelujen jälkeinen lopullinen waiver ilman lisärajoitteita, neuvottelujen jälkeinen lopullinen waiver lisärajoitteiden kera, määräaikainen waiver, neuvottelujen jälkeinen määräaikainen waiver ilman lisärajoitteita, neuvottelujen jälkeinen määräaikainen waiver lisärajoitteiden kera. HassabElnaby 2006, s. 1387.

5 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS FINANSSIKOVENANTTIEN RIKKOUTUESSA

Edellä todettiin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin edellyttävän listayhtiöiden julkistavan niitä välittömästi koskevan, luonteeltaan täsmällisen ja julkistamattoman tiedon, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisen arvopaperin hintaan (1 artikla 1 kohta). Suomessa arvopaperimarkkina-alueella käytetään käsitettä olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi edellyttää, että tieto julkistetaan mahdollisimman nopeasti, kun taas AML:n mukaan tieto on julkistettava ilman aiheutonta viivytystä. Asiallisesti määritelmädirektiivi ja AML kuitenkin vastaavat toisiaan.³²⁵ Kovenantin rikkoutuessa listayhtiön johdon arvioitavaksi tulevat siten pääasiassa seuraavat kysymykset: (1) onko tiedolla kovenantin rikkoutumisesta oletettavasti olennainen vaikutus arvopaperin arvoon ja (2) onko tieto riittävän täsmällinen siten, että se tulisi julkistaa mahdollisimman nopeasti. Tutkielman seuraavassa kohdassa keskitytään ensisijaisesti tiedon olennaisuuteen. Jollei tämä ensimmäinen edellytys täyty, toista kysymystä on tarpeetonta lähteä arvioimaan. Lopussa käsitellään yleisellä tasolla tiedon täsmällisyyttä ja tiedon julkistamisen ajankohtaa, näiden liittyessä läheisesti toisiinsa.

5.1 Tiedon olennaisuus

Kohdassa 5.1 käsitellään ensiksi eräitä yleisiä taustanäkökohtia, joilla on merkitystä kovenantin rikkoutumisen olennaisuuden arvioinnissa. Toiseksi perehdytään empiirisiin tutkimuksiin, jotka mittaavat kovenantin rikkoutumisen vaikutuksia osakkeenomistajien varallisuuteen.³²⁶ Kolmanneksi käydään läpi, mitä konkreettisia seikkoja tulisi ottaa huomioon tiedon olennaisuuden arvioinnissa järkevän sijoittajan näkökulmasta. Lopuksi käsiteltäväksi tulevat kovenanttien rikkoutumisen seuraukset sekä seurausten mahdollinen hintavaikutus. Seuraukset on jaettu kahteen osioon. Ensiksi käsitellään rahoituksen

³²⁵ HE 137/2004 vp, s. 52.

³²⁶ Kohdassa 5.1 on läpikotaisin syytä huomioida, että tutkielmassa mainitut taloustieteelliset empiiriset tutkimukset perustuvat yhdysvaltalaiseen tutkimusmateriaaliin, jonka johdosta niiden ei suoraan voida katsoa kuvaavan suomalaisten listayhtiöiden kovenanttien rikkoutumisen vaikutuksia. Tutkimusmateriaali on pääasiassa otettu *SEC Edgar*, *Dealscan (Loan Pricing Corporation)* ja *Compustat (Standard & Poor's)* tietokannoista. Suomessa tai Euroopassa ei ole voitu suorittaa kovenantteja koskevia empiirisiä tutkimuksia samassa laajuudessa kuin Yhdysvalloissa, koska Suomessa tai Euroopassa ei ole vastaavia tietokantoja. Tutkielmassa mainitut tutkimukset ovat siten arvokkaita suuntaa-antavina lähteinä.

jatkuvuuden vaarantumista eli luottosopimuksen irtisanomisen mahdollisuutta. Toiseksi käsitellään waiverin yhteydessä aiheutuvia seurauksia yhtiölle ja osakkeenomistajille.

5.1.1 Alustavia näkökohtia

Pörssin sääntöjen mukaan kovenantin rikkoutuminen voi olla arvopaperiin arvoon olennaisesti vaikuttava seikka. Vaikka Pörssin säännöt luetaan itsesääntelyksi ja suoraa vertailua AML:n säännökseen ei voida tehdä, Pörssin säännöillä voidaan katsoa olevan tiettyä tulkintavaikutusta. Katsoisin, että kovenantin rikkoutuminen synnyttää joka tapauksessa listayhtiön velvollisuuden huolellisesti arvioida rikkoutumisen mahdollista vaikutusta velallisyhtiön arvopaperin arvoon.

Finanssikovenanttien rikkoutumisen perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä yhtiön taloudellisesta nykytilasta, ja tällä voisi ajatella olevan vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon. Katsoisin kuitenkin, että kovenantin rikkoutumisesta tiedottaminen tulisi pitää erillään muusta taloudellisesta tiedottamisesta. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML:n 6 luvun 4 § edellyttää, että listayhtiö julkistaa tulosvaroituksena tiedot muutoksista ennakoitussa tuloksessa, taloudellisen aseman kehityksessä tai tulevaisuudennäkymissä ilman aiheetonta viivytyksiä.³²⁷ Listayhtiön on siis annettava markkinoille tiedot olennaisista taloudellisista muutoksista, vaikka kovenantti ei olisikaan rikkoutunut. Lisäksi kovenanttiehtojen raja-arvot on voitu asettaa sellaiselle tasolle, että niiden rikkoutumisella ei selvästi ole merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksen kannalta.

Kiinnostavinta kysymyksessä, milloin finanssikovenantin rikkoutumisesta tulisi tiedottaa, ei siten ole se, että lainanantajan asettamat raja-arvot ovat rikkoutuneet. Sen sijaan tärkeää olisi selvittää, mitä seurauksia velallisyhtiölle aiheutuu ja miten yhtiön toimintaan puututaan kovenantin rikkoutuessa. Ensinnäkin huomiota tulisi kiinnittää siihen, onko todennäköistä, että rikkoutuminen johtaa rahoitussopimuksen irtisanomiseen. Kovenantin rikkoutumisen vaikutus on suurin, jos lainanantaja päättää irtisanoa rahoitussopimuksen kovenantin rikkoutumisen perusteella. Tähän liittyen Mather (1999) on todennut seuraavaa: ”*The lender's decision to waive or not waive appears to be particularly critical to the borrower's ensuing costs*”.³²⁸ Toiseksi, mikäli lainanantaja hyväksyy rikkoutumisen

³²⁷ Ks. MOK 7/2013, s. 22–24.

³²⁸ Mather 1999, s. 31. Mikäli rikkoutumisen kustannukset ovat korkeat, myös olennainen vaikutus arvopaperin arvoon on todennäköisempi.

ja antaa waiverin, huomiota tulisi kiinnittää yhtiölle waiverin yhteydessä aiheutuviin seurauksiin. Beneish ja Press ovat todenneet, että kovenantin rikkoutumisen yhteydessä tehdyillä rahoitussopimuksen muutoksilla on keskimäärin merkittävä vaikutus velallisyhtiön arvopaperin arvoon.³²⁹ Katsoisin kuitenkin, että vaikutusten arviointia ei voida rajoittaa rahoitussopimuksen sisällön muutoksiin. Myös muilla waiveriin liittyvillä seurauksilla voi olla merkitystä, esimerkiksi luottoneuvottelujen pituudella, kuten kohdasta 5.1.5 tarkemmin ilmenee.

Samalla tutkielmassa ei voida jättää taloudellisia näkökohtia huomioimatta, sillä finanssikovenanttien rikkoutuminen pohjautuu yleensä velallisyhtiön taloudellisen aseman negatiiviseen kehitykseen. Lainanantajan suhtautumiseen vaikuttaa vahvasti velallisyhtiön taloudellinen asema ja mitä tietyn kovenantin rikkoutuminen siitä kertoo.³³⁰ Rikkoutumisen seurausten selvittämiseksi kohdassa 5.1.4 käydään yleisellä tasolla läpi, miten lainanantaja mahdollisesti tulkitsee erilaisten finanssikovenanttiehtojen raja-arvojen rikkoutumisen. Tämän perusteella voidaan paremmin tehdä johtopäätöksiä rahoitussopimuksen irtisanomisen todennäköisyydestä.

5.1.2 Taustoittavaa tutkimusta

AML:n valmisteluasiakirjoissa todetaan, että tiedon olennaisuutta arvioitaessa voidaan yhtenä viitteenä pitää sitä, miten sijoittajat ja muut markkinatoimijat ovat yleensä reagoineet samankaltaisiin julkistettuihin tietoihin.³³¹ Yhdysvaltalaiset rahoituksen ja laskentatoimen tutkijat ovat jo kauan todenneet, että kovenanttien rikkoutumisella on negatiivinen vaikutus osakkeenomistajien varallisuuteen, mutta tutkijat eivät pitkään kyenneet luotettavalla tavalla vahvistamaan kovenanttien rikkoutumisen ja uudelleenneuvottelujen vaikutusten laajuutta.³³² 90-luvulta alkaen tutkijat ovat alkaneet esittämään empiiristä näyttöä rikkoutumisen konkreettisista vaikutuksista.

Beneish ja Press ovat tutkineet kovenantin rikkoutumisen kustannuksia ja seurauksia kahdessa tutkimuksessa, vuonna 1993 ja 1995. Vaikka tutkimusten suorittamisesta on

³²⁹ Beneish – Press 1995, s. 337.

³³⁰ Dichev – Skinner 2002, s. 1096–1097.

³³¹ HE 137/2004 vp, s. 52.

³³² Sweeney 1994, s. 290–292; Watts – Zimmerman 1990 s. 151.

kulunut kauan aikaa, monet tutkijat viittaavat tutkimuksiin vielä tänäkin päivänä³³³, mikä kertoo tutkimusten arvostetusta asemasta. Beneish ja Press osoittivat vuonna 1995 julkaistussa tutkimuksessa, että listayhtiön tiedonantoon kovenanttien rikkoutumisesta liittyy merkittävä arvopaperin arvon laskeminen (*significant stock price decline*).³³⁴ Tutkimuksessa yhdistettiin regressiomallin avulla rikkoutumisen jälkeiset rahoitussopimuksen muutokset ja osakekurssi, jonka jälkeen tarkasteltiin, onko uudelleenneuvotteluilla seurauksia osakkeen hinnoitteluun markkinoilla. Tutkimuksessa osoitetaan, että kovenantin rikkoutumista seuraavan tiedottamisen jälkeisinä kolmena päivänä velallisyhtiöiden osakekurssit laskevat keskimäärin 3,52 prosenttia.³³⁵ Lisäksi Beneish ja Press arvioivat, että rikkoutumisen seuraukset, tarkemmin sanottuna korkeammat rahoituskustannukset ja uudet toimintarajoitteet, aiheuttavat kokonaisuudessaan keskimäärin 1,4 prosentin laskun osakkeenomistajien varallisuudessa.³³⁶ Erityisesti rahoitussopimukseen sisällytetyt investointirajoitukset ja korkeammat rahoituskustannukset vaikuttivat tutkimustulokseen.³³⁷

Griffin, Lont ja McClune suorittivat vuonna 2014 tutkimuksen, jonka tarkoituksena oli arvioida, käyttävätkö sisäpiiriläiset tietoa kovenantin rikkoutumisesta hyväkseen osakekaupoissaan.³³⁸ Ulkopuolisilla sijoittajilla ei yleensä ole tietoa kovenantin rikkoutumisen seurauksista ennen kuin yhtiö antaa tiedotteen SEC:lle ja tämän kautta markkinoille. Vaikka tutkimus ei pääasiallisesti kuulu tämän tutkielman kysymyksenasettelun piiriin, tutkimus sivuaa kysymystä osakekurssien muutoksista, kun kovenantin rikkoutumisesta tiedotetaan. Tutkimuksessa havaittiin trendi, jossa sisäpiiriläiset myivät osakkeitaan (korkeampaan hintaan) ennen tiedottamista ja ostivat niitä (alempaan hintaan) tiedottamisen jälkeen. Siten sisäpiiriläiset hyötyivät tiedollisesta etumatkastaan, joka oletettavasti oli peräisin luoton ja kovenanttien uudelleenneuvotteluista.³³⁹ Griffin, Lont ja McClune totesivat, että tarkasteltujen yhtiöiden

³³³ Esim. Griffin – Lont – McClune 2014; Nini – Smith – Sufi 2012, Roberts – Sufi 2009; HassabElnaby 2006.

³³⁴ Beneish – Press 1995, s. 337. Huomionarvoista on, että tutkimuksessa oli kyse yhtiöistä, jotka olivat rikkoneet kovenanttejaan vakavasti ja ensimmäistä kertaa.

³³⁵ Beneish – Press 1995, s. 338. Tässä yhteydessä voidaan muistuttaa, että KKO:n mukaan jo muutaman prosentin äkillinen muutos osakkeen arvossa on olennainen. Ks. tutkielman kohta 3.4.3 ja KKO 2013:53, kohta 23.

³³⁶ Beneish – Press 1995, s. 337.

³³⁷ Beneish – Press 1995, s. 338 ja 352.

³³⁸ Griffin – Lont – McClune 2014, s. 118.

³³⁹ Griffin – Lont – McClune 2014, s. 142.

osakekurssit reagoivat negatiivisesti ja voimakkaasti päivänä, jolloin kovenantin rikkoutumisesta tiedotettiin.³⁴⁰

Nini Smith ja Sufi ovat tutkineet kovenantin rikkoutumisen seurauksia pidemmällä aikavälillä, sekä ennen rikkoutumista, että sen jälkeen. Erityisen kiinnostavaa on, että tutkimuksessa esitetään näyttöä yhtiöiden operatiivisen toiminnan ja pääoman markkina-arvostuksen keskimääräisestä paranemisesta kolmen rikkoutumista seuraavan vuosineljänneksen aikana. Suurin osa positiivisesta kehityksestä tulee operatiivisten kustannusten laskusta, ei liikevaihdon lisääntymisestä, mikä viittaa siihen, että kovenantin rikkoutumisen jälkeiset lainanantajan asettamat uudet velvoitteet ja rajoitukset parantavat velallisyhtiöiden operatiivista tehokkuutta.³⁴¹

Nini, Smith ja Sufi tutkivat myös sitä, miten osakekurssit reagoivat kovenantin rikkoutumisen jälkeisenä aikana. Tutkimuksessa todetaan, että rikkoutumista edeltävinä kuukausina osakekurssit laskevat jyrkästi, minkä jälkeen osakurssien kehitys on pitkällä aikavälillä vastakkaissuuntainen.³⁴² Tilastollisesti yhtiöiden tuotto nousee noin 5 prosenttia vuositasolla (*positive abnormal return of about 5 % per year*).³⁴³ Toisin sanoen luotonantajan väliintuloon liittyy yhtiön toiminnan suunnanmuutos, joka lopulta koituu osakkeenomistajien hyödyksi. Ninin, Smithin ja Sufin päätelmät ovat ristiriidassa useampien muiden tutkimusten kanssa.³⁴⁴ Kuten edellä todettiin, muun muassa Beneish ja Press osoittivat, että osakekurssit laskevat kovenantin rikkoutumisesta tiedottamisen jälkeisinä päivinä. Ninin, Smithin ja Sufin mukaan näyttäisi siltä, että sijoittajat eivät välittömästi osaa ennakoida yhtiön tulevaa positiivista kehitystä kovenantin rikkoutumisen jälkeen, mutta tutkijat eivät osaa antaa suoraa vastausta siihen, miksi osakekurssit reagoivat hitaasti.³⁴⁵

Edellä mainitut tutkimustulokset eivät vastaa kysymykseen, minkälaisissa tilanteissa listayhtiön tulisi tiedottaa kovenanttien rikkoutumisesta. Tutkimustulokset kuitenkin

³⁴⁰ Griffin – Lont – McClune 2014, s. 142.

³⁴¹ Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1716–1717.

³⁴² Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1717.

³⁴³ Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1755.

³⁴⁴ Ks. esim. Sweeney 1994; Beneish – Press 1995.

³⁴⁵ Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1757. Tutkimustulos on ristiriidassa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kanssa. Tutkimustulos vahvistaa käsitystä rajoitetusti rationaalisista sijoittajista.

vahvistavat käsitystä siitä, että kovenanttien rikkoutuminen voi olla merkityksellinen tieto sijoittajien näkökulmasta, ja tiedottamisvelvollisuus voi syntyä.³⁴⁶

5.1.3 Yleisiä tiedon olennaisuuteen vaikuttavia seikkoja

Edellä kohdassa 4.3 kuvailtiin lainanantajavelkojan toimenpidevaihtoehtoja kovenanttien rikkoutuessa. Samalla todettiin, että koska rikkoutumisen seurauksia on monenlaisia, lainanantajan on tehtävä arvio rikkoutumisen syistä ja rikkoutumisen olennaisuudesta. Näin lainanantajalla on mahdollisuus valita mahdollisista seurauksista sen, joka parhaiten turvaa lainanantajan riskiposition ja saamisen takaisinmaksun.

Lainanantajan arvioidessa rikkoutumisen olennaisuutta huomiota kiinnitetään siihen, minkä tyyppisestä kovenantista on kysymys, miten rikkoutuminen on tapahtunut, onko rikkoutuminen kohtuudella korjattavissa, mitä rikkoutumisen seurauksista on sovittu rahoitussopimuksessa, mikä merkitys rikkoutumisella on lainanantajan kannalta sekä erityisesti siihen, vaarantaako rikkoutuminen velan takaisinmaksun eli velallisyhtiön takaisinmaksukyvyyn.³⁴⁷ Lainanantaja ottaa siten huomioon kaikki rikkoutumisen erityispiirteet ja arvioi olennaisuutta *in casu*.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymisen edellytys on myös olennaisuus, mutta eri merkitysyhteydessä. Lainanantajavelkoja arvioi, onko itse rikkoutuminen olennainen, kun taas listayhtiön tulee arvioida, voiko rikkoutumisella olla olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Laissa ei ole määritelty, mitkä seikat tai tapahtumat ovat riittävän olennaisia. Ainoa varsinainen johtolanka on, että tieto on olennainen, jos arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi sitä merkityksellisenä ja riittävänä sijoituspäätöstä tehdessään. Listayhtiön on siten itse tehtävä johtopäätös siitä, mikä vaikutus tiedolla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat

³⁴⁶ Kuten edellä yhdysvaltalaisesta tiedonantosaäntelyä koskevassa kohdassa näytettiin, Yhdysvalloissa tunnustetaan jo, että kovenantin rikkoutuminen voi olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava seikka, josta tulee tiedottaa tilinpäätöksen ja osavuositarkastusten välisenä aikana.

³⁴⁷ Villa 2003, s. 156

kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.³⁴⁸ Tällainen arviointi on taloudellinen.³⁴⁹

Katsoisin, että lainanantajan arviointi kovenantin rikkoutumisen olennaisuudesta ei poikkea merkittävästi siitä, mitä listayhtiön tulisi ottaa huomioon arvioitaessa kovenantin rikkoutumista koskevan tiedon olennaisuutta järkevän sijoittajan näkökulmasta.³⁵⁰ Mikäli rikkoutuminen on olennainen lainanantajan näkökulmasta, voidaan olettaa, että rikkoutuminen on todennäköisemmin olennainen myös sijoittajien ja arvopaperin arvon kannalta. Listayhtiön tulisi siten ensinnäkin ottaa huomioon, minkä tyyppisestä kovenantista on kyse. Erilaisten finanssikovenanttien rikkoutumisen merkityksestä tarkemmin kohdassa 5.1.4.

Toiseksi tiedon olennaisuutta arvioitaessa tulisi huomioida, miten rikkoutuminen on tapahtunut. Kuten todettu, vaikka useimmat kovenanttien rikkoutumiset johtuvat yhtiön heikosta suorittamisesta³⁵¹, rikkoutuminen voi myös johtua esimerkiksi taloudellisten suhdanteiden väliaikaisesta heikkenemisestä. Eräiden tutkimusten mukaan viimeksi mainitussa tilanteessa pankit osoittavat yleensä suurempaa joustavuutta waiverin antamisessa, kun taas toiset tutkimukset eivät ole löytäneet tästä mitään näyttöä.³⁵² Voidaan kuitenkin todeta, että tilanne on vakavampi, jos rikkoutuminen pohjautuu velallisyhtiön operatiivisen toiminnan negatiiviseen kehitykseen.

Edelleen tiedon olennaisuuteen vaikuttaa sopimuksessa määritellyt rikkoutumisen seuraukset, velan suuruus ja merkitys yhtiölle sekä velan takaisinmaksun mahdollinen vaarantuminen. Näiden merkitys korostuu yhtiön heikossa taloudellisessa tilanteessa.³⁵³ Erityisesti tiedot kovenantin rikkoutumisesta ja yhtiön tulevaisuuden maksukyvyistä ovat

³⁴⁸ MOK 7/2013, s. 17.

³⁴⁹ Osakkeen markkinahinta muodostuu sijoittajien odotuksista yhtiön *tulevasta* tuotosta. Berk – DeMarzo 2014, s. 27. Arviointi perustuu viime sijassa taloustieteelliseen hypoteesin tehokkaista markkinoista eli olettamukseen siitä, että sijoittajat sisäistävät tietoa, joka puolestaan näyttäytyy osakkeen hinnoittelussa.

³⁵⁰ Lainanantajan arviointia koskien kovenantin rikkoutumisen olennaisuutta käsiteltiin edellä kohdassa 4.3.1.

³⁵¹ Beneish – Press 1993, s. 243.

³⁵² HassabElnaby 2006, s. 1374.

³⁵³ Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2014, s. 7.

sijoittajille tärkeitä silloin, kun yhtiön taloudelliseen elinkelpoisuuteen liittyy epävarmuustekijöitä.³⁵⁴

Samalla on muistettava, että tutkimusten mukaan lainanantajat eivät pääsääntöisesti näe kovenanttien rikkoutumista vakavana asiana. Rahoitussopimuksen irtisanominen on tilastollisesti poikkeuksellinen toimenpide, eli toisin sanoen rikkoutumisen seuraamus on hyvin usein lainanantajavelkojan myöntämä waiver.³⁵⁵ Mutta vaikka lainanantaja hyväksyykin rikkoutumisen, waiverin saaminen saattaa koitua velallisyhtiölle kalliiksi.³⁵⁶ Tästä tarkemmin tutkielman kohdassa 5.1.5.

Väliyhteenvedona voidaan todeta, että tiedon olennaisuus riippuu hyvin monesta eri tekijästä ja on vahvasti tilannesidonnainen. Yhtiön johdon on huolellisuusvelvollisuuden mukaisesti hankittava tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto ja sen perusteella tehtävä johdonmukainen päätös koskien julkistamisvelvollisuuden syntymistä yksittäistapauksessa. Pitkälle meneviä ja yleisesti päteviä suoraviivaisia johtopäätöksiä siitä, millaisissa tilanteissa kovenantin rikkoutumisesta tulisi tiedottaa, ei ole mahdollista tehdä. Taloustieteellisten perusolettamusten perusteella voidaan kuitenkin päätellä, että tietyt kovenanttien rikkoutumisesta aiheutuvat seuraukset kiinnostavat osakkeenomistajia laajalti. Näitä seurauksia käsitellään tutkielmassa seuraavaksi. Lisäksi katsoisin, mikäli yhtiö on Finanssivalvonnan ohjeiden mukaisesti tiedottanut tilinpäätöksessä kovenantin olevan lähellä rikkoutumisrajaa, että *johdonmukaista* on julkistaa tieto kovenantin rikkoutumisesta ilman aiheetonta viivytystä.

5.1.4 Rahoituksen jatkuvuuden vaarantuminen

Taloustieteilijät ovat yksimielisiä siitä, että sijoittavat maksavat sijoituksestaan alemman hinnan yhtiön taloudellisen riskin kasvaessa.³⁵⁷ Lisäksi voidaan olettaa, että merkittävän rahoitussopimuksen irtisanominen lisää yhtiön taloudellista riskiä. Näin ollen kovenantin rikkoutumisesta tiedottamiseen vaikuttaa vahvasti se, (1) onko todennäköistä, että

³⁵⁴ Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2014, s. 7. Mainitut Finanssivalvonnan tulkinnat koskevat säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, mutta katsoisin, että niitä voidaan soveltaa myös jatkuvassa tiedonannossa.

³⁵⁵ HassabElnaby 2006, s. 1376; Gopalakrishnan – Parkash 1995, s. 25.

³⁵⁶ Beneish – Press 1993, s. 254.

³⁵⁷ Ks. esim. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 122. Tämän vuoksi listayhtiöiden edellytetäänkin kertovan säännöllisessä tiedonannossaan jo siitä, että rahoitussopimuksen kovenantit ovat *lähellä* rikkoutumisrajaa. Ks. tutkielman kohta 3.3.

lainanantaja irtisanoo rahoitussopimuksen.³⁵⁸ Samalla tiedottamisvelvollisuuden syntymiseen vaikuttaa luonnollisesti se, (2) kuinka tärkeä irtisanomisuhan alla oleva luottosopimus on velallisyhtiön toiminnalle. Tässä tutkielman kohdassa keskitytään ensiksi mainittuun, luottosopimuksen irtisanomiseen. Kohdassa ei käsitellä rahoitussopimuksen merkitystä yhtiön näkökulmasta, sillä tällainen arviointi perustuu yksittäisen yhtiön taloudelliseen kokonaistilaan ja rahoitusrakenteeseen. Voidaan kuitenkin panna merkille, että yhdysvaltalaisten listayhtiöiden tiedottaminen SEC:lle kovenanttien rikkoutumisesta perustuu käytännössä siihen, että rahoitussopimus, johon rikkoutunut kovenantti liittyy, on yhtiön näkökulmasta olennainen. Katsoisin, että myös suomalaisten listayhtiöiden tulisi tiedottamisvelvollisuutta arvioidessa kiinnittää erityistä huomiota rahoitussopimuksen suuruusluokkaan ja merkitykseen.

Lisäksi rahoitussopimuksen irtisanominen tai purkaminen voi lisätä tiedottamisvelvollisuuden syntymisen todennäköisyyttä, mikäli arvioitavaksi tulee luotonantajan vahingonkorvausoikeus. Vahingonkorvaus on tärkeä sopimusoikeudellinen seuraamus, jonka tyyppitilanne on sopimusvelvoitteen täyttämättä jäämisestä seuranneen varallisuusvahingon korvaaminen.³⁵⁹ Kovenanttikontekstissä vahingonkorvauksen hakeminen ei kuitenkaan muista liikesopimuksista poiketen ole tarkoituksenmukainen tai realistinen toimenpide.³⁶⁰ Vahinko on vaikeasti toteen näytettävissä, ja vahingonkorvauksen sijaan luotonantaja vaatii yleensä sopimussakkoa, josta tarkemmin kohdassa 5.1.5.3. Vahingonkorvaus realisoituu siten harvoin tosielämässä.

Chen och Wei ovat tutkineet kovenanttien rikkoutumista luotonantajien näkökulmasta. Tutkimuksen tarkoituksena oli arvioida tekijöitä, jotka vaikuttavat rahoitussopimuksen irtisanomiseen ja kovenantin rikkoutumisen hyväksymiseen.³⁶¹ Tutkimusotokseen valittiin 128 yhtiötä, jotka olivat rikkoneet kovenanttejaan, jonka jälkeen yhtiöt jaoteltiin ryhmiin (I tilapäinen waiver, II lopullinen waiver, III ei waiveriä). Jaottelun perusteella oli

³⁵⁸ Esimerkkinä voidaan mainita kovenanttiehto, jossa on asetettu tunnusluvuille liukuvia raja-arvoja, joiden ylittymisen tai alittumisen seuraamus on tiettyyn raja-arvoon saakka luotolle maksettavan korkomarginaalin nouseminen, ja arvon ylittymisen tai alittumisen jälkeen luottosopimuksen irtisanominen. Mikäli kyseiset tunnusluvut ylittävät tai alittavat määritellyn kriittisen raja-arvon, on selvää, että rahoitussopimuksen irtisanominen on todennäköistä.

³⁵⁹ Hemmo 1998, s. 7.

³⁶⁰ Välimäki 2014, s. 456.

³⁶¹ Chen – Wei 1993, s. 218.

mahdollista tunnistaa yhtiöiden välisiä eroavaisuuksia.³⁶² Tutkimustulosten mukaan luotonantajat ovat taipuvaisempia antamaan waivereita yhtiölle, joilla on alempi konkurssin todennäköisyys ja alempi velkaantumisaste. Lisäksi waiver on todennäköisempi lopputulema, jos lainalle on annettu vakuuksia ja jos kyse on pienemmästä lainasta.³⁶³

Myös HassabElnabyn tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, mitkä seikat vaikuttavat lainanantajan päätökseen irtisanoa luottosopimus tai vaihtoehtoisesti antaa waiver. HassabElnaby vertaili tutkimuksessaan 185 yhtiötä, jotka olivat rikkoneet kovenanttejaan vuosien 1992 ja 2002 välillä, sekä yhtiöiden luotonantajapankkeja.³⁶⁴ Tutkimustulosten mukaan pankkien halukkuuteen hyväksyä kovenantin rikkoutuminen vaikuttaa erityisesti se, missä laajuudessa yhtiön ja luoton ominaispiirteet vähentävät agenttikustannuksia. Tarkemmin sanottuna velallisyhtiön korkeampi luottoluokitus, alempi maksuvelvollisuuksien laiminlyönnin todennäköisyys ja alempi poikkeama optimaalisesta velkaantumisasteesta vaikuttavat positiivisesti yhtiön waiverin saamisen todennäköisyyteen.³⁶⁵ HassabElnaby toteaa siis samoin kuin Chen ja Wei, että yhtiön velkaantumisasteella on merkitystä, mutta painottaa, että kyse on velkaantumisasteen poikkeamasta optimaalisesta tunnusluvun arvosta.³⁶⁶ Lopuksi HassabElnaby toteaa Chen ja Wein tutkimuksen olevan osittain puutteellinen, sillä tutkimuksessa ei oteta huomioon luotonantajan ominaispiirteiden vaikutusta waiverin todennäköisyyteen.³⁶⁷ HassabElnabyn tutkimustulokset indikoivat, että pankkien parempi taloudellinen asema vaikuttaa positiivisesti waiverin todennäköisyyteen, ja että isommat pankit antavat useammin waivereita kuin pienemmät.³⁶⁸

³⁶² Chen – Wei 1993, s. 220.

³⁶³ Chen – Wei 1993, s. 220.

³⁶⁴ HassabElnaby 2006, s. 1369.

³⁶⁵ HassabElnaby 2006, s. 1388. Edelleen *waiverin* saamisen todennäköisyys on korkeampi, jos kyseessä on yhden ainoan kovenantin rikkoutuminen tai positiivisen kovenantin rikkoutuminen. HassabElnaby 2006, s. 1369.

³⁶⁶ HassabElnaby 2006, s. 1371. Esimerkkinä voidaan mainita yhtiö A, jolla on 10 prosentin optimaalinen velkaantumisaste ja yhtiö B, jolla on 55 prosentin optimaalinen velkaantumisaste. Luotonantaja on HassabElnabyn mukaan enemmän huolissaan yhtiöstä A, jonka todellinen velkaantumisasteen arvo on 40 prosenttia, kuin yhtiöstä B, jonka todellinen velkaantumisasteen arvo on 70 prosenttia. Yhtiö A:n poikkeama optimaalisesta velkaantumisasteesta on 30 prosenttia, kun taas yhtiö B:n poikkeama on vain 15 prosenttia. HassabElnaby 2006, s. 1371.

³⁶⁷ HassabElnaby 2006, s. 1387.

³⁶⁸ HassabElnaby 2006, s. 1388.

Chen ja Wein ja HassabElnabyn tutkimukset antavat arvokasta tietoa yhtiön johdolle, jonka tavoitteena on ennakoida luottosopimuksen irtisanomisen mahdollisuutta. Tutkimusten perusteella on selvää, että yhtiön taloudellinen kokonaistila on tärkeä lainanantajan irtisanomispäätökseen vaikuttava tekijä. Seuraavaksi tutkielmassa keskitytään yleisellä tasolla kysymyksiin, mitä (1) kannattavuutta, (2) vakavaraisuutta ja (3) maksuvalmiutta koskevan kovenantin rikkoutuminen kertoo yhtiön taloudellisesta tilasta. Näin voidaan paremmin muodostaa käsitys siitä, voiko kannattavuutta, vakavaraisuutta tai maksuvalmiutta koskevan kovenantin rikkoutumisen todennäköinen seuraus olla luottosopimuksen irtisanominen. Mikäli listayhtiö voi kohtuudella olettaa luotonantajan irtisanovan rahoitussopimuksen kovenantin rikkoutumisen perusteella, ja kyseinen rahoitussopimus on yhtiön näkökulmasta olennainen, tiedolla kovenantin rikkoutumisesta ja sen seurauksista on oletettavasti olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Eri asia on, että listayhtiöllä voi olla perusteltu syy lykätä tiedottamista. Tiedottamisen lykkäämisestä tarkemmin kohdassa 5.2.

5.1.4.1 Kannattavuutta koskevan kovenantin rikkoutuminen

Edellä todettiin kannattavuuden olevan yhtiön tärkein toimintaedellytys. Roberts ja Sufi toteavat tutkimuksessaan, että luotonantajia kiinnostaa erityisesti yhtiön kannattavuus, koska heikompi kannattavuus kertoo yhtiön heikommasta lainan takaisinmaksukyvyistä.³⁶⁹ Toisin sanoen, luotonantajan näkökulmasta yhtiön kannattavuus turvaa parhaiten yhtiön selviytymisen lainan lyhennyksistä sekä korko- ja rahoituskuluista.³⁷⁰

Useimmat kannattavuutta koskevat kovenantit ovat sidottuja yhtiön käyttökatteeseen. Käyttökatteen raja-arvot voivat kuitenkin rikkoutua hetkellisesti merkittävän investoinnin tai ohimenevän, lyhytaikaisen kausivaihtelun vuoksi.³⁷¹ Edelleen yhtiön omat rakenteelliset muutokset, kuten tuotannon uudelleenjärjestelyt, merkittävät tuotteiden lanseeraukset ja yrityskaupat saattavat antaa yhtiön kannattavuudesta harhaanjohtavan kuvan.³⁷² Yhdeltä tarkastelujaksolta laskettu kannattavuus ja kannattavuuteen sidotun kovenantin triggeroituminen ei siis välttämättä tarkoita, että velallisyhtiön kannattavuus

³⁶⁹ Roberts – Sufi 2009, s. 172.

³⁷⁰ Knüpfer – Puttonen 2014, s. 159.

³⁷¹ Tuomisto 1999, s. 172.

³⁷² Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 125.

pitkällä aikavälillä olisi heikko.³⁷³

On kuitenkin huomioitava, että velallisyhtiön heikko takaisinmaksukyky ei aina ole yhtä helposti korjattavissa kuin vakavaraisuus ja maksuvalmius. Kannattavuus perustuu velallisyhtiön operatiiviseen toimintaan, ja yhtiö voi siten joutua uudistamaan tai tehostamaan toimintaansa, jotta kannattavuuden tunnusluvut paranisivat. On selvää, että liikevaihdon lisääminen tai tuotantokustannusten laskeminen ei välttämättä ole yksinkertaista taikka helposti toteutettavissa.

Ottaen huomioon kannattavuuden merkityksen velallisyhtiön takaisimaksukyvyn kannalta, sekä kannattavuuden laskemisen voivan tarkoittaa velallisyhtiön operatiivisen toiminnan uudistamistarvetta, voidaan olettaa, että lainanantaja suhtautuu kannattavuutta koskevan kovenantin rikkoutumiseen erityisellä varauksella. Rikkoutumistilanteessa yhtiön on pystyttävä arvioimaan, mihin kannattavuuden heikkeneminen perustuu. Mikäli kyse on ohimenevästä ilmiöstä, riski luottosopimuksen irtisanomisesta voidaan olettaa olevan hyvin pieni. Mikäli kyse on tosiasiallisesta operatiivisesta ongelmasta, riski luottosopimuksen irtisanomisesta on korkeampi.

5.1.4.2 Vakavaraisuutta koskevan kovenantin rikkoutuminen

Välimäki toteaa, että vaikka yhtiön kassavirta on tärkeä, useimmiten ne yritykset, joiden omavaraisuus on alhainen, de facto ajautuvat ensimmäisenä vaikeuksiin.³⁷⁴ Tämä on yleispiirteinen toteamus eikä välttämättä päde kaikkiin tilanteisiin. Arvioitaessa velallisyhtiön taloudellista riskiä, tunnusluvun ensiarvoinen asema on kuitenkin vaikeaa kiistää.

Omavaraisuusaste kertoo tappionsietokyvystä, ja sen on oltava tietyntasoinen, jotta toiminnan jatkuvuus ei vaarantuisi. Siksi omavaraisuusasteeseen sidotun kovenantin rikkoutumisen seurauksiin voidaan olettaa vaikuttavan, mitkä rahoitussopimuksessa määritellyt omavaraisuusasteen raja-arvot ovat. Mikäli omavaraisuuskovenantissa on määritelty tietty tunnusluvun minimitaso, ja tämä on alhainen (30–20 % välttävä, alle 20 % heikko), kovenantin rikkoutuminen voi tosiasiallisesti tarkoittaa lainanantajan riskin

³⁷³ Kallunki – Lantto – Sahlström 2008, s. 125.

³⁷⁴ Välimäki 2014, s. 394.

nousseen kestävämmälle tasolle. Tällöin lainanantajan ankarammat toimenpiteet voivat tulla kyseeseen.³⁷⁵

Samalla on pidettävä mielessä tunnusluvun heikkoudet, ja miettiä, mitkä seikat ovat omavaraisuuden heikkenemisen taustalla. Mikäli rikkoutuminen pohjautuu ei-pysyvään, velallisyhtiön liiketoiminnasta riippumattomaan seikkaan, esimerkiksi yhtiön soveltamaan poistotapaan tai inflaatioon, lainanantajan voidaan olettaa reagoivan rikkoutumiseen vähemmän ankarilla toimenpiteillä. Kun kovenantin rikkoutuminen on yhtiöstä riippumattoman ulkoisen tekijän seurausta, ja yhtiöllä on edelleen hyvä luottoluokitus, lainanantajan irtisanomisoikeuden käyttö seurausvaihtoehtona on erittäin harvinaista.³⁷⁶ Lisäksi on muistettava, että yhtiöllä on tavallisesti käytettävissään useita keinoja omavaraisuuden parantamiseksi, esimerkiksi uusien osakkeiden liikkeelle laskeminen tai omaisuuden myyminen.

Toisena vakavaraisuutta mittaavana kovenanttina käsiteltiin nettovelkaantumisasastetta. Tässä yhteydessä mainittiin, että nettovelkaantumisasasteen reagoitiherkkyys on omavaraisuusastekovenanttia nopeampaa. Kyseisen kovenantin raja-arvot laukeavat omavaraisuusastetta helpommin.³⁷⁷ Sekä HassabElnabyn että Chen ja Wein mukaan velallisyhtiön velkaantumisasasteella on merkittävä vaikutus siihen, aikooko lainanantaja irtisanoa luottosopimuksen.³⁷⁸ HassabElnabyn tutkimuksessa kuitenkin todetaan, että luotonantajat ovat ensisijaisesti huolissaan yhtiöistä, joilla on korkeampi velkaantumisasaste kuin yhtiön toimialan optimaalinen velkaantumisasaste.³⁷⁹ Vaikka tutkimuksissa käsitellään velkaantumisasastetta, sama toimialasidonnaisuus voidaan luonnollisesti katsoa pätevän nettovelkaantumisasasteeseen ja omavaraisuusasteeseen.³⁸⁰

Yhteenvetona voidaan todeta, että vakavaraisuuskovenantin rikkoutumista tulee arvioida kokonaisvaltaisesti ja tapauskohtaisesti, rikkoutumisen taustalla olevat syyt huomioiden.

³⁷⁵ Tavallisin seuraus, kun omavaraisuusaste laskee kriittiselle tasolle, ei kuitenkaan ole rahoitussopimuksen irtisanominen vaan korkomarginaalin jyrkkä nostaminen. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 195.

³⁷⁶ HassabElnaby 2006, s. 1747.

³⁷⁷ Sweeney 1994, s. 285.

³⁷⁸ HassabElnaby 2006, s. 1388; Chen – Wei 1993, s. 230. Core ja Schrand toteavat, että velkaantumisasasteen muutokset kiinnostavat myös osakkeenomistajia erityisen paljon. Core – Schrand 1999, s. 3.

³⁷⁹ HassabElnaby 2006, s. 1371

³⁸⁰ KTM-raportti 20/1996, s. 43.

Jos yhtiön vakavaraisuustunnusluvut poikkeavat merkittävästi muista samalla toimialalla toimivien yhtiöiden tunnuslukujen arvoista, ja korjaavia toimenpiteitä ei voida nopeasti toteuttaa, luotonantaja voi arvioida tilanteen uhkaavaksi. Tällainen tilanne lienee kuitenkin hyvin harvinainen.

5.1.4.3 Maksuvalmiutta koskevan kovenantin rikkoutuminen

Maksuvalmiutta koskevilla kovenanteilla on jokaisella omat erityispiirteensä. Niiden käyttöön liittyy useita haasteita, muun muassa tulkintariskejä, informaation tuottamisen lisäkustannuksia sekä informaation staattisuutta ja ristiriitaisuutta.³⁸¹ Siksi maksuvalmiutta koskevien kovenanttien ei ole katsottu tuovan merkittävää lisäarvoa verrattuina muihin, yllä käsiteltyihin kovenanteihin.³⁸² Edellä mainitut haasteet on huomioitava myös tutkielmassa. On erityisen haastavaa arvioida maksuvalmiuskovenanttien rikkoutumisen tiedottamisvelvollisuutta, koska kovenantit ovat monimutkaisia ja monimuotoisia. Voidaan kuitenkin todeta, että maksuvalmius kuvaa yhtiön kykyä selviytyä lyhyen aikavälin maksuvelvoitteista, eikä tällä tiedolla välttämättä ole yhtä suurta merkitystä lainanantajan ja sijoittajien näkökulmasta kuin yhtiön kannattavuudella ja vakavaraisuudella, kuten alla olevasta ilmenee.

Hieman yksinkertaistaen yhtiön maksuvalmius on kriittinen silloin kun kassa on lähes tyhjä ja laskut ovat erääntymässä. Samaan aikaan yhtiöllä voi kuitenkin olla muuta helposti realisoitavissa olevaa varallisuutta, taikka käyttämättömiä shekkitili- tai factoring-limiittejä, jotka mahdollistavat laskujen maksamisen oikeaan aikaan.³⁸³ Lisäksi useat listayhtiöt hoitavat maksuvalmiuttaan niin sanottujen valmiusluottojen avulla³⁸⁴, jolloin joistakin tunnusluvuista laskettu maksuvalmiuden arvo voi antaa harhaanjohtavan kuvan yhtiön todellisesta maksuvalmiudesta. Kannattavalla ja vakavaraisella yhtiöllä on usein hyvät mahdollisuudet saada uutta rahoitusta sekä oman että vieraan pääoman muodossa. Yleinen lähtökohta voidaan katsoa olevan, että yhtiön tulevaisuudennäkymien näyttäessä valoisalta

³⁸¹ Tietojen ristiriitaisuutta on muun muassa havaittu rahavirtalaskelmien yhteydessä. Kun yhtiön rahavirtalaskelmasta ilmenneitä rahavirtoja on vertailtu tuloslaskelman ja taseen rahavirtoihin, tiedoissa on ollut eroavaisuuksia. Välimäki 2014, s. 368.

³⁸² Välimäki 2014, s. 370.

³⁸³ Yritystutkimus ry 2011, s.71.

³⁸⁴ Ks. esim. Fingrid Oyj:n pörssitiedote 11.12.2015, Outokumpu Oyj:n pörssitiedote 14.12.2015; Stora Enso Oyj:n pörssitiedote 18.11.2013.

ja rahoituslaitosten luottaessa yhtiön positiiviseen kehitykseen, yhtiölle tarjotaan halukkaasti uusia rahoitusratkaisuja.³⁸⁵

Maksuvalmiutta koskevan kovenantin rikkoutuminen ei siis automaattisesti tarkoita velallisyhtiön heikkoa maksukykyä. Kovenantin rikkoutuminen tulisi kuitenkin aina ottaa vakavasti. Kuten edellä todettiin, maksuvalmiutta kuvaavat tunnusluvut antavat arvokasta tietoa yhtiön senhetkisestä kyvystä selvittää maksuvelvoitteistaan. Kovenantin rikkoutuessa yhtiön tulisi siksi tehdä kokonaisarvio taloudellisesta tilastaan ja vastata kysymykseen, onko maksuvalmiuden heikkeneminen ohimenevä ilmiö vai onko kyse pidempiaikaisesta, tosiasiallisesta rahoitusriskistä. Mikäli yhtiöllä on kokonaisarvion perusteella useita toimenpidevaihtoehtoja maksuvalmiuden parantamiseksi³⁸⁶ ja maksuvalmiuden heikkeneminen on vain tilapäistä, on hyvin todennäköistä, että lainanantajakin katsoo rikkoutumista sormiensa läpi.

5.1.5 Waiveriin liittyviä mahdollisia seurauksia

Tutkielmassa on useaan otteeseen todettu, että waiveriin liittyy tavallisesti luotonantajan vaatimuksia ja rajoitteita. Useimmiten nämä eivät ole sisällöltään tunnuslukutyypisiä. Sen sijaan yhtiötä veloitetaan toimimaan tietyllä tavalla taikka pidättäytymään tietyistä toimenpiteistä.³⁸⁷ Vaikka kovenantin rikkoutuminen ei olisikaan olennainen siinä laajuudessa, että lainanantaja käyttäisi irtisanomisoikeuttaan, kovenantin rikkoutuminen voi siis johtaa muihin merkittäviin seurauksiin velallisyhtiölle. Seuraavaksi tutkielmassa käsitellään waiveriin liittyviä seurauksia, ja niiden mahdollista hintavaikutusta yhtiön arvopaperiin. Ensiksi käsiteltäväksi tulevat vaikutukset investointeihin, sen jälkeen vaikutukset osinkoihin ja lopuksi vaikutukset muuhun toimintaan.

5.1.5.1 Rikkoutumisen vaikutukset investointeihin

Hyvin usein lainantajan waiverin yhteydessä asettamat rajoitukset liittyvät velallisyhtiön investointeihin.³⁸⁸ Edellä mainitussa, Beneishin ja Pressin suorittamassa tutkimuksessa todetaan, että erityisesti kovenantin rikkoutumisen yhteydessä asetetut *investointeihin* ja

³⁸⁵ Välimäki 2014, s. 350.

³⁸⁶ Toimenpidevaihtoehtojen ei kuitenkaan tulisi olla lyhytaikaisia siinä mielessä, että yhtiö pyrkii keinotekoisesti parantamaan antamaansa kuvaa markkinoille, esimerkiksi kasvattamalla osto-, siirto- ja muita lyhytaikaisia velkoja taikka tehostamalla myyntisaamisten perintää. Ks. Yritystutkimus ry 2011, s. 58.

³⁸⁷ Beneish – Press 1993, s. 234.

³⁸⁸ Beneish – Press 1995, s. 347.

rahoitukseen liittyvät rajoitukset aiheuttavat velallisyhtiölle huomattavia kustannuksia. Tutkimuksessa myös todetaan, että osa näistä kustannuksista heijastuvat osakkeen arvostuksessa.³⁸⁹ Uutisella kovenantin rikkoutumisesta on nimittäin keskimäärin merkittävä negatiivinen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon.³⁹⁰

Chava ja Roberts ovat tutkineet kovenanttien rikkoutumisen ja velallisyhtiöiden investointien välistä yhteyttä. Tutkimuksen lähtökohtana on, että osa yhtiön kontrollioikeuksista siirtyy kovenantin rikkoutumisen yhteydessä lainanantajalle sen seurauksena, että luotonantajalla on mahdollisuus uhkailla velallisyhtiötä luottosopimuksen irtisanomisella. Luotonantaja voi kontrollioikeuksiensa perusteella vaikuttaa velallisyhtiön investointeihin, esimerkiksi nostamalla luoton marginaalia, lyhentämällä luoton takaisinmaksuaikataulua, vähentämällä saatavilla olevia varoja, tai vaikuttamalla suoraan velallisyhtiön tekemiin investointipäätöksiin.³⁹¹ Chavan ja Robertsin tutkimustulokset osoittavat, että velallisyhtiön investoinnit kovenantin rikkoutumisen jälkeen pienenevät keskimäärin 13 prosenttia suhteessa investointeihin ennen rikkoutumista.³⁹² Toisin sanoen lainanantajan rikkoutumisen jälkeisillä päätöksillä voi olla hyvin merkittävä vaikutus velallisyhtiön toimintaan.

Vastaavasti kuin Chava ja Roberts, Nini, Smith ja Sufi (2009) tutkivat kovenanttien ja investointien välistä suhdetta. Tutkimukseen sisältyvästä 3720 luottosopimuksesta 32 prosenttia sisälsi nimenomaisia investointirajoituksia.³⁹³ Tutkimustulosten mukaan tällaisten rajoitusten esiintyminen luottosopimuksessa on 20 prosenttia enemmän todennäköistä kovenantin rikkoutumisen jälkeen. Nini, Smith ja Sufi päätyivät samankaltaiseen tutkimustulokseen kuin edelliset; velallisyhtiöiden investoinnit vähenivät keskimäärin 15 prosenttia luottosopimuksen investointirajoituksen seurauksena.³⁹⁴ Lopuksi tutkimuksessa todetaan, että luotonantajan asettamat investointirajoitukset eivät välttämättä ole huono asia.³⁹⁵ Tutkimuksessa nimittäin havaittiin muun muassa korkeampia omaisuuden tuottoarvoja (*return on assets*, ROA) kovenantin rikkoutumisen jälkeisenä

³⁸⁹ Hinnanmuutoksen taustalla on hypoteesi tehokkaista markkinoista.

³⁹⁰ Beneish – Press 1995, s. 337–338. Ks. tutkielman kohta 5.1.2.

³⁹¹ Chava – Roberts 2008, s. 2086.

³⁹² Chava – Roberts 2008, s. 2087.

³⁹³ Nini – Smith – Sufi 2009, s. 404.

³⁹⁴ Nini – Smith – Sufi 2009, s. 401.

³⁹⁵ Nini – Smith – Sufi 2009, s. 417.

aikana.³⁹⁶ Kuten edellä mainittu, seuraavassa tutkimuksessaan Nini, Smith ja Sufi (2012) osoittivat, että velallisyhtiöt itse asiassa parantavat suorituksiaan kovenanttien rikkoutumisen jälkeen. Tutkijat arvioivat tällaisen vaikutuksen perustuvan luotonantajan toimimiseen velallisyhtiön eräänlaisena toiminnallisena konsulttina rikkoutumistilanteissa. Luotonantajalla on kovenantin rikkoutumisen johdosta mahdollisuus ohjata yhtiön rahoitus- ja investointipolitiikkaa konservatiivisempaan suuntaan, ja tällä näyttäisi olevan positiivisia seurauksia.³⁹⁷

Edellä selostetun perusteella on selvää, että kovenanttien rikkoutumisella on tavallisesti vaikutuksia velallisyhtiön investointeihin. Sijoittajien näkökulmasta nimenomaiset investointirajoitukset ovat kaikista keskeisimpiä. Nimenomaisen investointirajoitusten taustalla on tavoite ehkäistä velallisyhtiön yli-investointeja.³⁹⁸ Toisaalta on mahdollista, että investointirajoitukset johtavat ali-investointeihin siten, että velallisyhtiö joutuu luopumaan projekteista, joilla on positiivinen *net present value* (NPV).³⁹⁹ Tällainen hyödyntää luotonantajaa, jonka asema säilyy turvattuna, mutta vahingoittaa osakkeenomistajia, joiden residuaalituotto pienenee.⁴⁰⁰ Katsoisin siksi, että velallisyhtiö on saatuaan tiedon waiverin ehdoista arvioitava nimenomaisen investointirajoituksen laajuutta ja merkitystä osakkeenomistajien näkökulmasta. Mikäli velallisyhtiön investointeja rajoitetaan huomattavasti, kyseessä voi olla tieto, jolla on olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon. Tosin edellä käsitellyn, Ninin, Smithin ja Sufin tutkimuksen mukaan yhdysvaltalaiset luotonantajat onnistuvat keskimäärin suhteellisten ja oikeiden investointirajoitusmäärien asettamisessa. On oletettavaa, että tiedottaminen waiveriin liittyvän nimenomaisen investointirajoituksen vuoksi aktualisoituu harvoin.

5.1.5.2 Rikkoutumisen vaikutukset osinkoihin

Kun osakkeenomistajien pyrkimys on varojen käyttäminen osingonjakoon ja luotonantajan pyrkimys on varojen käyttäminen velallisyhtiön varallisuuden kerryttämiseen, näiden välillä vallitsee intressiristiriita.⁴⁰¹ Taloudellisen tilan heikentyessä velallisyhtiöllä on

³⁹⁶ Nini – Smith – Sufi 2009, s. 402.

³⁹⁷ Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1758.

³⁹⁸ Gârleanu – Zwiebel 2009, s. 750–751.

³⁹⁹ HassabElnaby 2006, s. 1386. Taloustieteellinen yleisesti käytetty perussääntö on, että yhtiön tulisi investoida, mikäli investoinnin NPV on positiivinen. Ks. Berk – DeMarzo 2014, s. 207.

⁴⁰⁰ Osakkeenomistajan residuaalinen asema tarkoittaa, että osakkeenomistaja saa oman osuutensa yhtiön tuotosta vasta, kun muiden oikeudet vaatimukset on täytetty. Kanninen – Määttä 1998, s. 95.

⁴⁰¹ Wuolijoki – Hemmo 2013, s. 199.

kannustin maksaa korkeampia osinkoja osakkeenomistajien hyödyksi, mutta luotonantajan vahingoksi.⁴⁰² Kovenantin rikkoutuessa luotonantajalla on kuitenkin mahdollisuus waiverin yhteydessä rajoittaa velallisyhtiön osingonjakoa ja siten pienentää riskejään.

Bulan ja Hull ovat tutkineet, miten kovenanttien rikkoutuminen vaikuttaa velallisyhtiön osingonmaksuihin. Tutkimuksen mukaan kovenanttien rikkoutuminen lisää merkittävästi osinkojen leikkausten todennäköisyyttä rikkoutumisen jälkeisenä vuosineljänneksenä.⁴⁰³ Osinkojen pieneneminen ovat todennäköisintä yhtiöillä, joilla on taloudellisia vaikeuksia (*financial distress*) ja vahvat osakkeenomistajaoikeudet (*strong shareholder rights*).⁴⁰⁴ Samoin Nini, Smith ja Sufi ovat osoittaneet, että osingonmaksut ja osakkeiden takaisinostot yhdessä (*shareholder payouts*) laskevat merkittävästi (keskimäärin noin 4 prosenttia) kovenantin rikkoutumisen jälkeisenä vuosineljänneksenä ja pysyvät alhaalla vähintään vuoden kovenantin rikkoutumisen jälkeen.⁴⁰⁵

Osakkeenomistajia voidaan perustellusti katsoa kiinnostavan osingonjakoa koskevat muutokset. Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa todetaan, että yleensä listayhtiön päätökset, jotka koskevat osingonjakoa, ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan listayhtiön arvopaperin arvoon.⁴⁰⁶ Luotonantajan velallisyhtiölle asettama nimenomainen osingonmaksurajoitus ei ole tällainen Finanssivalvonnan tarkoittama päätös.⁴⁰⁷ Katsoisin kuitenkin, että luotonantajan asettama osingonmaksurajoitus voi joissakin tilanteissa vaikuttaa yhtiön tuleviin osingonmaksuihin vastaavalla tavalla. Toisin sanoen, jos nimenomainen osingonmaksurajoitus kyseessä olevan yhtiön kohdalla käytännössä tarkoittaa yhtiön joutuvan leikkaamaan osinkojaan tulevaisuudessa, tieto on arvopaperin

⁴⁰² Scott 2015, s.379; Fan – Sundaresan 2000, s. 1083 ja 1091.

⁴⁰³ Bulan – Hull 2013, s. 814.

⁴⁰⁴ Bulan – Hull 2013, s. 822.

⁴⁰⁵ Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1741.

⁴⁰⁶ MOK 7/2013, s. 17.

⁴⁰⁷ Nimenomaisessa osingonmaksurajoituksessa lainantaja voi esimerkiksi vaatia, että yhtiö jakaa osinkona enintään tietyn määrän tilikauden voitosta.

arvoon olennaisesti vaikuttava ja tiedottamisvelvollisuus kovenantin rikkoutumisesta ja waiverin ehdoista syntyy.⁴⁰⁸

Vaikka kovenantin rikkoutuminen ei johtaisi merkittäviin muutoksiin listayhtiön toiminnassa, voivat rikkoutumista ja mahdollista waiveriä koskevat selvittely- ja uudelleenneuvottelut aiheuttaa välillisiä seurauksia yhtiön toiminnalle, jos luottoneuvottelut kestävät huomattavan kauan. Jos rikkoutuminen muodostaa rahoitussopimuksen irtisanomisperusteen, eikä waiveriä ole annettu, tilinpäätöksessä pitkäaikaisen velan taseasema muuttuu lyhytaikaiseksi velaksi (IAS 1.74).⁴⁰⁹ Finanssivalvonnan mukaan noin puolella suomalaisista listayhtiöistä kovenantit ovat rikkoutuneet ja suurimmalla osalla lainat on luokiteltu lyhytaikaisiksi.⁴¹⁰

Velan luokittelulla on merkitystä yhtiön arvioidessa maksukykyään OYL 13 luvun 2 § mukaisesti. Säännös estää varojen jaon, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Tällöin on huomioitava velkojen erääntyminen ja muut suoritukset ja niiden suhde yhtiön rahoitusmahdollisuuksiin. Mikäli kyseessä oleva velka on merkittävän suuruinen eikä uutta rahoitusta ole heti saatavilla, on mahdollista, että yhtiö on OYL 13 luvun 2 §:n mukaan maksukyvytön.⁴¹¹ Näin ollen kovenantin rikkoutuminen voi johtaa siihen, ettei yhtiö voi maksaa lainkaan osinkoja (vaihtoehtoisesti joutuu leikkaamaan osinkojaan). Tällainen tieto saattaa hyvinkin olla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, ja velallisyhtiö on kovenantin rikkoutumisen johdosta tiedonantovelvollinen.

⁴⁰⁸ Voidaan mainita, että OYL:n mukaan yhtiökokous päättää varojen jakamisesta (tai hallitus yhtiökokouksen valtuutuksella) (OYL 13 luvun 6 §). Näin ollen päätösvalta kuuluu yksinomaan yhtiön hallintoelimille. Oikeuskirjallisuudessa on todettu, että osakeyhtiön hallintoelimillä ei ole oikeutta eikä myöskään velvollisuutta ottaa ohjeita yhtiön ulkopuolisilta tahoilta. Villan mukaan ”yhtiöoikeudellisesti sitovan määräysvaltasopimuksen tekeminen ei näyttäisi olevan mahdollista”. Villa 2003, s. 151; Koski – af Schulten 1998, s. 30. Yhtiöoikeudellisesti näyttäisi siis siltä, että osakkeenomistajilla on oikeus päättää osingonjaosta, sitä rajoittavasta toimintakovenantista huolimatta. Edellä mainittu on oma oikeudellinen kysymyksensä, johon ei voida tutkielmassa syventyä. Ks. Ahtola 2002 (opinnäytetyö) toimintakovenanttien yhtiöoikeudellisista ongelmista. Kysymys ei kuitenkaan vaikuta tiedonantovelvollisuuteen; osakkeenomistajia ja sijoittajia voidaan silti perustellusti katsoa kiinnostavan nimenomainen osingonmaksurajoitus.

⁴⁰⁹ Velka luokitellaan lyhytaikaiseksi, jos yhtiöllä ei ole raportointikauden lopussa ehdotonta oikeutta lykätä velan suorittamista vähintään kahdentoista kuukauden päähän kyseisestä ajankohdasta. IAS 1.74.

⁴¹⁰ Finanssivalvonnan listayhtiötilaisuus 4.12 ja 8.12.2014, s. 72.

⁴¹¹ Välimäki 2014, s. 447.

5.1.5.3 Rikkoutumisen muita seurauksia

Muita tavallisia luotonantajan käytettävissä olevia seuraamusvaihtoehtoja ovat luoton marginaalin korottaminen, takaisinmaksuajan lyhentäminen, lisävakuuden vaatiminen, kovenanttien lisääminen ja tiukentaminen, informointivelvoitteiden kiristäminen, velallisyhtiön omaisuuden myyminen sekä johdon vaihtaminen.⁴¹² Luotonantaja voi tilanteen vakavuudesta ja luottoneuvottelujen kehityksestä riippuen vaatia näistä yhtä tai useampia. Edellä mainitut seuraamusvaihtoehdot ovat luonnollisesti vain esimerkkejä, ja luotonantajalla on näiden lisäksi sopimusvapauden piirissä suuri määrä vaihtoehtoja, joilla rajoittaa riskiään sekä yhtiön johdon ja osakkeenomistajien mahdollisuutta hyödyntää yhtiön varallisuutta luotonantajan kustannuksella.

Kovenantin laukeaminen johtaa kuitenkin lähes poikkeuksetta ainakin aiemmin sovittujen hinnoittelutaulukoiden purkamiseen, eli korkojen nostamiseen.⁴¹³ Samoin erittäin yleistä on niin sanotun waiver-palkkion vaatiminen. Waiver-palkkio on eräänlainen velallisyhtiön maksama kertakorvaus luotonantajalle kovenantin rikkoutumisesta aiheutuvista työkustannuksista, ja se saattaa muodostua merkittävän suuruiseksi.⁴¹⁴ Samalla velallisyhtiölle itselleen aiheutuu työkustannuksia, kun johdon resursseja sidotaan luottoneuvotteluihin ja johto joutuu arvioimaan velallisyhtiön toimintaa osittain uudelleen luottoneuvottelujen tuloksena.

On myös mahdollista, että rahoitussopimukseen on sisällytetty sopimuskohta, jonka mukaan luotonantajalla on oikeus periä sopimussakko kovenantin tahallisesta rikkomisesta. Sopimussakko voi lisätä velallisyhtiön rikkoutumisesta aiheutuvia kustannuksia huomattavissa määrin. Finanssikovenanttien laukeaminen liittyy yleensä liiketoiminnan tuloksellisuuteen tai taloudellisiin suhdanteisiin, ei sopimuksen tahalliseen rikkomiseen. Kovenantit luovat siten tavallisesti normaalit neuvotteluolosuhteet ja sopimussakko ei tule kyseeseen.⁴¹⁵

Yksittäisestä luotonantajan lisävaatimuksesta velallisyhtiölle aiheutuvia seurauksia on haastavaa lähteä arvioimaan. Tässä tutkielmassa se ei myöskään ole tarkoituksenmukaista.

⁴¹² Välimäki 2014, s. 444–445; Nini – Smith – Sufi 2012, s. 1721; Baird – Rasmussen 2006, s. 1209; Beneish – Press 1995, s. 338.

⁴¹³ Välimäki 2014, s. 444.

⁴¹⁴ Välimäki 2014, s. 446.

⁴¹⁵ Välimäki 2014, s. 454.

Kovenantin rikkoutumisen jälkeisten luottoneuvottelujen ja lainanantajan lisävaatimusten yhteiskustannuksia on kuitenkin usean laskentatoimen- ja rahoituksen asiantuntijan toimesta tutkittu, kuten alla olevasta ilmenee.

Beneish ja Press esittävät suoraa näyttöä siitä, että vakavat kovenanttirikkomukset aiheuttavat varteenotettavia kustannuksia yhtiöille. Tutkimuksessa kustannukset jaetaan kahteen ryhmään. Ensinnäkin rikkoutuminen johtaa uudelleenjärjestämisen kustannuksiin (*restructuring costs*), kun lainanantaja vaatii lainan takaisinmaksua kokonaan tai osittain. Beneish ja Press arvioivat näiden kustannusten määräksi noin 0,37 prosenttia yhtiön oman pääoman markkina-arvosta ennen kovenantin rikkoutumista.⁴¹⁶ Lainan takaisinmaksaminen kokonaisuudessaan tarkoittaa käytännössä luottosopimuksen irtisanomista. Tässä yhteydessä vielä kiinnostavampia ovat toiset, niin sanotut uudelleenrahoittamisen kustannukset (*refinancing costs*). Nämä kustannukset aiheutuvat siitä, että velallisyhtiö joutuu maksamaan korkeampia korkoja kovenantin rikkoutumisen seurauksena. Uudelleenrahoittamisen kustannukset ovat tutkimuksen mukaan merkittäviä, noin 0,84–1,63 prosenttia yhtiön oman pääoman markkina-arvosta.⁴¹⁷ Lopuksi tutkimuksessa todetaan, että uudelleenrahoittamisen kustannusten määrä näyttäisi olevan riippuvainen velallisyhtiön velkaantumistasosta.⁴¹⁸ Seuraavassa tutkimuksessaan Beneish ja Press havaitsevat, että velallisyhtiölle aiheutuu kustannuksia erityisesti uusien rahoitus- ja investointirajoitusten (*financing and investing constraints*) vuoksi, ja että näillä on erityisen suuri vaikutus velallisyhtiön arvopaperin arvoon.⁴¹⁹

Dyrengin mukaan kovenantin rikkoutumisesta aiheutuvat kokonaiskustannukset ovat keskimäärin noin 1 prosentti velallisyhtiön oman pääoman markkina-arvosta.⁴²⁰ Dyreng vertailee omia tutkimustuloksiaan Beneishin ja Pressin (1995) tutkimustuloksiin, ja toteaa, että Beneish ja Press keskittyvät ainoastaan vakaviin kovenanttirikkomuksiin, käyttäen suhteellisen pientä tutkimusotosta.⁴²¹ Dyreng päätelee, että Beneishin ja Pressin

⁴¹⁶ Beneish – Press 1993, s. 250–251.

⁴¹⁷ Beneish – Press 1993, s. 247.

⁴¹⁸ Beneish – Press 1993, s. 247.

⁴¹⁹ Beneish – Press 1993, s. 338.

⁴²⁰ Dyreng 2007, s. 29.

⁴²¹ Beneishin ja Pressin tutkimusotokseen sisältyy 87 yhtiötä. Beneish – Press 1995, s. 340. Dyrengin tutkimusotokseen sisältyy puolestaan 1775 yhtiötä. Dyreng 2007, s. 7.

tutkimustulokset vastaavat lähinnä rikkoutumisen kustannusten maksimimäärää, Dyrengin omien tutkimustulosten vastatessa kustannusten minimimäärää.⁴²²

Tutkimusten perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että kovenantin rikkoutumisesta voi aiheutua varteenotettavia kustannuksia velallisyhtiölle (keskimäärin noin 1–2 prosenttia oman pääoman markkina-arvosta). Lisäksi kustannusten määrä on todennäköisesti suurempi, jos yhtiöllä on korkea velkaantumisaste. On kuitenkin muistettava, että rikkoutumistilanteet voivat vaihdella hyvin paljon. Finanssikovenanttien rikkoutumisen syynä voi olla vähämerkityksellinen, ohimenevä ilmiö kuten velallisyhtiön suorittama suuri investointi. Tällaisessa tilanteessa luotonantajan toimet eivät oletettavasti ole ankarampaa laatua, luottoneuvottelut vähemmän resursseja vaativia ja velallisyhtiön kustannukset edellä mainittua pienempiä. Mikäli kovenantin rikkoutuminen pohjautuu johonkin vakavampaan ja yhtiöllä on korkea velkaantumisaste, rikkoutumisen todennäköinen lopputulema on ehdollinen tai määräaikainen waiver sekä sen seurauksena mahdolliset merkittävät kustannukset. Ei ole poissuljettua, että luotonantajan asettamien uusien velvoitteiden ja rajoitusten sekä muiden kustannusten yhteisvaikutus voi muodostua niin mittavaksi, että sillä on olennainen vaikutus velallisyhtiön arvopaperin arvoon. Velallisyhtiön on siten tehtävä tapauskohtainen kokonaisarvio waiverin ehdoista, ja päätellä, käyttäisikö järkevästi toimiva sijoittaja tietoa kovenantin rikkoutumisesta ja waiverin ehdoista yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.

5.2 Tiedon täsmällisyys ja julkistamisen ajankohta

Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on julkistettava vasta kun tieto on riittävän täsmällinen. Määritelmädirektiivin mukaan tieto on täsmällinen, kun olosuhteiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän taikka kun tapahtuman voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Täsmällisyys ei siis edellytä, että todennäköisyyden olisi oltava suuri.⁴²³ Lisäksi täsmällisyyden edellytyksenä on tiedon riittävä tarkkuus, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta

⁴²² Dyreng 2007, s. 29–30.

⁴²³ Asia C-19/11, kohta 46.

arvopaperin arvoon. Epävarmoihin tietoihin tai alustavaan ennusteeseen perustuva arvelu ei vielä synnytä tiedonantovelvollisuutta.⁴²⁴

Kovenantin rikkoutuessa velallisyhtiö antaa siitä tiedon lainantajalle, jonka jälkeen osapuolten välille syntyy neuvotteluyhteys. Neuvotteluissa selvitetään rikkoutumisen syyt ja vaikutukset. Neuvotteluiden tavoitteena on selvittää ne toimenpiteet, joihin on ryhdyttävä tilanteen korjaamiseksi. Edellä todettiin rikkoutumisen seurausten voivan olla osakkeiden arvoon olennaisesti vaikuttavaa tietoa. Mutta koska rikkoutumisen seuraukset ilmenevät vasta neuvottelujen edetessä vähitellen, tiedottamisvelvollisuuden ajankohdan syntymisen määrittelyminen edellyttää tiedon täsmällisyyden jatkuvaa arviointia. Velallisyhtiöllä on siis kovenantin rikkoutumisen jälkeisissä neuvotteluissa velvollisuus pysytellä tilanteen tasalla ja pitämään jatkuvasti yhteyttä lainantajaan.

Velallisyhtiöllä voi kuitenkin olla perusteltu syy lykätä tiedottamista. Tällainen perusteltu syy on esimerkiksi se, että tiedon julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen lopulliseen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun. Erityisesti tiedottamisen tilapäinen lykkääminen on perusteltua tilanteessa, jossa listayhtiön toiminnan jatkuvuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aiheutta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen. Lisäksi tietojen julkistamista voidaan lykätä tilapäisesti muun muassa tilanteessa, jossa tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa sijoittajien edut haittaamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen pitkällä aikavälillä.

Nämä määritelmädirektiivissä kuvatut tilanteet voidaan yksittäistapauksessa katsoa vastaavan kovenantin rikkoutumisen jälkeisiä lainantajan kanssa käytäviä luottoneuvotteluja ja siten velallisyhtiöllä voi olla perusteltu syy lykätä tiedottamista kovenantin rikkoutumisesta, vaikka julkistettava tieto onkin olennainen ja riittävän täsmällinen. Myös käytännön liike-elämässä tulkitaan, että rahoitusneuvottelut ovat hyväksyttävä syy tiedottamisen lykkäämiselle.⁴²⁵ Tiedon julkistamisen lykkääminen edellyttää lisäksi sitä, että sijoittajien asema säilyy vaarantumattomana ja että yhtiö varmistaa tiedon säilymisen luottamuksellisena. Arvioitaessa tiedon lykkäämisen

⁴²⁴ KKO 2013:53, kohta 31. Epävarmoihin tietoihin perustuvan ja myöhemmin virheelliseksi osoittautuvan tiedon antaminen voi jopa johtaa sijoittajia harhaan.

⁴²⁵ Dittmar & Indrenius 2014, s. 57.

hyväksyttävyyttä, luottoneuvottelujen ja tiedon lykkäämisen intressiä punnitaan sijoittajien intressiä vastaan.

6 YLEISIÄ LOPPUPÄÄTELMÄÄ

AML:n 6 luvun 4 § on säännös, joka on vahvasti kytköksissä taloustieteeseen. Säännöksen ”olennainen vaikutus arvopaperin arvoon” on oikeudellinen käsite, mutta sen sisältö määräytyy sillä perusteella, miten markkinat vastaanottavat uutta informaatiota ja miten sijoittajat informaation perusteella hinnoittelevat arvopapereita. Kyse on oikeustieteen ja taloustieteen (rahoituksen) kohtaamisesta ja näiden vuorovaikutussuhteesta.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan listayhtiön on tehtävä huolellisesti ja kaiken käytettävissä olevan tiedon perusteella etukäteisarvio listayhtiötä koskevan päätöksen tai seikan mahdollisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon. Tällainen arviointi ei ole oikeudellinen. Osakkeen markkinahinta muodostuu taloudellisista tekijöistä, eli siitä, mitkä ovat sijoittajien perustellut odotukset listayhtiön tulevaisuudennäkymistä ja tulevista kassavirroista. Näin ollen, kun kovenantti rikkoutuu, listayhtiö joutuu arvioimaan, miten kovenantin rikkoutuminen voidaan olettaa näihin odotuksiin vaikuttavan.

Johdantokappaleessa todettiin, että tutkielmassa käsitellään pääasiassa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä. Tieteenalojen kohtaaminen tulee kuitenkin erityisen ilmeiseksi esimerkkitilanteessa, jossa listayhtiö on jättänyt tiedottamatta ilman aiheetonta viivytystä kovenantin rikkoutumisesta, sijoittajien saadessa myöhemmin tästä tiedon ja minkä seurauksena listayhtiön osakkeiden hinta laskee. Tällöin, jos viranomainen tai tuomioistuin joutuu arvioimaan mahdollista jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiä, viranomainen tai tuomioistuin tekee oikeudellisen jälkikäteisarvioinnin.

Oikeudellinen jälkikäteisarviointi koskee kysymystä, olisiko järkevästi toimiva sijoittaja tekohetkellä pitänyt olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta objektiivisesti arvioiden todellisena ja siten todennäköisesti ottanut kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.⁴²⁶ Toisin sanoen oikeudellinen arviointi koskee taloudellista kysymystä. Arviointiin ei pitäisi vaikuttaa se, että jälkeenpäin voidaan todeta osakkeiden hinnan laskeneen. Viranomainen tai tuomioistuin on selvästi haastavan tehtävän edessä.

⁴²⁶ KKO 2013:53, kohta 14. Suoranaisesti ei voida olettaa, että hallinnollinen ja rikosoikeudellinen arviointi perustuisivat samoihin lähtökohtiin. Rikosoikeudellista vastuuta koskevat säännökset ja periaatteet ovat monimuotoisia, eikä niitä tutkielmassa käsitelty. Tässä yhteydessä viranomainen ja tuomioistuin arvioivat kuitenkin samaa kysymystä.

Kuten tutkielman kohdassa 5 osoitettiin, kovenantin rikkoutumisen vaikutus arvopaperin arvoon on hyvin moniulotteinen kysymys ja monen eri tekijän lopputulema. Kohdassa 5 todettiin erityisesti rahoitussopimuksen irtisanomisen voivan olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon edellyttäen, että rahoitussopimus on yhtiön toiminnan kannalta merkittävä. Lisäksi todettiin nimenomaisten osingonrajoitusten, nimenomaisten investointirajoitusten sekä rikkoutumisen yhteiskustannusten voivan tietyissä tilanteissa olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Nämä eivät suinkaan aina ole olennaisesti osakkeen arvoon vaikuttavia seikkoja. Edelleen, näiden lisäksi voi olla muita tilanteita, joissa kovenantin rikkoutuminen voi olla osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttava seikka. Viranomainen tai tuomioistuin tekee loppujen lopuksi oikeudellisen ratkaisun yksittäistapauksessa vallinneiden tosiasiallisten olosuhteiden perusteella. Oikean oikeudellisen ratkaisun tekeminen edellyttäisi viranomaiselta tai tuomioistuimelta taloustieteen mekanismien syvällistä ymmärtämistä.

Näin ollen, kysymys siitä, olisiko järkevästi toimiva sijoittaja ottanut kyseessä olevan tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään, on hyvinkin abstrakti. Kysymyksen oikeudellinen arviointi ei mielestäni ole riittävän selkeää ja ennustettavaa, jotta listayhtiön johdolle voitaisiin perustaa vastuu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä. Katsoisin siksi, että oikeudellisessa arvioinnissa tulisi viime sijassa olla kyse kysymyksestä, onko listayhtiön johto täyttänyt huolellisuusvelvollisuutensa, eli onko johto hankkinut tilanteen edellyttämät tarpeelliset tiedot ja tämän jälkeen tehnyt perustellun johtopäätöksen tiedon mahdollisesta hintavaikutuksesta. Sekä oikeudellisen ratkaisun tekijältä että listayhtiön johdolta voidaan nimittäin edellyttää hyvää ja selvää tietämystä yhtiön johtoa koskevista oikeudellisista huolellisuusvelvoitteista.⁴²⁷

Johdolta vaadittavan huolellisuuden arvioinnissa kiinnitetään huomiota siihen, että liiketoiminnassa päätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa. Riittävänä huolellisuutena voidaan yleensä pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös, eivätkä päätöksen tekoon ole vaikuttanut johdon jäsenten eturistiriidat.⁴²⁸ OYL:n valmisteluasiakirjoissa todetaan, että tapa, jolla johdon tuottamusta vakiintuneesti

⁴²⁷ Ks. Häyrynen 2006, s. 80.

⁴²⁸ HE 109/2005 vp, s. 41.

arvioidaan, johtaa käytännössä paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin esimerkiksi angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettava liiketoimintapäätösperiaate.⁴²⁹

Yhdysvaltalaisista syntyperää oleva *business judgment rule* on suomalaisessa doktriinissa nimetty liiketoimintapäätösperiaatteeksi.⁴³⁰ Liiketoimintapäätösperiaatteen perusolettamus on, että yhtiön johto toimii riittävien tietojen pohjalta ja hyvässä uskossa vakuuttuneina siitä, että sen tekemät päätökset ovat yhtiön intressissä. Periaatteen mukaan vain olettamuksen kumoaminen näyttöä esittämällä voi synnyttää johdon vastuun. Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisesti se, joka väittää listayhtiön laiminlyöneen kovenantin rikkoutumisesta tiedottamisen ilman aiheetonta viivytystä, kantaa näyttötaakan siitä, että listayhtiön johto ei ole toiminut riittävän huolellisesti. Eri asia on, että edellä mainitun toteen näyttäminen voi käytännössä olla erittäin vaikeaa.

⁴²⁹ HE 109/2005 vp, s. 195.

⁴³⁰ Mähönen – Villa 2015, s. 373.

LIITE 1 Laskentakaavat (lähde: Yritystutkimus ry 2011, s. 60–72)

Käyttökate:

Käyttökate = Liiketulos + poistot ja arvonalentumiset

$$\text{Käyttökate-\%} = \frac{\text{Käyttökate}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100$$

Korollinen vieras pääoma:

Korollinen vieras pääoma

*= Pitkäaikainen vieras pääoma ilman saatuja ennakoita
+ Korolliset lyhytaikaiset velat + Muut sisäiset korolliset velat*

Omavaraisuusaste:

$$\text{Omavaraisuusaste, \%} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma – saadut ennakot}} \times 100$$

Nettovelkaantumisaste:

$$\text{Nettovelkaantumisaste} = \frac{\text{Korollinen vieras pääoma – rahat ja rahoitusarvopaperit}}{\text{Oikaistu oma pääoma}}$$

Quick ratio:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus – osatuloutuksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma – lyhytaikaiset saadut ennakot}}$$

Current ratio:

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vaihto-omaisuus + rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$