

Arvio teoksesta Matti Engelberg, Tuomas Hupli ja Seppo Villa: Velkakonversio. Mahdollisuus lisäarvoon omistajille ja velkojille. Alma Talent. Helsinki 2022. 245 s.

Jyrki Tähtinen

Arvioitava teos on *Matti Engelbergin, Tuomas Huplin ja Seppo Villan* velkakonversioita osakeyhtiöissä koskeva kirja. Velkakonversion määritelmänä teoksessa käytetään oikeusministeriön koordinoimassa kansainvälisessä selvityksessä kahdeksan verrokkimaan velkakonversio sääntelystä (”Velkakonversioselvitys”) omaksuttua:

”Velkakonversion määriteltiin sisältävän – selvityksen aineelliset ja muodolliset rajoitukset huomioiden – velallisyhtiönä olevan julkisen tai yksityisen yhtiön osakeyhtiön velkojen muuntamisen tai vaihtamisen osakkeiksi tilanteissa, joissa yhtiö on ajautunut tai uhkaa ajautua maksuvaikeuksiin taikka uhkaavan maksukyvyttömyyden tilaan, sekä tilanteissa, joissa yhtiö jo on lain määrittelemällä tavalla maksukyvytön.”¹

Kirjottajat ovat kokeneita insolvenssi-, yhtiö- ja rahoitusjuridiikan asiantuntijoita kukin hieman omalla taustallaan ja painotuksillaan. Teos käsittelee velkakonversiota varsin monipuolisesti sekä voimassa olevan oikeuden että lainsäädännön muutostarpeiden näkökulmasta. Kuten tunnettua, voimassa oleva yrityssaneerauslakimme (1993/47, YSL) perustuu normaalista maksunsaantijärjestyksestä selkeästi poikkeavaan malliin, jossa toissijaiset saatatavat pääsääntöisesti jäävät ilman suoritusta maksuohjelmassa, mutta osakepääomaan tai osakeenomistukseen ei saneerausmenettelyssä kosketa. Velkakonversio ei ole YSL:n tarkoittama velkajärjestelykeino eikä sitä voida toteuttaa ilman osakeenomistajien yhtiökokouksessa tekemää päätöstä. Muutosta nykytilaan on jo pidemmän aikaa tuloksetta vaadittu niin institutionaalisten velkojien kuin saneeraustoimeksiantoja hoitavien asianajajien toimesta eräiden yrittäjäjärjestöjen vastustaessa velkakonversiota.

¹ Jyrki Tähtinen, Robert Peldán ja Joonas Dammert, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyyden näkökulmasta. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 6/2018, s. 21.

Suomen joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehittämistä varten asetettu valtiovarainministeriön työryhmä ehdotti jo vuonna 2017 mahdollisuutta muuttaa joukkovelkakirjalainoja osakkeiksi yrityssaneerauksessa.² Velkakonversioselvityksessä puollettiin asian jatkoselvittämistä ja haahmoteltiin muutoksen yhteydessä ratkaistavia kysymyksiä. Saneerausdirektiivin³ implementoinnin yhteydessä julkaistu oikeusministeriön työryhmän väliraportti⁴ rajasi velkakonversion (jälleen kerran) työryhmän työn ulkopuolelle, mutta suositteli kuitenkin asian jatkoselvittämistä. Suomi uhkaa jäädä selkeästi jälkeen verrokkimaista tässä asiassa. Kehityskulku käynnistyi muualla Euroopassa osin jo ennen saneerausdirektiiviä muun muassa Saksassa ja Ranskassa vastauksena Ison-Britannian varsin toimivan yhtiöoikeudellisen *scheme of arrangement* -menettelyn aikaansaamaan ”forum shoppingiin”. Saneerausdirektiivi on edelleen kiihdyttänyt eurooppalaista muutosta kohden velkakonversiota koskevien määräysten ottamista lakiin. Maaliskuussa 2021 julkaistiin Ruotsissa saneerausdirektiivin implementointia koskeva selvitys⁵, joka sisältää mahdollisuuden velkakonversioon osakkeenomistajien vastustuksesta huolimatta. Nyt puheena oleva teos on siten enemmän kuin ajankohtainen ja palvelee erinomaisesti ennakkoluulojen ja väärinymmärrysten hälventämistä ja lainsäädännön kehittämistä tuoden esiin velkakonversion tarjoaman mahdollisuuden lisäarvoon niin velkojille kuin omistajillekin.

Kirja sisältää esipuheen, kirjoittajaesittelyn ja 19 lukua. Lisäksi kirjassa on lyhenteet-osio, lähdeluettelo ja oikeustapaushakemisto. Tekstiosio on pituudeltaan 245 sivua ja pitää sisällään sivulla 213 myös kansainvälisen vertailutaulukon (Saksa, Hollanti, Ruotsi ja Suomi) velkakonversion kannalta keskeisistä elementeistä sekä sivulla 43 Engelbergin väitöskirjasta tutun kaavakuvan erilaisista menettelyvaihtoehdoista huomioiden yrityksen taloudellisen ja rahoituksellisen aseman.⁶ Teos käsittelee varsin monipuolisesti velkakonversiota käsitteenä ja huomioi sen historiallisen kehityksen ja kansainvälisen viitekehyksen. Käsitellyksi tulevat myös niin toissijaisiin lainoihin liittyvät erityiskysymykset kuin ehdottoman ja relatiivisen etuoikeuden periaatteet, joiden ymmärtäminen on kokonaisuuden kannalta välttämätöntä. Kirjassa myös käydään lävitse joitakin tunnettuja julkisten yhtiöiden saneeraustapauksia, joissa velkakonversiota on käytetty. Velkakonversion yhtiöoikeudellinen ja insolvenssioikeudellinen viitekehys tulevat käsitellyksi kuten myös hieman harvinaisemmat konkurssisovinto ja kevennetty saneerausmenettely. On mielenkiintoista havaita, että vastoin yleistä luuloa rahoitusalan sääntely ei näyttäisikään, ainakaan kirjottajien mielestä, asettuvan velkakonver-

² Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotukset, Valtiovarainministeriön julkaisu 5/2017.

³ Direktiivi (EU) ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevasta puiteista, veloista vapauttamisesta ja elinkeinotoiminnan harjoittamiskiellosta sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi ja direktiivin EU 2017/1132 muuttamisesta (direktiivi uudelleenjärjestelystä ja maksukyvyttömyydestä) (”saneerausdirektiivi”).

⁴ Oikeusministeriön julkaisuja, Mietintöjä ja lausuntoja 2021:18: Yrityssaneerauslain muuttaminen: maksukyvyttömyysdirektiivin täytäntöönpano, Työryhmän välimietintö.

⁵ Andra chans för krisade företag – En ny lag om företagsrekonstruktion. Statens offentliga utredningar SOU 2021:12.

⁶ Matti Engelberg, Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettely – Suoja hold out -positioiden väärinkäyttöä vastaan yhtiön velkaan tai osakkeeseen perustuvan yhteisen taloudellisen intressin turvaamiseksi. Helsingin yliopisto 2019, s. 236. Alun perin Matti Engelberg, The proposed EU framework for preventive restructuring and English schemes of arrangement regime – seeking the best Preventive model for each Member State. Capital Markets Journal, 2019, s. 5.

sion esteeksi. Kirja päättyy kansainvälisessä viitekehyksessä oikeuspoliittisiin näkemyksiin ja sen arviointiin, minkälainen tuomioistuinprosessi olisi toimivin velkakonversiota sisältävien järjestelyiden käsittelemiseen.

Käsittelen seuraavassa kunkin luvun antia nostaen esiin joitakin tärkeimpiä kirjottajien havaintoja sekä tarvittaessa myös kyseenalaistaen tai täydentäen kirjassa esitettyä omilla havainnoillani käytännön asianajotyössä velkakonversiosta ja yritysten velkajärjestelyistä yleisimminkin saaduista kokemuksista ja Velkakonversioselvityksen yhteydessä opitusta.⁷ Läpinäkyvyyden nimessä on hyvä todeta, että olen jo pitkään pitänyt velkakonversiota välttämättömänä työkalupakin osana erityisesti julkisesti omistettujen yhtiöiden ja (julkisen kaupankäynnin kohteena olevia) velkakirjoja liikkeeseen laskeneiden yhtiöiden (yritys)saneerausta ja velkajärjestelyä. En toki usko, että ”velkakonversiovasaralla” olisi iskettävä jokaiseen ”naulaan”, jonka velkajärjestelyiden yhteydessä kohtaa.

Kirjan ensimmäinen luku käy läpi velkakonversion käsitteen ja edellä luetellut lainvalmistelun ja -säädännön kehitysaskeleet sekä hahmottelee myöhemmissä luvuissa käsiteltäviä asioita. Velkakonversion hyötyjä kuvataan toteamalla, että omistajien omistuksen arvo voi diluutiosta huolimatta nousta ja velkojat voivat parhaimmillaan saada veloilleen jopa alkupe räisen saatavamäärän ylittävän suorituksen konversiossa saatujen osakkeiden arvonnousun kautta. Perustellusti nostetaan esiin myös velkakonversion merkitys pääomamarkkinoiden toimivuudelle ja rahoituksen saatavuudelle. Näistä jälkimmäinen on asia, jonka velkakonversion ”ideologiset” vastustajat näyttävät mielestäni usein sivuuttavan – kenties asian vaikean hahmotettavuuden takia?

Velkakonversion lisähyödyistä jää mainitsematta yksi tärkeimmistä, joka on joustavuuden tuominen saneerausohjelmiin. Kun rahana maksuohjelman mukaan maksettavaa määrää ei mitoiteta liian lähelle maksuvaralaskelman (joka perustuu pitkälle tulevaisuuteen ulottuvien kassavirtojen olettamapohjaiseen ennustamiseen) ylärajaa, todennäköisyys ohjelman onnistumiseen paranee.⁸ Kärsivällinen velkoja voi sitten realisoida onnistuneen ohjelman osakkeelle tuoman arvonnousun tai vaihtoehtoisesti listatussa velallisyhtiössä ottaa osasuorituksen saatavastaan realisoimalla konversiossa saamansa osakkeet hetimiten ne saatuaan. Osakkeeseen sidotulla arvonnousupotentiaalilla voidaan myös korvata YSL 44 §:n 3 momentin mukainen mahdollinen lisäsuoritusvelvollisuus, joka pääsääntöisesti on omiaan sitomaan velallisyhtiön saneerausmenettelyyn koko sen kestoajaksi. Saneerausyhtiön status heikentää aina jossain määrin yhtiön nauttimaan luottamusta vastapuolissa ja olennaisesti vaikeuttaa uuden rahoituksen saamista.⁹ Velallisyhtiön uudelleen rahoittaminen markkinalla ja saneerausvelkojen ennaaikainen takaisinmaksu minimoi näitä ongelmia ja edesauttaa myös konversiossa saatujen osakkeiden arvonnousua.

⁷ Tämän kirja-arvion kirjottaja on toiminut mm. Stockmann Oyj Abp:n saneerausmenettelyn selvittäjänä ja yhtenä Velkakonversioselvityksen tekijänä.

⁸ Saneerausohjelman vahvistamisen jälkeisten konkurssien määrä on ollut viime vuosina kohtuudellisen merkittävä. Konkurssiasiamiehen ajankohtaiskatsaus, Asianajotoimisto Krogeruksen Insolvenssi-iltapäivä 11.11.2021.

⁹ Olen pankkilähteistä ymmärtänyt, että saneerausyhtiön ns. default-yhtiön rating tarkoittaa lainaa antavalle pankille välitöntä 3 yksikön alaskirjausta 10 yksikön lainasta.

Luvussa yksi nostetaan kriittisessä valossa esiin oikeustapaus¹⁰, jossa katsottiin, ettei yrittysaneeraushakemuksessa esitetty velan muuntaminen omaksi pääomaksi ollut YSL 44 §:n mukainen saneerauskeino, jonka vuoksi sen hyväksyminen edellyttäisi kaikkien velkojen suostumusta. Teoksessa todetaan perustellusti, että *de facto* oikeuskäytännössä velkakonversioita tehdään – YSL 44 § määrittelee *velkajärjestelyn* keinot, ei saneerauskeinoja. Lisäksi esitellään saneerausohjelmia laativien ja neuvottelevien selvittäjien kannalta keskeinen ennakkoratkaisu KKO 2003:120. Korkein oikeus toteaa, että YSL:ssä vallitsee epäsuhta sääntelyn painoutuessa velkajärjestelyihin. Tämä edellyttää vastapainoksi lievimmän keinon periaatteen soveltamista – saneerausohjelma ei voi rajoittua vain velkajärjestelyyn ja tapahtua ainoastaan velkojen kustannuksella. Kirjottajat toteavat, että yhtiön omistussuhteisiin liittyviä järjestelyitä on harkittava etsittäessä tasapainoa osapuolten välille. Oma epäilykseni on, että valitettavan usein saneerausohjelmia laadittaessa ohitetaan tämä korkeimman oikeuden oikeusohje. Toisessa ääripäässä ovat sitten realistisiin odotuksiin nähden ylimitoitettut maksuohjelmat. Oma kokemukseni on, että mitä suuremmasta saneerausmenettelystä on kyse, sitä isommassa roolissa lievimmän keinon periaatteen noudattamisvaatimus on.

Velkakonversion oikeudenmukainen toteuttaminen edellyttää velallisyhtiön omaisuuserien, liiketoiminnan ja vastuiden oikeudenmukaista ja asiantuntevaa arvonmäärittystä. Teos nostaa hyvin vertailukohdaksi luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta annetun lain (1194/2014) ja pankkivalvojan ohjeet arvonmäärittämisestä *bail-in*-tilanteissa.¹¹ Olisi mielenkiintoista nähdä taloustieteellinen analyysi saneerausmenettelyssä olevien suomalaisten listayhtiöiden osakkeen arvostuksesta. Käytännön asianajajan intuitio tuntuu kertovan, että eräiden yhtiöiden arvossa on tietty lisä, joka seuraa velkakonversiosäännösten puuttumisesta YSL:stä ja siitä, että ehdottoman etuoikeuden periaatetta ei siten sovelleta yrittysaneerausmenettelyssä osakepääomaan.

Toinen luku käsittelee saneerausta konkurssiuhun varjossa. Lyhyesti käsitellään sekä maksukyvyttömysoikeuden etusijaa dispositiiviseen oikeuteen nähden, saneerauksen lisäarvovaiikutusta (*restructuring surplus*) ja konkurssin uhan mahdollista vaikutusta velallisen intoon myötävaikuttaa saneerausohjelman syntymiseen. Kirjottajat nostavat jälkimmäisen esiin suhteessa saneerausdirektiivin 12 artiklan vaatimukseen sen varmistamisesta, että oman pääoman haltijat eivät voi estää tai haitata uudelleenjärjestelyohjelman hyväksyntää. Teoksen pohdinta on tässä suhteessa hieman hampaatonta. Lukija jää perustellusti kysymään, onko Suomi tältä osin mahdollisesti laiminlyönyt direktiivin implementoinnin kansalliseen lakiin, kun YSL ei sisällä velkakonversiosääntelyä. Velallisella (tai sen omistajilla) ei meillä ole varsinaista intressiä hakeutua aikaisessa vaiheessa (maksukyvyttömyyden vasta uhatessa) varhaiseen saneeraukseen, kun maksukyvyttömyystilanteessakaan (perusmuotoisessa saneerauksessa) omaan pääomaan (osakeomistukseen) ei voida lähtökohtaisesti puuttua.

Kolmas luku käsittelee perusoikeuksiin lukeutuvan omaisuudensuojan (sekä kansallinen että EU-oikeudellinen) suhdetta velkakonversioon todeten, että asiaa arvioitaessa on huomioitava sekä velkojen että osakkeenomistajien oikeudet. Kirjottajat nostavat lyhyesti esiin omaisuuden suojan kytkeytymisen omaisuuserän markkina-arvoon. Tässä yhteydessä viitataan *Madhausin* näkemykseen, jonka mukaan korvausta leikkauksesta ei tarvita niin kauan

¹⁰ Helsingin hovioikeuden päätös 950/2.7.2020 liittyen Mash Groupin saneeraushakemukseen, s. 17.

¹¹ European Banking Authority, EBAL/2017/03, 5.4.2017.

kuin leikkaus kohdistuu omaisuuserän arvottomaan osuuteen.¹² Ruotsissa velkakonversioon liittyviä perusoikeuskysymyksiä on lainvalmistelutyössä¹³ arvioitu varsin kattavasti ja onnistuneesti. Lopputuleman voisi pelkistää toteamukseen siitä, että arvottoman poisottaminen ei ole perusoikeuksien kannalta ongelmallista.¹⁴ Tällöin on kuitenkin miellettäviä, että arvonmääritys on usein vaikeaa ja joka tapauksessa arviointitieteen sitoutunutta. Oikeuskirjallisuudessa onkin todettu, että US Chapter 11:n mukaiseen menettelyyn sisältyvä ehdottoman etuoikeuden periaatteen soveltaminen kärsii juuri arvonmääritykseen liittyvistä käytännön ongelmista. Lääkkeeksi on tarjottu suhteellisen etuoikeuden periaatetta, jonka mukaan saneerauspremio pyritään jakamaan oikeudenmukaisemmin eri osapuolille.¹⁵

Luku 4 sisältää mielenkiintoisen historiakatsauksen pankkien omistuksista muiden toimialojen yrityksissä. Ennen vuoden 1951 lakiin tehtyjä tiukennuksia pankkien (usein velkakonversion kautta toteutetut) enemmistö-/merkittävät omistukset eri yrityksissä olivat varsin yleisiä. Vuoden 1951 uudistus rajasi omistukset alle 20 prosenttiin. Vuonna 1985 esimerkiksi KOP:n omistukset listatuissa yrityksissä olivat yhä varsin merkittäviä. Myöhemmin omistusrajoitukset tiukkenivat edelleen. Kirja palaa luvussa 16 nykysääntelyyn, jonka ei nähdä olevan este velkakonversiolle. Kirjottajat penäävät velkakonversion tarkastelua pankin osakkeenomistajien ja muiden rahoittajien edun näkökulmasta.

Luvussa 5 käsitellään velkakonversion kansainvälistä viitekehystä ja saneerausdirektiivin tavoitteita. Kun Pohjoismaiden nykyiset järjestelmät eivät tunne velkakonversiota, asemoituu saneerausdirektiivi merkittäväksi potentiaaliseksi muutosvoimaksi. Kuten jo edellä on todettu, edellyttää saneerausdirektiivin 12 artikla sen varmistamista, että oman pääoman haltijat eivät kohtuuttomasti voi estää tai haitata saneerausohjelmien hyväksyntää, mikäli nämä jätetään direktiivin 9–11 artiklojen soveltamisalan ulkopuolelle. Kirjottajat nostavat keskeiseksi kysymykseksi oman pääoman haltijoiden osallistumisen saneerausohjelmia koskevaan päätöksentekoon tilanteessa, jossa velkakonversio on direktiivin mukaisesti mahdollistettu (kuten Hollannissa ja Saksassa). Direktiivin valmistelun osalta kirja korostaa konkurssien välttämisen merkitystä ja saneerausmenettelyiden kasvavaa rajat ylittävää luonnetta. Saneerausdirektiivissä omaksuttujen ratkaisujen ymmärtämiseksi olisi kenties ollut hyvä viitata myös selkeään SME (pienet ja keskisuuret yritykset) painotukseen valmistelussa.¹⁶

Luvussa 5 nostetaan myös esiin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehittämistyöryhmän näkemys, jonka mukaan joukkolainamarkkinoiden kehitystä haittaa omaa pääomaa vahvasti suosiva YSL – sijoitettua pääomaa kohdellaan rahoitusteorian mukaisen etusijajärjestyksen vastaisesti. Luku kertoo Velkakonversioselvityksen keskeiset tutkimuskysymykset ja tulokset.

¹² Stephan Madhaus, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring law*. European Business Organization Law Review 19(3) 2018, s. 615–647.

¹³ Ett Samlat Insolvensförfarande – Förslag till Ny Lag. Stens Offentliga Utredningar SOU 2010:2.

¹⁴ Ks. tältä osin Velkakonversioselvitys s. 59–63, jossa on kommentoitu Ruotsissa tehtyä varsin perusteellista perustuslainmukaisuusarviointia velkakonversion osalta. Ruotsissa on samalla arvioitu velkakonversion olevan ongelmaton myös Euroopan ihmisoikeussopimuksen sekä EY:n ja EU:n yhtiödirektiivin vaatimuksien kannalta.

¹⁵ Absoluuttisesta ja suhteellisesta etuoikeusperiaatteesta ks. esim. Stephan Madhaus, *Is the Relative Priority Rule right for your jurisdiction? A simple guide to RPR*. WP 2021-1 18.1.2020; Axel Krohn, *Rethinking Priority: The dawn of the relative priority rule and the new “best interests of creditors” test in the European Union*. International Insolvency Review 2021:30, s. 79–95.

¹⁶ Ks. esim. Krohn 2021, s. 80, jossa nostetaan esiin saneerausdirektiivin johdanto-osan kohdat 17 ja 59.

Lukijalle selviää, että velkakonversio oli mahdollistettu jo ennen saneerausdirektiiviä Ranskassa, Hollannissa, Saksassa, Isossa-Britanniassa, Sveitsissä ja tietenkin Yhdysvalloissa. Näistä Ranskassa SME-kysymyksenasettelu on ratkaistu rajaamalla velkakonversio vain isompiin yrityksiin. Velkakonversioselvityksessä pohditaan osakkeenomistajien kuulemista ja saneerausmenettelyn oikeussuojakeinojen ulottamista osakkeenomistajiin osana velkakonversion mahdollista sisällyttämistä YSL:ään.

Luku 6 käsittelee toissijaisella etuoikeudella maksunsaantijärjestyksessä olevien velkojen kuten hybridi- ja pääomalainojen sekä debentuurien kohtelua saneerausmenettelyssä. YSL edellyttää absoluuttisen etuoikeuden noudattamista 54 § 1 momentin 5 kohdan mukaisissa pakkovahvistamistilanteissa – ilman kaikkien velkojaryhmien enemmistön suostumusta vahvistettava saneerausohjelma ei saa sisältää suorituksia toissijaiselle velkojaryhmälle, jos vastaan äänestäneen velkojaryhmän saatavia leikataan. Kirjoittajat kuvaavat toissijaisen velkojan asemaa heikoksi todeten sen vaikeuttavan saneerausneuvotteluita, vaikkakin velkojaryhmien vastaan äänestäminen ei heistä olisi tavanomaista.

Tämän jälkeen analysoidaan alustavasti korkeimman oikeuden ratkaisua KKO 2003:73, jossa katsottiin, että pääomalainaehtoiseselle vaihtovelkakirjalainalle ei voitu saneerausohjelmassa osoittaa maksusuoritusta ja että näin menetetyt pääoman vuoksi myöskin vaihto-oikeus osakkeiksi oli menetetty. Kirjoittajat toteavat, että ratkaisu voisi olla toinen uuden osakeyhtiölain aikana, jos velkaan olisi liitetty oikeus maksuttomiin osakkeisiin. Käytännössä vaihtovelkakirjalainat voidaan mielestäni myös laatia siten, että vaihto-oikeus mahdollistuu velallisen hakeutuessa saneerausmenettelyyn (huomioiden uuden YSL 15 § 2 momentin sääntelyn). Tällöin konversion voisi toissijaisen saatavan osalta suorittaa ennen ohjelman vahvistamista (velan leikkaamista). Todettakoon myös, että käytännössä KKO 2003:73 tuntuu jättäneen monet virheelliseen käsitykseen, jonka mukaan toissijaisille velkojille ei voisi missään olosuhteissa osoittaa maksusuorituksia saneerausohjelmissa. Tämä on synnyttänyt myös ns. ”kelluskäytäntö”, jossa toissijaista velkaa ei leikata, mutta sille ei myöskään osoiteta suorituksia saneerausohjelmassa (maksusuoritukset mahdollistuvat saneerausohjelman päättyessä menestyksellisesti ja maksuohjelman mukaisten suoritusten tultua tehdyiksi).

Luku 7 käsittelee ehdottoman (absolute priority rule, APR) ja relatiivisen (relative priority rule, RPR) etuoikeuden periaatteita saneerauksessa. Ensin käsitellään saneerausdirektiivin mukaiset APR ja RPR määritelmät ja perusteet sille, että direktiivi antaa jäsenvaltiolle mahdollisuuden valita kumpaa periaatetta ne soveltavat. Tämän jälkeen todetaan US Chapter 11:n perustuvan APR:lle¹⁷ ja Saksan järjestelmän joustavalle APR:lle (relaxed APR). Lisäksi käsitellään Ison-Britannian *scheme of arrangement* -menettelyssä ja uudessa *restructuring plan* -menettelyssä sovellettavat säännöt ja joitakin oikeuskirjallisuuden havaintoja. Kirjoittajat päätyvät puoltamaan liikkumavaran antamista ammattitaitoiselle saneerausmenettelyn selvittäjälle, tapahtuu tämä sitten mukautetun APR:n tai modifoidun RPR:n periaatteen mukaisesti. Tässä yhteydessä nostetaan esiin myös Stockmann Oyj Abp:n saneerausohjelma, jossa hybridilainan haltijat saivat mahdollisuuden konvertoida osan saatavistaan yhtiön osakkeiksi muun osan tulla leikatuksi. Tiukka APR ei tätä olisi sallinut, kun paremmalla etusijalla olevat vakuudettomat velkojat eivät saaneet täyttä rahasuoritusta (vaikkakin oikeuden konvertoida koko muutoin leikattavaksi tuleva määrä). Tässä yhteydessä on syytä tunnistaa, että

¹⁷ Chapter 11 APR ei kuitenkaan ole enää täysin ehdoton. Lakiin on viime aikoina lisätty mm. poikkeus pienyritysten osalta. Poikkeuksien osalta ks. esim. Krohn 2021, s. 78–79 alaviitteinen.

kyseisessä menettelyssä velkojat pitivät rahoitusmarkkinan toimivuuden kannalta tärkeänä normaalin rahoitusteorian mukaisen etuoikeusjärjestyksen noudattamista – toissijaista saatavaa ei voitu leikata kokonaan puuttumatta osakkeenomistajien asemaan diluution kautta.

Luku 8 käsittelee varsin mielenkiintoista ja huolellisesti valmisteltua Ruotsin ehdotusta saneerausdirektiivin implementoinniksi.¹⁸ Ruotsi on, Suomesta poiketen, seuraamassa useiden muiden maiden esimerkkiä (Yhdysvallat, Hollanti, Saksa, Espanja, Ranska ja Iso-Britannia) mahdollistamalla saneerausmenettelyn kohdistumisen ainoastaan yhteen tai rajoitettuun joukkoon velkojaryhmiä ja mahdollistamalla velkakonversion osakkeenomistajien mahdollisesta vastuksesta huolimatta. Velkakonversiota perustellaan saneerauksen hyötyjen (saneerauspreemion) oikeudenmukaisella jakautumisella. Mielestäni yhteys niin globaaliin saneerausmenettelysäännösten kehitykseen kuin myös ratkaisun KKO 2003:120 mukaiseen lievemmän keinon periaatteeseen on ilmeinen – Suomi on perustavaa laatua olevalla tavalla putoamassa jälkeen kilpailijamaistamme. Ruotsissa ollaan kuitenkin rajaamassa pienet ja keskisuuret yritykset velkakonversion ulkopuolelle, jos saneerausvelallinen hyväksyy saneerausohjelman. Menettely on varmaan omiaan lievittämään yrityskentän vastusta. Kokonaan eri asia on, onko velkojilla todellisuudessa edes mitään mielenkiintoa saada pieniä omistuksia tämän kokoluokan yrityksissä. Ruotsin esityksen katsotaan perustuvan mukautetulle APR:lle, kun APR:stä voidaan poiketa myös sen ollessa tarpeen ohjelman aikaansaamiseksi eikä ohjelma perusteetta loukkaa kenenkään laillisia oikeuksia. On helppo yhtyä kirjottajien näkemykseen siitä, että Ruotsin malli tarjoaa meillekin hyvän esimerkin tasapainoisesta järjestelmästä.

Velkakonversiota on meillä usein vastustettu tai sen ottamista mukaan sääntelyyn lykätty vetoamalla yhtiöoikeudelliseen monimutkaisuuteen. Ruotsi ehdottaa (Saksassa jo aiemmin omaksutun mukaisesti), että vahvistettu ohjelma korvaa ohjelman vaatimat yhtiökokouspäätökset. Jään yhä ihmettelemään, mitä juridisesti kovin monimutkaista tässä on?

Luku 9 käsittelee oikeusministeriön työryhmän välimietinnössä esitettyjä taustanäkemyksiä velkakonversioista.¹⁹ Työryhmän mandaattiin ei kuulunut velkakonversiota koskevien kysymysten arvioiminen, mutta mietinnössä kuitenkin todetaan olevan syytä selvittää asiaa jatkossa. Työryhmä arvioi saneerausdirektiivin artikloja 9–12 päätyen katsomaan, ettei välitöntä muutostarvetta kansalliseen lakiin olisi. Kuten teoksen kirjottajat toteavat, nykyisessä järjestelmässämme yhtiökokous voi jättää hyväksymättä saneerausohjelmaan sisältyvän velkakonversion ja siten saada koko ohjelman raukeamaan ja luokan yli velvoittamisen jäädesä toteutumatta. Tarve lainsäädännön muuttamiseen on ilmeinen. Kirjottajat toki käyttävät omaksumansa linjan mukaisesti pehmeämpää ilmaisua ”tarve selkeyttämiseen”. Kirjassa peñätään kissan (omistajien) nostamista vihdoin ja viimein pöydälle ja todetaan osuvasti:

”Keskeinen tähän liittyvä kysymys on, miten laaja liikkumavara uudessa lainsäädännössä annetaan ammattimaiselle riippumattomalle selvittäjälle ja tuomioistuimelle esimerkiksi omistajille (osakkeenomistajille) ohjelmassa säilytettävien oikeuksien suhteen – kysymys on tällöin suhteellisen ja ehdottoman etuoikeiden periaatteesta – tai niiden välimuodoista.”

¹⁸ Selvitys esittää kokonaan uutta yrityssaneerailakia sekä erillistä lakia workout-menettelyistä, joka vastaisi pitkälti UK scheme of arrangement -menettelyä. SOU 2012:12, s. 843.

¹⁹ OM:n julkaisuja, Mietintöjä ja lausuntoja 2021:18.

Luvussa 10 käydään lävitse *de facto* oikeuskäytäntöä velkakonversiosta Suomessa Starckjohann Oy:n, Polar-Yhtymä Oy:n, Trainers' House Oyj:n ja Stockmann Oyj Abp:n esimerkkien kautta sekä vertailun vuoksi Norwegian Air Shuttle ASA:n tervehdyttämistoimet. Kirjottajat suosittelevat, että velkakonversion edellyttämät yhtiöoikeuspäätökset tehtäisiin jo ennen saneerausohjelman vahvistamista, ei vasta sen jälkeen, jolloin hyväksymättä jääminen johtaa ohjelman raukeamiseen. Toisaalta käytäntö on osoittanut, että paine osakkeenomistajille hyväksyntään, joka edellyttää suunnatun annin kahden kolmasosan enemmistöä, voi toimia paremmin jälkikäteisessä hyväksynnässä. On mielestäni joka tapauksessa selvää, että selvittäjä käynee konversion määrää ja hinnoittelua koskevat keskustelut omistukseltaan hajautuneissa listayhtiöissä pääosin hallituksen kanssa. Hallitus konsultoi tarvittavassa määrin suurimpia osakkeenomistajia. Kirjottajat puoltavat *de lege ferenda* yksinkertaista yhtiökokouksen enemmistöä kvalifioidun enemmistön sijaan velkakonversiosta päätettäessä. Ajatus tuntuu loogiselta – tapahtuuhun YSL:n mukainen velkaryhmien päätöksentekokin yksinkertaisella enemmistöllä. Tästä on tietenkin kokonaan erillään pidettävä kysymystä siitä, tuleeko osakkeenomistajien jatkossa millään enemmistöllä voida lopulta estää velkakonversion sisältävää saneerausohjelmaehdotusta tilanteessa, jossa velkaa leikataan, osakepääoma on objektiivisesti arvioituna arvotonta ja osakkeenomistajilta ei myöskään ole saatavissa liiketoiminnan jatkamiseen mitään selkeää lisäarvoa tai uutta pääomaa.

Luku 11 käsittelee velkakonversion yhtiöoikeudellista viitekehystä. Keskeiseksi kysymykseksi nostetaan, *Villan* aiemmista kirjoituksista tuttuun tapaan, velkakonversiossa osakemerkinnän maksun kuittaamiseen käytettävän vastasaamisen taloudellinen arvo ja tilinpäätösinformaation oikeellisuus. Kirjassa suhtaudutaan varauksellisesti saneerausmenettelyssä leikattavaksi tulevan saatavan käyttämiseen kuittaamalla merkintähinnan maksuun. Rohkenen nähdä asian hieman toisin. OYL nimenomaisesti sallii pääomalainan käyttämisen merkintähinnan maksuun, vaikka takaisinmaksun edellytyksiä ei ole – miksi asia olisi toisin normaaliehtoisen velan osalta? Hyöty velallisyhtiölle velasta vapautumisen muodossa on selkeä. Kukaan ei tunnu pitävän ongelmana tilinpäätösinformaation osalta sitä, että jälkikonkurssissa leikattu (taseen ulkopuolinen) velka pääsääntöisesti palautuu kokonaan valvottavaksi saatavaksi. On myös vaikea ymmärtää, minkä varassa vaihtovelkakirjalainojen konvertoiminen osakkeiksi tapahtuu, kun aiemmin liikkeeseen lasketun velan arvoa ei tietääkseni ole tapana arvioida uudestaan osakkeiksi konvertoitaessa vaan konversio tapahtuu aiemmin sovittuun osakekohtaiseen merkintähintaan velan toimiessa täysimääräisesti maksuvälineenä. Ongelma on toki kirjoittajien ehdottamalla tavalla kierrettävissä maksuttomilla osakkeilla. Jatkossa kirjoittajien epäselväksi mieltämä asia voitaisiin osana velkakonversiosääntelyä ratkaista nimenomaisella OYL:n säännöksellä kuten pääomalainankin osalta on jo tehty, kuten myös kirjan luvussa 17 esitetään käsiteltäessä *Murto-Unkilan* kirjoitusta²⁰.

Luku 12 käsittelee velkakonversion insolvenssioikeudellista viitekehystä. YSL ei velvoita omistajia hyväksymään mitään toiminnallisia, rakenteellisia tai rahoituksellisia muutoksia, vaan velkojat joutuvat alistumaan osakkeenomistajien päätösvaltaan. Tässä yhteydessä ratkaisu KKO 2003:120 nähdään eräänlaisena osakkeenomistajien räikeimmän opportunistin rajana. Esiin nostetaan myös ratkaisu KKO 1996:91, jossa katsottiin, ettei saneerausohjelman mukaisesti pääomalainaksi konvertoitu saatava palaudu jälkikonkurssissa normaaliehtoisena

²⁰ Minna Murto-Unkila, Velvoittamaton pakkoakordi lisää voitonjakokelpoisia varoja. *Defensor Legis* 1/2022, s. 215–234.

velkana valvottavaksi. Ratkaisun perusteluissa viitataan YSL:ää koskeviin esitöihin, joiden mukaan muuntaminen pääomalainaksi ei ole YSL:n tarkoittama velkajärjestelykeino. Kirjottajat pitävät tärkeänä, että velkoja, joka on näin kasvattanut riskiään velallisen maksukyvyttömyydestä, joutuu jälkikonkurssissa vastaamaan ottamastaan riskistä. Perustelu on moitteeton, mutta jättää toisaalta huomioimatta sen, että pääomalainakonversiolla on saavutettavissa joustovaraa maksuohjelmiin. Taseinformaation kannalta pitäisin ehkä ilmeisempänä ongelmana leikatun velan palautumista kokonaan valvottavaksi saatavaksi jälkikonkurssissa. Lopuksi kirjottajat palaavat vielä ratkaisun KKO 2003:73 analysointiin, jota kommentoin jo edellä luvun 6 kohdalla. Kirjottajien kriittinen analyysi pelkistyy hyvin toteamukseen siitä, että YSL:n ainoa kohta, jossa maksunsaantijärjestys on ehdoton, on pakkovahvistamista koskeva YSL 54 §:n ensimmäisen momentin 5 kohta. Pohdittaessa absoluuttisen ja relatiivisen maksunsaantijärjestyksen etuja unohdetaan usein, että saneerausohjelma ei rakennu staattiselle varallisuusmassalle vaan velallisen tulevan liiketoiminnan kassavirroille. Käytännön saneerausohjelmia neuvoteltaessa ja laadittaessa tämä ongelma on sen sijaan varsin tuttu.

Luku 13 käsittelee lyhyesti epätyypillisiä saneerauskeinoja – realisaatiosaneerausta, konkurssisovintoa ja nopeutettua saneerausmenettelyä. Konkurssilain 21 luvun 1 §:n 1 momentin mukaisen kannatusvaatimuksen alentaminen 80/5 säännöstä 70/10:een on varsin kannatettava idea. Kannatettava on myös ehdotus YSL 92.1 §:n 2 kohdan mukaisen nopeutetun vahvistamisen rajan laskeminen tasolle 60/10. Valitettavasti jälkimäiseen on ehdotettu liitettäväksi Ruotsin nykyisin mukaista velvollisuutta maksaa 25 % saneerausvelasta pois vuoden kuluessa ohjelman vahvistamisesta – säännös, joka Ruotsissa on käsittäkseni jo havaittu toimimattomaksi.

Luku 14 käsittelee velkakonversiota sopimusperusteisena järjestelynä saneerausmenettelyn ulkopuolella. Tässä yhteydessä nostetaan esiin OECD:n Covid-19-raportin havainnot ja suositukset. OECD suositaa velkakonversiosääntelyä velkojainsuojakeinona, joka samalla vahvistaa velallisten taseita. Velkakonversion ongelmakohtana nähdään käyvän hinnan määrytyminen erityisesti listaamattomissa yhtiöissä. Myös OECD näkee velkakonversion vaihtoehtona vaihtovelkakirjalaina- ja optiojärjestelyt. Tämän jälkeen kirjoittajat käyvät lävitse ilmailusektorin saamia koronatukia. On mielenkiintoista havaita, että OECD:n tilastoinnin mukaan Suomessa tämä tuki on ollut verrattain vähäistä muihin maihin verrattuna. Luvussa avataan myös lyhyesti kansainvälisten vaihtovelkakirjalainojen ehtorakenteita.

Luku 15 käsittelee velkojien mahdollista velvoittamista velkakonversioon. Kun YSL ei tunneta velkakonversiota velkajärjestelykeinona, on velkakonversiot saneerausmenettelyissä toteutettu mahdollisuutena konvertoida muutoin leikattavaksi tuleva velka (tai osa siitä) osakkeiksi. Velkojille, joilla on juridisia esteitä tehdä osakesijoituksia, tulisi kirjoittajien mielestä vaihtoehtona tarjota vaihtovelkakirjalainoja tai optioita. Velkojien suoritusten samanarvoisuus muodostuu toki yhdeksi uudeksi ratkaistavaksi asiaksi. Yhdysvalloissa, Saksassa ja Hollannissa myös vastaan äänestäneet velkojat voidaan saneerausohjelmassa määrätä konvertoitamaan saataviaan osakkeiksi. Markkinoilla olevien sijoituskelpoisten velkainstrumenttien ehdot mahdollistavat yleensä velkakonversion määräänemmistö päätöksellä – näin on kirjottajien käsityksen mukaan asia myös Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisemien joukkovelkakirjojen malliehtojen 15.1 (i) kohdan mukaan. En sinänsä näe estettä sillekään, että velkakonversiosta säädettäessä legalisoitaisiin nykyinen ”konvertoi tai menetä” -käytäntö.

Luvussa 16 käydään läpi sekä Yhdysvaltojen käytäntöä että EU:n ja Suomen pankkisääntelyä sen osoittamiseksi, että estettä velkakonversioon käytölle ei näyttäisi olevan. Yhdysvalloissa pankit ovat sitä valmiimpia hyväksymään velkakonversion, mitä vähemmän julkista velkaa ja mitä enemmän pankkivelkaa velallisella on. Kirjottajat pitävät EU:n vakavaraisuusasetuksen sääntelyä velkakonversion kannalta varsin sallivana varsinkin, kun huomioidaan sen 79 artikla koskien väliaikaisia omistuksia avustusoperaation aikana. EU:n pankkiviranomaisen ohjeistuksen viittaa suoraan velkakonversioon osana järjestämättömien saatavien strategiaa. Luottolaitoslakimme ei sisällä, aiemmasta poiketen, enää omistusrajoituksia finanssialan ulkopuolisissa yrityksissä. Odotan mielenkiinnolla pankkivelkojen mahdollisia vasta-argumentteja.

Luku 17 käsittelee oikeuspoliittisia vaihtoehtoja velkakonversiosääntelyksi Velkakonversioselvityksen jäsentelyn pohjalta kerrattuaan ensin ulkomaisia esimerkkejä. Kirjottajat tekevät tärkeän ehdotuksen, jonka mukaan suomalaista varhaista saneerausmenettelyä tulisi kansainvälisten esimerkkien mukaisesti kehittää siten, että menettely voitaisiin rajata ainoastaan niihin osapuoliin, joiden asemaa muutetaan. Tämä mahdollistaisi mielestäni *hold out*-velkojen taivuttamisen enemmistön hyväksi mieltämään ratkaisuun ilman yleismenettelyn tuomaa rasitetta velallisyhtiön liiketoiminnan *going concern* -arvolle ja saattaisi osaltaan lisätä mahdollisuuksia saavuttaa neuvotteluratkaisuja vapaaehtoisesti ilman tuomioistuinprosessia. On myös mielenkiintoista havaita, että Isossa-Britanniassa (*scheme of arrangement* ja uusi saneerausmenettely) ei sovelleta mitään lakiperusteista etusijasääntöä – veto-oikeuden käyttö voidaan estää, jos paremmalla etuoikeussijalla oleva ryhmä hyväksyy järjestelyn ja huonommalla sijalla oleva vastustava ryhmä ei ole huonomassa asemassa kuin ”vaihtoehtoisessa mallissa”. Voisiko Ison-Britannian mallia jopa kuvata relatiivisen etuoikeuden äärimmäiseksi ilmentymäksi – ainakin Iso-Britannia on takavuosina vetänyt puoleensa velkajärjestelyitä sääntelynsä joustavuuden vuoksi.

Kirjottajat katsovat velkakonversiosääntelyn tarpeen ulottuvan sekä yhtiö- että maksukyvyttömyysoikeuteen ja puoltavat varovaisesti velkakonversion rajaamista isompiin yrityksiin. Lisäksi he kannattavat osakkeenomistajien kuulemista joko osana saneerausmenettelyä tai *scheme of arrangement* -menettelyn kaltaisessa prosessissa ja katsovat omaisuudensuojakysymyksen osalta *best interest of creditors* -edellytyksen mukaisen velkojasuojan jo toteutuvan YSL:ssä.

Luvussa 18 puolletaan kansainvälisten esimerkkien valossa velkakonversioon liittyvien kysymysten keskitettyä käsittelyä yhdessä, esimerkiksi markkinaoikeuden yhteydessä toimivassa, erillisessä tuomioistuimessa. Pienellä markkinallamme velkakonversiota koskevien tapausten määrä jäänee pieneksi ja tuomareilta vaadittava taloudellinen asiantuntemus korostuu. Yhden tuomioistuimen malli tuntuu kustannusefektiiviseltä ja toimivalta.

Luku 19 käsittää yhteenvedon, joka ensin kertoo velkakonversiokeskustelun tähänastiset vaiheet Suomessa ja esittää sitten kirjottajien viestin lukijoille – lainsäädäntömme on jäätävällä jäljellä verrokkimaista ja velkakonversiosääntelyn *de lege ferenda* -tarve on ilmeinen. Kirjottajien teokselle tavoitteekseen mainitsema *de lege lata* -lisätiedon tuominen käytännön selvittäjille ja saneerausohjelmia käsitteleville tuomioistuimille toteutuu hyvin. On mielenkiintoista nähdä, ovatko rahoituslaitokset valmiita velkakonversion lisääntyvään käyttöön vai luetaanko näitä tahoja koskevaa sääntelyä toisin kuin kirjoittajat tekevät. Kirjottajat pitävät velkakonversiosääntelyn vaihtoehtoina Ison-Britannian *scheme of arrangement*- ja *Companies Act Part 26 A* -menettelyitä.

Mielestäni lukija saa ytimekkäästä teoksesta vastinetta ajankäytölleen. Velkakonversioon liittyviä kysymyksiä analysoidaan monipuolisesti eri tulokulmista, vaikkakin tämä toki johdattaa esimerkiksi samojen korkeimman oikeuden ennakkoratkaisujen käsittelyyn useammissa paikoissa teosta. Teos tarjoaa hyvän pohjan kirjottajien peräänkuuluttamalle insolvenssi- ja yhtiöoikeuden asiantuntijaryhmälle, jonka tehtävä olisi velkakonversiosääntelyn valmistelu. Mitä jäin kaipaamaan? Suorempia suosituksia – on kaikei kuitenkin ymmärrettävää, että pienellä markkinallamme *de lege ferenda* -ratkaisujen voimallisempi ja vielä suurempi edistäminen ei ole sopivaa. Suosittelem lukijalle lisäperehtymistä viimeaikaisiin absoluuttista ja relatiivista etuoikeutta koskeviin kirjoituksiin.