

**Matti Engelberg – Tuomas Hupli – Seppo Villa**

# **VELKAKONVERSIO**

**Mahdollisuus lisäarvoon omistajille ja velkojille**

Alma Talent  
Helsinki 2022

Copyright © 2022 Alma Talent Oy ja tekijät  
Yhteistyössä Lakimiesliiton Kustannus

ISBN 978-952-14-4546-0

ISBN 978-952-14-4548-4 (verkkokirja)

Kannen sarja-asu: Heikki Sallinen

Taitto: Aste Kirjat Oy

Paino: Otavan Kirjapaino Oy 2022 Keuruu

Anna palautetta kirjasta: [kustannustoimitus@almatalent.fi](mailto:kustannustoimitus@almatalent.fi)



# ESIPUHE

Velkojen konversiosta yhtiön osakkeiksi (”velkakonversiosta”) on kirjoitettu suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa varsin vähän, vaikka menettelyä käytetään useimmissa suurimmista yrityssaneerausjärjestelyistä – viimeksi helmikuussa 2021 vahvistetussa Stockmann Oyj Abp:n yrityssaneerauksen saneerausohjelmassa. Teema koskee yhtiö-, kirjanpito- ja maksukyvyttömyysoikeutta. Eri oikeudenalojen rajapinnoilla liikkuminen tekee teeman käsitelystä monivivahteisen ja vaikean.

Velkakonversio on käytännössä osoittautunut tärkeäksi keinoksi tervehdyttää heikossa taloudellisessa tilassa olevia yrityksiä. Konversio tuo usein hyötyä sekä yhtiön osakkeenomistajille että velkojille. Vieraan pääoman omistukseksi muuntamisen merkitystä korostetaan myös taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön OECD:n vuoden 2020 raportissa, jossa hahmotetaan keinoja COVID-19-kriisin aiheuttamien talousongelmien voittamiseksi. Raportissa korostetaan, että velkojen konvertoiminen osakkeiksi tuo rahoituksellisen avun ohella parannusta yhtiön taserakenteeseen vahvistaen yhtiön oman pääoman määrää. Vahvistunut oma pääoma voi myös vaikuttaa siihen, saadaanko rahoitusjärjestelyihin mukaan valtion tai muun julkisen tahon antamaa tukea.

Teoksen kirjoittajat ovat sekä yhtiöoikeuden että maksukyvyttömyysoikeuden asiantuntijoita, joten teos on odotettu lisä

suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa. Käsittelemmekin velkakonversiota sekä yhtiöoikeuden että maksukyvyttömyysoikeuden näkökulmasta. Arvioimme velkakonversiota myös lainsäädännön muutostarpeiden kannalta. Tässä arvioinnissa keskityimme varhaisen vaiheen saneerauksesta annetun direktiivin (EU) 2019/1132 (”Saneerausdirektiivi”) implementointiin Suomessa.

Direktiivin implementoinnin perusteella uutta lainsäädäntöä velkakonversiosta on jo voimassa esimerkiksi Saksassa ja Hollannissa. Pohjoismaisista EU-jäsenvaltioista Ruotsissa julkaistiin keväällä 2021 komiteamietintönä ehdotus uudeksi lainsäädännöksi, missä velkakonversio on myös mukana. Saneerausdirektiivin tavoitteena on unionin jäsenvaltioiden lainsäädännön vähimmäistason harmonisointi yhteisten pääomamarkkinoiden kehittämiseksi. Aihealueeseen liittyy näin merkittävä eurooppalainen lainsäädännön kehittämistavoite.

Toivomme, että teoksemme herättää mielenkiintoa yrityspankkisektorin ammattilaisten lisäksi kaikkien niiden keskuudessa, jotka työskentelevät yritysten uudelleenjärjestelyjen parissa. Tavoitteenamme on, että toistaiseksi sääntelyn ulkopuolelle jääneen alueen kokonaisuuden parempi hahmottaminen edistäisi osaltaan velkakonversioiden käyttöä markkinoilla. Velkakonversion avulla toteutettu yhtiön rahoituksen uudelleenjärjestely luo parhaimmillaan merkittävää taloudellista lisäarvoa sekä yhtiön osakkeenomistajille että velkojille.

Keskeiset pankkirahoittajamme tuntuvat suhtautuvan nykyisin varsin pidättyvästi saataviensa konvertointiin osakkeiksi. Toiveemme on, että suomalaisessa rahoituksen markkinakäytännössä löydettäisiin nykyistä neutraalimpi ”kultaisen keskitien käytäntö” mahdollisten osakeomistusjärjestelyjen laajemmalle hyödyntämiselle rahoituksen ongelmatilanteissa.

Suomen taloushistoriassa vaikeuksissa olevien yritysten velkoja konvertoitiin ennen 1990-luvun vakavaa talouskriisiä merkittävässä määrin – vielä nykyistäkin puutteellisemmalla lainsäädännöllä. Pankeille syntyi omistuksia yhtiöissä aiheuttaen jopa nykyisessä katsannossa epätoivottavia pankkien ”teollisuusleirejä”. Ongelmiin ajautuneiden yritysten aidosti väliaikaiset omis-

tusjärjestelyt voisivat kuitenkin olla hyödyllisiä ja tuoda lisäarvoa sekä rahoittajille että yritysten keskeisille omistajille. Rahoittajan asiakasyrityksen väliaikaiseen omistusjärjestelyyn osallistumista tulisikin aina kyetä arvioimaan rahoituslaitoksen omien omistajien näkökulmasta.

Olemme saaneet teoksen kirjoittamiseen tukea Nasdaq Nordic Foundationilta, mistä vielä lämmin kiitos. Kiitämme tämän teoksen kustannustoimittaja Harri Korkeamäkeä sekä Alma Talentin muuta henkilökuntaa ja teoksen taittajaa. Harrin kustannustoimituksellinen osaaminen on erinomaista.

Helsingissä, kesäkuun 10. päivänä 2022

*Matti Engelberg*

*Tuomas Hupli*

*Seppo Villa*

# SISÄLLYS

Sisällys .....	5
Lyhenteet .....	9
Esipuhe .....	11
Kirjoittajaesittely .....	15
<b>1   Velkakonversion käsite ja normatiivinen viitekehys .....</b>	<b>17</b>
<b>2   Oikeussystemaattinen viitekehys; saneeraus konkurssin uhan varjossa .....</b>	<b>39</b>
<b>3   Perusoikeuksien omaisuudensuojaan liittyvä viitekehys .....</b>	<b>49</b>
<b>4   Historiallinen katsaus velkojen konversioista yhtiön omistukseksi .....</b>	<b>57</b>
<b>5   Kansainvälinen viitekehys ja saneerausdirektiivin tavoitteet .....</b>	<b>65</b>
5.1. Lähtökohdat .....	65
5.2. Ehdotus Saneerausdirektiiviksi .....	67
5.3. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehittäminen – työryhmämietintö .....	69

5.4.	Oikeusministeriön kansainvälinen velkakonversioselvitys.....	73
5.5.	Oikeusministeriön lausuntoyhteenveto Velkakonversioselvityksestä .....	79
<b>6  </b>	<b>Toissijaisiin lainoihin liittyvät erityiskysymykset .....</b>	<b>85</b>
<b>7  </b>	<b>Ehdottoman ja relatiivisen etuoikeuden periaatteet saneerauksessa .....</b>	<b>93</b>
7.1.	Lähtökohdat .....	93
7.2.	Yhdysvaltojen Chapter 11 -menettely .....	95
7.3.	Saneerausdirektiivin 11 artiklan edellyttämä mekanismi .....	96
7.4.	Saksan uusi Restructuring Plan .....	96
7.5.	Ison-Britannian Scheme of Arrangement sekä Restructuring Plan -menettelyt.....	97
7.6.	Relatiivisen ja absoluuttisen etuoikeuden periaatteet oikeuskirjallisuudessa .....	98
7.7.	Kokoavia huomioita etuoikeusperiaatteista .....	100
<b>8  </b>	<b>Ruotsin velkakonversiomalli ehdotetussa uudessa yrityssaneerauslaissa .....</b>	<b>103</b>
<b>9  </b>	<b>Oikeusministeriön työryhmän taustanäkemykset velkakonversiosta .....</b>	<b>113</b>
<b>10  </b>	<b>Esimerkkejä velkakonversioista oikeuskäytännössä .....</b>	<b>123</b>
<b>11  </b>	<b>Yhtiöoikeudellinen viitekehys .....</b>	<b>131</b>
11.1.	Yleiset lähtökohdat .....	131
11.2.	Osakesijoitus, osakepääomasijoitus ja sijoitus sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon .....	138
11.3.	Maksutavat .....	140
11.4.	Osakkeen merkintämaksun maksaminen .....	142
11.4.1	Yleiset lähtökohdat .....	142
11.4.2	Rahamaksu .....	145

11.4.3	Apporttimaksu	145
11.4.4	Maksu kuittaamalla	153
<b>12  </b>	<b>Insolvenssioikeudellinen viitekehys</b>	165
12.1.	Yrityksen omistajien asema insolvenssimenettelyissä	165
12.2.	Omistajia koskeva perusratkaisu yrityssaneerauslaissa	167
12.3.	Velkakonversio ja maksunsaantijärjestys	170
12.3.1	Saatavan muuttaminen pääomalainaksi	170
12.3.2	Takasijaisen velkojan oikeus velkakonversioon	171
12.3.3	Maksunsaantijärjestys ja saneerausohjelman vahvistamisen perusteet	173
<b>13  </b>	<b>Konversio konkurssisovinnossa ja kevennetyssä yrityssaneerauksessa</b>	179
<b>14  </b>	<b>Velkakonversiomenettely ilman yrityssaneerausta</b>	183
<b>15  </b>	<b>Velkojien suostumus menettelyyn; mahdollinen velvoittamismekanismi</b>	193
<b>16  </b>	<b>Rahoitussääntelyn rajoitteet - ei esteet - velkakonversiolle</b>	199
16.1.	Suomen käytäntö	199
16.2.	USA:n käytäntö	200
16.3.	Vakavaraisuuslaskenta ja osakeomistukset	202
16.4.	Kotimaisen lain rajoitukset	207
<b>17  </b>	<b>Oikeuspoliittisia näkökohtia; Ruotsin, Saksan, Hollannin ja Britannian esimerkit</b>	211
17.1.	Lähtökohdat	211
17.2.	Ruotsin malli	211
17.3.	Kansainvälinen vertailu	213
17.4.	Oikeuspoliittisia näkemyksiä	224
17.4.1	Velkakonversioselvitys	224



17.4.2	Tulisiko velkakonversiosta säätää yhtiö- vai maksukyvyttömyysoikeudessa? .....	224
17.4.3	Pakottavan velkakonversion rajaaminen .....	225
17.4.4	Osakkeenomistajien osallistuminen päätöksentekoon .....	225
17.4.5	Omaisudensuoja .....	226
17.4.6	Konvertoitavan saatavan arvon määrittäminen ..	227
17.4.7	Velkakonversion kohdentaminen velkojaryhmiin	232
17.4.8	Sopimusperusteiset lausekkeet .....	233
17.4.9	Yhteenveto .....	234
<b>18</b>	<b>  Tuomioistuinmenettely; nopeuden ja asiantuntemuksen merkitys .....</b>	<b>235</b>
<b>19</b>	<b>  Lopuksi .....</b>	<b>241</b>
	<b>Lähdeluettelo .....</b>	<b>247</b>
	<b>Oikeustapaushakemisto .....</b>	<b>257</b>