

Juha Jokinen

OTK, CDT (Université de Genève).

Tutkija, Turun yliopisto

Ma suunnittelija, Turun kauppakorkeakoulu

+358 50 363 2276

juha.jokinen@utu.fi

juha.jokinen@tse.fi

Julkaistu: Defensor Legis 2/2008, sivut 239 – 254

OSAKEYHTIÖN JOHDON HUOLELLISUUSVELVOLLISUUS JA OSKEYHTIÖLAIN MAKSUKYKYISYYSTESTIN TALOUDELLISET OSATEKIJÄT

1. Johdanto

Uuden osakeyhtiölain (624/2006, OYL) eräänä keskeisimpänä uudistuksena oli varojenjaon säänteleminen osittain uudella tavalla OYL:n 13 luvussa. Toisen yhtiöoikeudellisen direktiivin (77/91/ETY) eli ns. pääomadirektiivin 15(1)(a) ja (c) artikloiden mukaisesti vanhan osakeyhtiölain 12:2 §:ssä (734/1978, VOYL) varojenjako säänneltiin niin, että voitonjako ei saanut ylittää viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistetun taseen mukaisen voiton ja yhtiön muun vapaan oman pääoman yhteismäärää vähennettynä taseen osoittamalla tappiolla sekä määrällä, joka yhtiöjärjestyksen mukaan on siirrettävä vararahastoon tai muutoin jätettävä jakamatta. Nykyisin OYL 13:5 §:ssä säännellään, että jollei yhtiön maksukykyä koskevasta 2 §:stä muuta johdu, yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat. Uuden osakeyhtiölain perusteluissa todetaan, että nykyinen OYL 13:5 § vastaa sisällöltään VOYL:n säännöstä.¹ Säännöstä kutsutaan oikeuskirjallisuudessa yleisesti tasetestiksi.

Osakeyhtiölain uudistuksen yhteydessä tasetestiä täydennettiin ns. maksukykyisyystestillä, jonka tulee täytyä samanaikaisesti tasetestin kanssa, jotta varoja voitaisiin jakaa.

¹ Hallituksen esitys 109/2005 vp., s. 127.

Maksukykyisyydesti ei perustu pääomadirektiiviin vaan kansalliseen lainsäädäntöön. OYL 13:2 §:n mukaan varoja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Säännöksen tulkinta on osoittautunut vaikeaksi, koska OYL:a koskevassa hallituksen esityksessä (HE 109/2006) ei ole tarkennettu, mitä maksukykyisyydellä tarkoitetaan. Teemasta on sittemmin kirjoitettu yksittäisiä lähinnä taloudelliseen puoleen liittyviä kannanottoja, mutta näissäkään käsityksiä ei ole perusteltu kokonaisvaltaisesti ja johdonmukaisesti. Tarkoitan tällä sitä, että näissä kirjoituksissa viitataan erilaisiin maksukykyanalyysia tukeviin taloudellisiin indikaattoreihin, mutta indikaattoreiden taustaoletuksia ei tuoda esille eikä niiden soveltumista OYL:n maksukykyisyydestiin perustella. Oikeusteoreettisesti tämä on ongelmallista, koska taloudelliset argumentit saattavat siirtyä impliittisesti oikeustutkimukseen ja käytännön ratkaisutoimintaan, ellei niitä esitetä avoimesti.² Mikä ongelmallisinta, hallituksen huolellisuusvelvollisuudesta koostuvaa yhtiöoikeudellista puolta on pohdittu erittäin vähän.

HE 109/2005:n ja oikeuskirjallisuuden ongelmat tiivistyvät erityisesti kysymyksiin, 1) mitä tarkoitetaan hallituksen huolellisuusvelvollisuudella varojenjaossa sekä 2) miten yhtiö tai tuomioistuin voi perustellusti hyödyntää taloudellisia laskentamenetelmiä taloudellisen aseman ennustamiseksi tai arvioimiseksi. Yhtiöoikeudessa sovellettavaksi tulevien laskumenetelmien tulisi *ennakoivasti* mitata maksukykyisyyttä sekä olla tarkkoja ja luotettavia. Ennakollinen näkökulma erottaa yhtiöoikeudellisen tarkastelun insolvenssioikeudellisesta ajattelusta, jota en tässä kirjoituksessa käsittele. Tämän artikkelin tarkoitus on luoda oikeustieteellisesti perusteltu, ennakoitava ja oikeudenmukainen yhtiöoikeudellinen laintulkinta sekä korjata taloudellisesta näkökulmasta esitettyjä käsityksiä.

Jatkoesityksen rakenne jakaantuu neljään eri jaksoon. Jaksossa 2 esittelen osakeyhtiön hallituksen huolellisuusvelvollisuuden ja sen ongelmakohdat. Jaksossa 3 käsittelem ulkomaisissa yhtiöoikeuksissa esitettyjä käsityksiä maksukykyisyyden oikeasta tulkinnasta. Artikkelin viimeinen jakso tiivistää käsitellyt asiat.

² Timonen 1997, s. 38–42.

2. Osakeyhtiön hallituksen huolellisuusvelvollisuus ja liiketoimintapäätösperiaate

2.1 Johdon asema ja toimintavelvollisuus

OYL 13:2 §:ssä tai sen esitöissä ei määritellä, mitä maksukykyisyydellä sisällöllisesti tarkoitetaan. Sen sijaan esitöissä korostetaan, että säännöksen tulkinnan lähtökohtana tulee olla hallituksen huolellisuusvelvoite ja liiketoimintapäätösperiaate.³ Johdon huolellisuusvelvoitteen yleinen sisältö on kirjattu OYL 1:8 §:ään. Se jakaantuu kahteen osaan, huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuteen.

Säännöksen perusteluiden mukaan yhtiön johtoon kuuluvat hallituksen jäsenet, mahdollinen toimitusjohtaja ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenet. Säännös koskee yhtiön johdon jäsenen toimintaa nimenomaisesti tässä ominaisuudessa.⁴ Johdon jäsenen asema sinänsä ei kerro, *miten* johtajan tulee asemassaan toimia. Johdon jäsenen on toimittava niin kuin objektiivinen huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa. Huolellisuuden ja yhtiön edun mukaisen toiminnan arvioinnissa kiinnitetään huomiota johdon yleisiin ja erityisiin tehtäviin (mm. OYL 6:2 § ja 13 luku) sekä erityisesti OYL 1:5 §:n *yhtiön toiminnan tarkoitukseen*.⁵ Selvää on, että aktiivinen päätösten tekeminen ja riskin ottaminen kuuluvat yritystoimintaan. Vaadittavan huolellisuuden arvioinnissa kiinnitetään huomiota siihen, että liiketoiminnassa päätöksiä on usein tehtävä epävarmuuden vallitessa. Huolellisuuden vaatimus korostuu päätökseen tai toimeen liittyvän riskin kasvaessa. Riittävänä huolellisuutena voidaan yleensä pitää sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, jonka perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi.⁶

Suomessa huolellisuusvelvollisuuden sisältöä *ei* ole syvällisesti käsitelty *oikeuskäytännössä*⁷, vaan oikeuskirjallisuudessamme tulkintaan on haettu johdatusta angloamerikkalaisesta oikeuskulttuurista.⁸ Siinä huolellisuusvelvollisuusdoktriini lepää vahvasti *trust*-instituutioon perustuvan oikeuskäytännön varassa. Modernissa oikeuskäytännössä yrityksen johtajan katsotaan olevan yhtäältä trusteen asemassa hoitaessaan varallisuutta

³ HE 109/2005, vp., s. 125.

⁴ HE 109/2005 vp., s. 41.

⁵ HE 109/2005 vp., s. 41–42.

⁶ HE 109/2005 vp., s. 41

⁷ Lindholm – Holmström 2005, s. 283.

⁸ Salonen 2000, s. 56: Näin voitane tehdä, koska yritysten toimintakulttuuri on yleismaailmallista.

päämiehensä hyväksi ja toisaalta edustajan asemassa solmiessaan sopimuksia yhtiön puolesta. *Salosen* mukaan oikeuskirjallisuus tuntuu olevan yksimielinen siitä, että johtaja on yritykseen nähden edustajaan verrattavassa asemassa.⁹ Tilanne on toinen johdon toimiessa *sijoittajiin* nähden. Varojenjaossa ja päämiehen hyväksi toimittaessa trusteen asemaa tulee korostaa. Varojenjaossa trusteen asema ei oikeuta henkilöä minkäänlaiseen riskinottoon trustin asettajan (*settlor*) varojen hoidossa.¹⁰

Fidusiaristen velvollisuuksien toinen puoli on lojaliteetti. OYL 1:8 §:n mukaan johdon jäsenen päätöksentekoon tai muihin toimiin eivät saa vaikuttaa johdon jäsenen eturistiriidat. Johdon lojaliteettivelvollisuus sitoo yksipuolisesti vain johtoa, ja se on ehdoton.¹¹ Toimiminen yhtiön edun mukaisesti merkitsee yhtiön johdolle asetettua lojaliteettivelvollisuutta yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, yhtiön edun mukaan toimiminen tarkoittaa, että normaaliolosuhteissa yhtiön liiketoiminta tuottaa osakkeenomistajille etua yhtiön välityksellä. Käytännössä tämä tarkoittaa yleensä osakkeen nykyarvon maksimoimista. Toimiminen pelkää tietyn omistajan tai omistajaryhmän välittömien etujen mukaisesti ei ole sallittua silloinkaan, kun hallituksen jäsen on nimetty tämän omistajan toimesta.¹² Pääsäännöstä poiketen *varojenjaossa* hallituksen tulee ottaa huomioon myös velkojakollektiivin edut, koska varojenjako sisältää aina velkojille riskin saatavan menettämistä. *Keayn* mukaan osakkeenomistajien oikeuksia ei maksukyvyttömyyden uhatessa tule hylätä, vaan kaikkien sidosryhmien oikeudet tulee tasapainottaa siten, että pitkällä tähtäimellä koko liiketoimintayksikön eikä vain oman pääoman arvo maksimoituu. Hallituksen on siis vältettävä liiallista varovaisuutta mutta myös villiä riskinottoa osakkeenomistajien

⁹ *Salonen* 2000, s. 56–57: Salosen luonnehdinta trusteen asemasta on perusteluiden osalta epätäydellinen, sillä hän pitää trusteen aseman perustana *varallisuuden* hoitoa. Tämä peruste ei ole oikea, vaan trustissa on periaatteellisestikin olennaista nimenomaan varallisuuden hoitaminen *edunsaajan (beneficiary) lukuun*. Hyödynsaajana voi olla joko asettaja (*settlor*) itse tai joku muu taho. Ks. *Oakley* 1998, s. 14–17; *Thévenoz* 2001, s. 20–21.

¹⁰ *Salonen* 2000, s. 56–57. Salosen käsitys trusteen yleisestä kiellosta ottaa riskiä on mielestäni virheellinen: trusteen oikeudet ja velvollisuudet riippuvat kirjallisesta tai konkludenttisesta settlorin ja trusteen välisestä trust-perustamissopimuksesta. Siinä settlor asettaa trusteeelle ehdot, joita tämän tulee noudattaa. Trust-instituution sopimusmahdollisuudet ovat lähes rajattomat, joten trust-instituutio *sinänsä* ei rajoita trusteen riskinottokykyä. Nähdäkseni varojenjakotilanteessa riskinottokiello on sen sijaan perusteltu. Ks. *Hayton* 2001, s. 18–21 ja *Thévenoz* 2007, s. 53–54.

¹¹ *Mähönen – Villa* 2006a, s. 116 ja 121.

¹² HE 109/2005 vp., s. 42.

intressissä.¹³ Saman yhtiön johdon harkintavapautta korostavan kannan on esittänyt myös *Kandestin*.¹⁴

2.2 Yhtiön johdon erityiset velvollisuudet varojenjaossa

OYL 13:2 §:ää koskevien perusteluiden mukaan olennaista johdon suorittaman maksukyvyyn arvioinnissa on se, mitä yhtiön hallitus päätöstä tehtäessä tiesi tai olisi pitänyt tietää eikä se, mitä hallitus tiesi päätöksenteon jälkeen ilmi tulleen tiedon valossa¹⁵. Samanmuoto ”olisi pitänyt tietää” tuo arviointiin objektiivisuuden, sillä tarkoituksellinen tietämättömyys ja aseman edellyttämän perehtyneisyyden laiminlyönti ei vapauta hallituksen jäsentä vastuusta.¹⁶

Yhdysvalloissa ja Suomessa yhtiön johdolla on yleinen huolellisuusvelvollisuus siitä, että yhtiö ei ota kohtuutonta maksukyvyttömyysriskiä. Velvollisuus on voimassa koko yhtiön toiminnan ajan¹⁷. Huolellisuuden tarkastelu jakaantuu sisällölliseen ja menettelylliseen puoleen. Yhdysvalloissa olisi sisällöllisen huolellisuuden laiminlyömistä jättää yhtiön tilinpäätös vaille huomiota. Tilinpäätöksessä esitettyjen tietojen perusteella tehty päätös oletetaan lailliseksi, ellei toisin näytetä.¹⁸ Samaan tapaan HE 109/2005:ssä ohjeistetaan, että käytännössä maksukykyä arvioidaan usein yhtiön uusimman tilinpäätöksen perusteella, jos tilikauden jälkeiset tapahtumat eivät anna aihetta olettaa tilanteen olennaisesti muuttuneen kielteiseen suuntaan.¹⁹ Arvioin eri informaatiolähteiden käyttämismahdollisuuksia jäljempänä.

Menettelyllisesti hallituksen jäsenen huolellisuudelta tulee edellyttää ensinnäkin, että varojenjakosäännöksiä on muodollisesti noudatettu. Jos yhtiön tilinpäätös on tilintarkastettava, varoja ei voida jakaa muun kuin sellaisen tilinpäätöksen perusteella, joka on tilintarkastettu ja vahvistettu. Tällaisissa yhtiöissä lisääntyntä vapaata omaa pääomaa

¹³ *Keay* 2005, s. 616–620, 629, 633–635 ja 638.

¹⁴ Ks. *Kandestin* 2007.

¹⁵ HE 109/2005 vp., s. 125.

¹⁶ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007, s. 22.

¹⁷ Vrt. *Blummé – Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 85 ja 95. Vaikka maksukykyä määrittäviä kriteerejä esiintyy varojenjaon ohella varojen hankinnan ja käytön yhteydessä, tämä ei sinänsä tarkoita, että niistä voitaisiin suoraan johtaa kriteerejä varojenjaon yhteydessä tarkoitettun maksukyvyyn arviointiin. Säännösten erilaiset tavoitteet on aina otettava tarkoin huomioon.

¹⁸ *Rickford* 2006, s. 176.

¹⁹ HE 109/2005 vp., s. 125.

ei voida jakaa, ellei sitä ennen vahvisteta uutta OYL 13:3 §:ssä tarkoitettua tilinpäätöstä. Sen sijaan yhtiöissä, joissa lain tai yhtiöjärjestyksen mukaan ei ole tilintarkastusvelvollisuutta, ei myöskään edellytetä OYL 13:3 §:n mukaisen varojen jakamisen perustana olevan tilinpäätöksen tilintarkastusta.²⁰ Maksukykyä arvioitaessa on otettava huomioon myös yhtiön tiedossa olevat tulevaisuuteen kohdistuvat seikat, kuten erääntyvät velat ja muut suoritukset ja niiden suhde yhtiön rahoitusmahdollisuuksiin.²¹

Lisäksi 13:1.3 §:ssä määrätään nykyisin, että laillisesti tapahtuvan varojenjaon ulkopuolella tapahtuvalle menettelylle tai velkojen lisäämiselle tulee olla liiketaloudellisesti hyväksyttävä peruste. Muutoin jako katsotaan laittomaksi. Liiketaloudellista perustetta arvioitaessa olennaista ei ole se, osoittautuuko liiketoimi jälkikäteen yhtiölle tappiolliseksi, vaan se, olisiko päätöksen tekijöiden pitänyt tietää, ettei päätös ole liiketaloudellisesti perusteltu.²²

2.3 Liiketoimintapäätösperiaate

Angloamerikkalaisessa doktriinissa huolellisuusvelvollisuusdoktriini on jäänyt lähes vaille merkitystä, koska tuomioistuimet eivät ole olleet halukkaita puuttumaan yhtiön hallituksen päätöksiin ja toimiin. Yhdysvalloissa yleisesti esitetyn määritelmän perusteella hallituksen vastuusta vapautumisen ehdoiksi on asetettu, että 1) hallitus päättää tehdä tietyn toimenpiteen tai olla tekemättä sitä, 2) päätös on tehty kaiken olennaisen ja kohtuudella saatavilla olevan tiedon perusteella, 3) päätös on tehty hyvässä uskossa ja rehellisesti uskoen toimenpiteen olevan yhtiön edun mukainen ja 4) päätös ei ole täysin perusteeton tai epärationaalinen (*business judgment rule*, suom. liiketoimintapäätösperiaate).²³ Tästä peruslauseesta on johdettu joukko muita riidattomia huomioita: Kyseinen periaate soveltuu 5) itsenäisten ja intresseistä vapaiden (*disinterested*) 6) hallituksen jäsenten kollektiivisesti tekemiin päätöksiin. 7) Tällöin huolellisuuden tarkastelu on prosessipainotteista, ja sitä mitataan törkeän tuottamuksen (*gross negligence*) standardilla, ei tavallisen tuottamuksen standardilla, ja 8) näyttötaakka huolellisuuden rikkomisesta on kantajalla. Tuomioistuin voi puuttua asiaan vain, jos hallituksen päätökselle ei

²⁰ HE 194/2006 vp., s. 67.

²¹ HE 109/2005 vp., s. 125.

²² HE 109/2005 vp., s. 124.

²³ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, Delaware 1984.

ilmene yhtään järkevää liiketaloudellista perustetta.²⁴ Suomessa johdon tuottamuksen vakiintunut arviointitapa johtaa paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin business judgment rule.²⁵

Periaatteen sisältö on kuitenkin yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä jatkuvassa liikkeessä. Siksi esim. Yhdysvaltain yhtiöoikeudellisen mallilain (MBCA) 8.31(a) artikla ei kodifioi periaatetta kokonaisuudessaan.²⁶ Periaatteen sisällöstä onkin esitetty kaksi kilpailevaa käsitystä. Vanhempi käsitys olettaa, että tuomioistuin luopuu yrityksen päätöksen uudelleentarkastelusta, jos hallitus on noudattanut päätöksenteossaan huolellisuutta. Liiketoimintapäätösperiaatteen alkuperäinen tarkoitus johtavassa *Van Gorkom* -tapauksessa on ollut asettaa johdolle menettelyllinen huolellisuusvelvollisuus, jonka mukaan johto voi välttää korvausvastuun tekemällä päätöksen riittävästi informoituna. Tällöin tuomioistuin ei voi kuin poikkeuksellisesti puuttua päätöksen sisältöön, koska säännön tarkoituksena on nimenomaan suojella ja edistää johdon toimivaltaa päättää liiketoiminnasta täydellisesti ja vapaasti.²⁷ *Technicolor*²⁸ -tapauksesta paljastuvan uudemman käsityksen mukaan sääntö määrittää sisällöllisesti yrityksen hallituksen vastuuta. Sisältöpainotteisen liiketoimintapäätösperiaatteen myötä puuttumisesta yrityksen asioihin tulisi normi eikä poikkeus: tuomioistuimen ratkaisut saattaisivat jälkiviisaudessaan olla virheellisiä. Johto tietäisi tämän vaaran ja rajoittaisi riskinottoaan, jolloin periaate menettäisi merkityksensä.²⁹ *Bainbridge* suosittaa vanhemman periaatteen hyväksymistä riskinottokyvyn suojaamisen, tuomioistuinten asiantuntemuksen puutteen ja hallituksen päätöksentekokyvyn säilyttämisen perusteella.³⁰

Keskeistä on havaita, että jos aihepiirin tapauksia päätyy suomalaisten tuomioistuinten arvioitavaksi, maksukyvyn taloudellisen sisällön tarkastelun merkitys riippuu tuomioistuinten ottamasta näkökulmasta. *Bainbridgen* huomautukset liiketoimintapäätösperiaatteen ymmärtämisestä väärin tulee ottaa vakavasti, sillä kahden lähestymistavan ero voi olla kohtalokas. Jos liiketoimintapäätösperiaate ymmärretään suomalaisissa tuomioistuimissa siten, että tuomioistuimet lähtökohtaisesti luopuvat johdon päätösten taloudel-

²⁴ *Johnson* 2005, s. 454–455.

²⁵ HE 109/2005 vp., s. 125.

²⁶ MBCA 2005, s. 8-67.

²⁷ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858, Delaware 1985.

²⁸ *Cede & Co. v. Technicolor Inc.*, 634 A.2d 345, Delaware 1993.

²⁹ *Bainbridge* 2004, s. 127–128.

³⁰ *Bainbridge* 2004, s. 84–90 ja 111–129.

lisen sisällön arvioinnista jälkikäteen, maksukykyisyydestin tarkastelun ala supistuu johdon päätöksentekomenettelyn tarkasteluksi. Tässä tapauksessa keskeistä on se, onko johto toiminut riittävän informoituna ja päätös on ollut rationaalinen. Sen sijaan sillä, onko varojenjakopäätös jälkikäteen arvioiden sisällöllisesti osoittautunut oikeaksi vai vääräksi, ei olisi juurikaan merkitystä, kunhan johto on päätöksentekohetkellä täyttänyt liiketoimintapäätösperiaatteen edellytykset. Tästä seuraa, että itse taloudellisten tietojen syvälinen arviointi on tarpeen johdon päätöksentekohetkellä parhaan mahdollisen päätöksen tekemiseksi³¹, mutta sen sijaan tuomioistuinten ei yleensä tarvitse arvioida taloudellisia tietoja uudestaan, toisin kuin tähän mennessä esitetyt taloustieteiden menetelmiin painottuneet oikeuskirjallisuuden kannanotot antavat ymmärtää. Jos kuitenkin liiketoimintapäätösperiaate ymmärretään jälkikäteiseksi johdon päätösten sisällölliseksi tarkasteluksi, taloudellisin termein määritelty sisällöllinen maksukyky nousee arvioinnin keskiöön myös tuomioistuimissa.

3 Maksukykyisyys-käsitteen sisältö suomalaisissa laeissa ja ulkomaisissa yhtiöoikeudellisissa järjestelmissä

3.1 Konkurssilaki 2:2.1 § ja OYL

Maksukykyisyyden käsitettä käytetään useissa laeissa, kuten konkurssilaissa (120/2004, KonkL), laissa takaisinsaannista konkurssipesään (758/1991, TakSL), rikoslaissa (1889/34, RL), yrityksen saneerauksesta annetussa laissa (47/1993), ulosottolaissa (1895/37), palkkaturvalaissa (866/1998) ja laissa rahoitustarkastuksesta (587/1993). Näiden säännösten tarkoitus on kuitenkin otettava tulkinnassa huomioon, joten näissä laeissa tarkoitettut käsitteet eivät suoraan tarjoa vastausta kysymykseen, mitä maksukykyisyydellä OYL:ssa tarkoitetaan. Säännöksistä voidaan saada tulkinta-apua yhtiöoikeuden vain silloin, kun niiden maksukyvyyn arviointinäkökulma on samanlainen kuin yhtiöoikeudessa eli ennakkollinen ja johdon päätöksentekohetkeen kiinnittyvä. Siten nähdäkseni OYL:n tulkinnan taustaksi eri lakien joukosta tarkasteltavaksi voidaan nostaa vain RL ja KonkL, joista tässä kirjoituksessa käsittelem jälkimmäistä.³²

³¹ HE 109/2005 vp., s. 126: Johdolle ei aseteta kohtuuttomia vaatimuksia maksukyvyyn arvioinnissa.

³² Rikosoikeudellisesta teon huolimattomuus -opista ja velallisen epärehellisydestä, ks. *Vento* 1994, *Nuutila* 1996, *Salminen* 1998, *Mäkelä* 2001 ja *Koponen* 2007.

KonkL:n perusteluissa³³ viitataan TakSL 4 §:n määritelmään, jossa maksukyky on erotettu ylivelkaisuudesta: Maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan sitä, että velallinen on muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan nykyisiä erääntyneitä ja myös myöhemmin erääntyviä velkojaan. Ylivelkaisuudella tarkoitetaan sitä, että velallisen velat ovat suuremmat kuin varat. TakSL:n perustelujen mukaan velallisella olevia ja hänelle kertyviä varoja ja tuloja verrataan hänen olemassa oleviin ja odotettavissa oleviin velkoihin. Tämän perusteella arvioidaan, onko velallisella tai kertyykö hänelle riittävästi tuloja tai rahaksi muutettavaa omaisuutta velkojen maksamiseen. Jos velallisen varat ovat vähintään yhtä suuret kuin hänen velkansa, hän voi yleensä maksaa velkansa muuttamalla omaisuuttaan rahaksi. Poikkeuksellisesti hän voi olla maksukyvytön, jos hänen omaisuuttaan ei voida käyttää velkojen maksuun.³⁴ Oikeuskäytännössä ylivelkaisuuden on katsottu osoittavan maksukyvyttömyyden.³⁵

KonkL 2:1.2 §:n ja TakSL 4 §:n määritelmät eroavat siten, että ensimmäinen on nimenomaan ennuste, jälkimmäinen historiallinen asiointi.³⁶ Tätä kuvastaa TakSL:n perusteluiden keskittyminen omaisuuden realisointimahdollisuuksien arviointiin. KonkL:n arvioinnissa puolestaan käytännössä keskeisessä asemassa on usein se, saako velallinen luottoa tai muuta rahoitusta toimintansa jatkamiseksi. Rahoituksen saannissa se, että velallisen varat ylittävät velat, voi olla ratkaisevaa velallisen likviditeettiongelmissa huolimatta. Toisaalta velallinen voi olla maksukykyinen, vaikka velallisen varat olisivat velkoja pienemmät, jos varat riittävät erääntyneiden velkojen maksamiseen ja tulevan tulovirran arvioidaan kerryttävän riittävästi varoja myöhemmin erääntyvien velkojen maksamiseen. Myös mahdollisuus muuttaa velkojen maksuehtoja voi vaikuttaa velallisen maksukykyyn arviointiin.³⁷

Vaikka OYL:n perustelut sallivat velanoton varojenjako varten, maksukykyisyys ei voi perustua jatkuvaan velkaantumiseen tai mahdollisesti konsernirahoitukseen.³⁸ *Kontkanen* on arvioinut, että varojenjaon jälkeen tapahtuva velanotto liiallisen varojenjaon kor-

³³ HE 26/2003 vp., s. 37.

³⁴ HE 102/1990 vp., s. 47.

³⁵ *Mähönen – Villa* 2006b, s. 285–286.

³⁶ *Koulu ym.* 2007, II Konkurssioikeus, 3. Konkurssin edellytykset ja esteet, 3. Maksukyvyttömyys konkurssin yleisenä edellytyksenä. Tämä jako erottaa toisistaan yhtiö- ja rikosoikeuden ennakollisen toimintahetken arviointinäkökulman insolvenssioikeuden jälkikäteisestä näkökulmasta.

³⁷ HE 26/2003 vp., s. 37.

³⁸ *Tuomisto* 2002, s. 47–48.

jaamiseksi olisi ehdollisesti sallittua.³⁹ Myös *Airaksinen, Pulkkinen ja Rasinaho* huomauttavat, ettei ole ilmeisesti perusteltua katsoa maksukyvyttömäksi yhtiötä, joka kykenee saamaan lisärahoitusta.⁴⁰ Saman kannan on esittänyt *Lauriala*.⁴¹

Rahoitusta pääomamarkkinoilta hakeva yritys joutuu sopeutumaan markkinapaikan käytäntöihin ja ehtoihin, mikä vaikuttaa annettavan informaation laatuun ja määrään.⁴² Maksukykyisyyden viimekätisiksi arviointikriteereiksi nousevat nimenomaan vieraan pääoman rahoituksen saamisen edellytykset, koska vaikeassa rahoitustilanteessa oman pääoman lisäysmahdollisuudet on jo käytetty eikä yhtiön kannattavuus yleensä riitä täyttämään oman pääoman tuottovaatimusta. Viitteellistä tietoa luoton myöntämisen mahdollisuuksista saa tarkastelemalla pankkien tiedotteita, joissa painotetaan tulevaisuudennäkymiä, pankkiasioiden hyvää hoitamista, luottokelpoisuutta, takaisinmaksukykyä ja vakuuksia. Tärkeä objektiivinen merkitys on myös luottoluokitusyhtiöiden arvioilla.

Yhtiötä ei siis tulisi katsoa maksukyvyttömäksi, jos yhtiö pystyy saamaan tiedon suoraan rahoittajilta tai luotettavasti ja perustellusti päättämään ulkopuolisen luottoluokitusyhtiön antamista tiedoista, onko yhtiöllä varojenjaon jälkeen mahdollisuus saada lisää sellaista vierasta pääomaa, jonka kuluista yhtiö pystyisi selviytymään. Väitteeseen liittyy käytännöllisiä näyttämistä vaikeuksia, koska maksukyvyin alarajoilla vieraan pääoman sijoittajat tai rating-yhtiöt eivät pysty suorittamaan yrityksen arviointia summaarisesti. Siksi yksiselitteistä tietoa kohtuuhintaisen luoton saamismahdollisuuksista voi olla lähes mahdoton saada.

3.2 Ruotsi ja Suomi: painopisteenä yhtiön talous

Ruotsalainen velkojainsuoja rakentuu oman pääoman kattamisperiaatteen varaan. Pääomadirektiivin mukaista tasetestiä täydentää Ruotsin kansalliseen lainsäädäntöön perustuva yleinen varovaisuussääntö (ABL 17:3.2 §), jonka mukaan yhtiö saa jakaa varoja osakkeenomistajalle tai muulle taholle vain, jos varojenjako on perusteltavissa (*försvarlig*) ottaen huomioon vaatimukset, jotka toiminnan luonne, laajuus ja riskit asettavat

³⁹ *Kontkanen* 2006, s. 20.

⁴⁰ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007, s. 21.

⁴¹ *Lauriala* 21.9.2006.

⁴² *Blummé – Kaarenaja – Suontausta* 2007, s. 75.

omalle pääomalle, yhtiön taloudellisen aseman vahvistaminen, maksuvalmius ja yhtiön asema muutoin. Esitöiden mukaan erityistä varovaisuutta pitää noudattaa, kun kyseessä on yhtiö, jonka toiminnan tulos on vahvasti sidoksissa suhdanteisiin tai toiminta on muutoin riskipitoista.⁴³ Käsittelen seuraavassa kolmea säännöksessä mainittua tekijää: taloudellisen aseman vahvistamista, maksuvalmiutta ja muita tekijöitä.

3.2.1. Yhtiön taloudellisen aseman vahvistaminen

ABL:n *konsolidering*-käsitteellä tarkoitetaan yritystaloudessa yhtiön varallisuusaseman vahvistamista pitämällä voittovaroja yhtiön hallussa, mikä kohdentuu oman ja vieraan pääoman väliseen suhteeseen (l. vakavaraisuuteen). Tilannetta voidaan mitata erilaisten tunnuslukujen avulla. Ennen varojenjakopäätöstä on selvitettävä monipuolisesti yhtiön taloudellista asemaa ja yhtiön mahdollisuuksia pitkällä aikavälillä suoriutua velvoitteistaan. Mitä enemmän yhtiön varoista on rahoitettu omalla pääomalla, sitä vahvempi varallisuusasema yhtiöllä katsotaan olevan. Mitä laajempaa on toiminta, sitä suurempaa marginaalia yleensä tarvitaan.⁴⁴ Optimaalinen oman ja vieraan pääoman suhde on yhtiö- ja alakohtaista, sillä tuottavuus ja riski vaihtelevat suuresti niin lyhyellä kuin pitkällä ajanjaksolla.⁴⁵ Toisaalta varovaisuussääntö ei saa johtaa velvollisuuteen pitää liian suurta reserviä tilanteessa, jossa reservin ylläpitäminen haittaisi pääoman hankintaa osakeannilla. Päinvastoin, osakemarkkinoilla toimivassa yhtiössä on välttämätöntä harjoittaa johdonmukaista voitonjakopolitiikkaa. Pääoman hankinta osakemarkkinoilta saattaa olla huomattavasti tärkeämpää vakavaraisuudelle kuin voittovarojen pitäminen yhtiön reservinä.⁴⁶ Pitkän aikavälin strategia saattaa siis oikeuttaa maksukyvyyn tilapäisen loukkauksen. Arviointi eri intressien välillä jää tuomioistuinten yksittäisratkaisujen varaan.

Ratkaisevaa yhtiön riskinotto- ja tappionsietokyvyn kannalta on yhtiön *todellinen* eikä kirjanpidollinen vakavaraisuus. Tämä tarkoittaa sitä, että myös piilovaraukset on huomioitava säännöstä sovellettaessa.⁴⁷ Myös muut yhtiön tulevaan omavaraisuusasteeseen

⁴³ Prop. 2004/05:85, s. 382 ja 751.

⁴⁴ Prop. 2004/05:85, s. 751.

⁴⁵ *af Sandeberg* 2006, s. 179–180.

⁴⁶ *Andersson* 1995, s. 211–212. Erityisesti on huomattava alaviite 272, jossa Andersson huomauttaa, että peukalosääntöä ei pidä tietenkään aina noudattaa. Jos konsolidointitarve on niin suuri, että ainoa peruste voitonjaolle on, että sijoittajat eivät muuten olisi kiinnostuneita sijoittamaan yhtiöön, sijoittajien olisi pitänyt jo ymmärtää yhtiön herkkä tilanne. Jos yhtiön johto ei tällaisessa tilanteessa ymmärrä luopua varojenjaosta, sijoittajan on viisainta jättää investoimatta yhtiöön.

⁴⁷ Prop. 2004/05:85, s. 752.

vaikuttavat tekijät ja olosuhteet, kuten oman pääoman tuotto, tulosenusteet, tilauskanta ja investointitarve, on huomioitava.⁴⁸ Tietyillä toimialoilla, esimerkiksi pankkitoiminnassa, korkea omavaraisuus saattaa vaikuttaa tuottoon jopa negatiivisesti, jolloin konsolidointitarvetta on mitattava muilla keinoin, kuten pääoman kattamisasteella (oma pääoma / riskipitoiset saamiset).⁴⁹

Ruotsin hallituksen esityksestä käy hyvin ilmi, ettei vakavaraisuutta voida mitata vain yhdellä staattisella laskelmalla, vaikka siinä painotetaan omavaraisuusasteen merkitystä. Sen sijaan on epäselvää, tarkoitetaanko lausahduksella toiminnan laajuuden ja oman pääoman suojamarginaalin välisellä suhteella absoluuttista vai suhteellista marginaalia. Olisi ihmeellistä, jos suuret yhtiöt velvoitettaisiin ylläpitämään korkeampaa suhteellista omavaraisuusastetta verrattuna pienempiin yhtiöihin. Tämä olisi yhdenvertaisuuden vastaista. Tässä mielessä *Anderssonin* kommentti oman pääoman hankinnan tärkeydestä lieventää hallituksen esityksen kantaa.

3.2.2 Maksuvalmius

Maksuvalmius ilmaistaan yhtiön tarkastelukauden alun likvidien varojen ja tarkastelukauden tulorahoituksen suhteena tarkastelukauden lyhytaikaisiin velkoihin nähden. Laskutoimituksista tulee ilmetä, että yhtiöllä on ylijäämää varojenjaon jälkeen koko tarkastelukauden ajan, mukaan lukien *odottamattomat* tapahtumat ja tilapäiset vaihtelut maksuvirroissa. Varojenjako ei saa suorittaa niin suuressa määrin, ettei yhtiö kykene maksamaan tarkasteluajanjaksolla lyhytaikaisia kulujaan ja velkojaan. Samoin jos yhtiölle syntyy pysyvä verovelka, varojenjako estyy.⁵⁰ Sen lisäksi yhtiön varojenjako ei saa olla ristiriidassa yhtiön voitontuottamiskyvyn, investointisuunnitelmien tai pääoman hankinnan kanssa. Näin myös maksuvalmius on yhtiökohtaisesti määritettävä kysymys, johon vaikuttavat toiminnan luonne ja laajuus sekä riskit. Tarkasteltava aikaväli, yleensä joitakin kuukausia, vaihtelee mutta on kuitenkin lyhyempi kuin yhtiön taloudellisen aseman vahvistamisen osalta.⁵¹

⁴⁸ *Andersson – Johansson – Skog* 2003, s. 12:15.

⁴⁹ Prop. 2004/05:85, s. 752.

⁵⁰ Prop. 2004/05:85, s. 752.

⁵¹ *Andersson* 1995, s. 212–213. Erityisesti alaviitteessä 277 Andersson huomauttaa, että maksuvalmiuden arvioinnin apuvälineitä ovat liikepääoma (rörelsekapitalet), tasemaksuvalmius (balanslikviditeten) ja kassamaksuvalmius (kassalikviditeten). Andersson jatkaa, että on kuitenkin pidettävä selvänä mielessä, että varovaisuussäännön arviointi on vapaa merkityksessä, että arvioijan ei tarvitse – eikä todennäköisesti

Maksuvalmius on Ruotsissa maksukykytarkastelussa etusijalla, ja hallituksen esityksestä on luettavissa lyhyt- ja pitkäaikaisen rahoitussuunnittelun yhdistäminen myös operatiiviseen strategiaan. Laskutoimitusten osalta hallituksen esitys ottaa kantaa vain staattisiin maksuvalmiustunnuslukuihin. Ehkäpä yleisen viittauksen tarkastelukauden laskelmiin voidaan laveasti tulkita käsittävän myös dynaamiset laskelmat.

Ruotsin hallituksen esityksessä oudoksuttaa odottamattomia tapahtumia koskeva viittaus, joka on vahingonkorvausteorian näkökulmasta arveluttava. Terveen rationaalisen ajattelun mukaan yhtiöllä tulee olla reservissä varoja pahojen päivien varalle. Jos kuitenkin varojenjaon jälkeen tapahtuu odottamaton sattuma ja yhtiöstä tulee maksukyvytön, seurausta ei voitane lukea hallituksen syyksi, jos hallitus muutoin on toiminut varojenjaossa huolellisesti. Edellytyksenä tähän lopputulokseen on, ettei yhtiö ole ollut teon hetkellä maksukyvytön eikä hallitus ole tiennyt eikä olisi pitänyt kukaan tietää varojenjaon hetkellä sattuvista tapahtumista.

3.2.3 Yhtiön asema muutoin

Yleisvaatimuksena on lisäksi, että kaikki tunnetut asiaan vaikuttavat seikat, joilla voi olla merkitystä yhtiön taloudelliseen asemaan ja joita ei ole edellisten kriteerien yhteydessä tarkasteltu, tulee huomioida. Aikaisemman ABL:n varovaisuussäännöstä koskevien esitöiden mukaan muita tällaisia tekijöitä ovat esimerkiksi tilikauden tai tilinpäätöksen *jälkeiset* taloudellisessa asemassa tapahtuneet muutokset, tuotteiden menekkiin liittyvät vaikeudet ja merkittävät luottotappiot.⁵² Eräänä esimerkkinä on lisäksi annettu kansainvälisten tilinpäätösstandardien (lähinnä IFRS:n) soveltaminen yhtiön tilinpäätöksen laatimiseen.⁵³ ABL 18:4 §:ssä edellytetään nimenomaisesti, että hallitus laatii maksukykyisyydestä perustellun lausunnon ja ilmoittaa, onko käypiä arvoja käytetty arvostamisessa sekä kuinka suuri osa omasta pääomasta on arvostettu käypään arvoon. Yhtiön asemaan vaikuttavia tekijöitä voi toki sattua myös *tilikauden aikana*. Osittain näitä tietoja, jotka eivät suoraan ilmene tilinpäätöksestä, annetaan toimintakertomuksessa. Toimintakertomuksesta ilmenee yleensä vain asioita, jotka ovat toteutumisasteeltaan

myöskään pitää (bör) – seurata enemmän tai vähemmän vakiintuneita metodeja, joita käytetään tilinpäätösanalyysissä.

⁵² Andersson – Johansson – Skog 2003, s. 12:16.

⁵³ Andersson – Johansson – Skog 2006, s. 17:15.

todennäköisiä ja merkittäviä.⁵⁴ Toisin kuin vakavaraisuus ja maksuvalmius, ABL:ssa ei nimenomaisesti mainita kannattavuutta tarkastelun kohteena. Tämä kuitenkin voitanees sisällyttää muihin yhtiön taloudelliseen tilanteeseen vaikuttaviin seikkoihin.

3.2.4 Maksukyvyyn taloudelliset edellytykset suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa

Ruotsin tapaan suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on kannatettu enemmän tai vähemmän avoimesti maksukyvyyn arviointia taloudellisin kriteerein. Ongelmana on ollut, miten yhtiön taloudellisia toimintaedellytyksiä tulisi mitata. OYL:n esityöt korostavat tilinpäätöstä, mutta muitakaan arvioinnin mahdollistavia yksittäisiä informaatiolähteitä ei ole suljettu pois. Siksi *Mähönen* ja *Villa* painottavat tilinpäätösinformaation lisäksi noteeratun yhtiön viimeisintä osavuosisikatsausta, tulorahoitus-, maksuvalmius- ja vakavaraisuustunnuslukuja sekä rahoituslaskelmaa. *Mähönen* ja *Villa* lisäävät, että rahoituslaskelman avulla voidaan saada tietoa pääasiassa vain menneisyydestä, joten sitä täytyy tulkita tulevan maksukyvyyn arvioimiseksi.⁵⁵ *Airaksinen*, *Pulkkinen* ja *Rasinaho* painottavat tilinpäätöstietoja mutta suhtautuvat varautuneesti rahoituslaskelmaan toteamalla, että kaikilla yhtiöillä ei ole velvollisuutta laatia sitä.⁵⁶ *Blummé*, *Kaarenoja* ja *Suontausta* korostavat varsin yleisellä tasolla yhtiön talouden kehityslinjojen ja tulevaisuuden mahdollisimman tarkkaa ennustamista esim. tulos-, tase- ja kassavirtaennusteiden, rahoitusbudjettien sekä muiden toiminta- ja taloussuunnitelmien avulla.⁵⁷

Pelkkien tilinpäätösperusteisten tietojen ohella oikeuskirjallisuudessa on esitetty kaksi laskumallia arvioida maksukykyä. Ensimmäisen tavan mukaan tilinpäätöksen ohella käytetään taloudellisia tunnuslukuja. Taloudelliset kriteerit voidaan jakaa neljään eri osatekijään: kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja maksuvalmiuteen sekä yrityksen kasvuvauhtiin. Olen jo aikaisemmin suhtautunut tunnuslukujen käyttöön kriittisesti ja esittänyt painavat perusteet, miksi tiettyjen tunnuslukujen käyttöä tulisi suosittaa tai välttää. OYL:n 13:2 §:n tulkinnassa olen korostanut jatkuvuuden periaatetta ja ennakkollista näkökulmaa sekä laskumenetelmien relevanssia, tarkkuutta ja luotettavuutta. Näitä taustatekijöitä vasten olen katsonut, että kannattavuutta voidaan mitata tuotto prosenttilaskelmin, vakavaraisuutta dynaamisen aspektin huomioivien laskelmin sekä maksuvalmiutta

⁵⁴ *Andersson* 1995, s. 214 – 215; Prop. 2004/05:85, s. 384.

⁵⁵ *Mähönen – Villa* 2006b, s. 318–322.

⁵⁶ *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007, s. 22.

⁵⁷ *Blummé – Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 120.

pääasiassa rahoituslaskelmin. Lisäksi apuna voidaan käyttää lyhyen aikavälin kassanhoitosuunnitelmaa, jos yhtiön sisäinen laskenta toimii jatkuvasti, systemaattisesti ja riittävän luotettavasti.⁵⁸ Näiden laskelmien ongelmana on kuitenkin se, että ne kaikki saattavat antaa erisuuntaisia ja tulkinnoille alttiita viestejä yhtiön taloudellisesta tilanteesta, ts. niitä ei ole mitenkään integroitu toimimaan keskenään yhdenmukaisesti.

Erillisistä tunnusluvuista koostuvaa maksukykyisyydestä ovat yrittäneet kehittää Blummé, Kaarenoja ja Suontausta, mutta heidänkään testinsä ei ole ongelmaton. Testi sisältää oikeansuuntaisia asioita koostuen kolmesta osiosta, 1) yhtiön nykyistä taloudellista tilannetta arvioivasta osiosta, 2) tulevaisuudennäkymistä ja 3) riskeistä.⁵⁹

Ensimmäisen osion puute on se, ettei se ainakaan eksplisiittisesti sisällä yhtiön rahoitukselle elintärkeän *kannattavuuden* mittaamista eikä rahoitus- tai rahavirtalaskelmaa⁶⁰. Testissä mitataan tilikauden tulosta absoluuttisin määrin, mutta se ei yksinään kerro riittävästi kannattavuudesta, koska tilikauden tulosta ei ole suhteutettu yhtiön kokoon liittyviin tekijöihin. Näin ollen jää epäselväksi, missä määrin yhtiö tyydyttää oman pääoman sijoittajien tuottovaatimuksen ja pysyvätkö sijoittajat yhtiön rahoittajina. *Maksuvalmiuden* osalta testi mittaa vain quick ja current ratiota, joista etenkin current ratio saattaa johtaa harhaisiin tulkintoihin.⁶¹ Testi ei mitenkään huomioi dynaamista maksuvalmiutta, joka selviää parhaiten tilinpäätöksen jaksotusratkaisujen vaikutukset sivuuttavalla rahoitus- tai kassavirtalaskelmalla. Paradoksaalisesti tämä on todettu muualla kirjassa, mutta sitä ei ole otettu testin osaksi.⁶² Lopuksi on huomautettava johdon *moninkertaisen työn* vaarasta. Tulevaisuudennäkymiä ja riskejä selvitetään yleensä jo lakisääteisesti toimintakertomuksessa tai liitetiedoissa, ja lisäksi yhtiön johto voi angloamerikkalaisperäisen liiketoimintapäätösperiaatteen nojalla pääsääntöisesti luottaa tilinpäätöksen yhteydessä annettuun informaatioon, ellei johdolla ole erityistä syytä epäillä sen paikkansapitävyyttä.⁶³ Siksi yhtiön johto voinee vain viitata toimintakertomuksessa an-

⁵⁸ Jokinen 2007, s. 47–60 ja 64–74.

⁵⁹ Vrt. *Kaarenoja – Suontausta* 2007, jossa keskitytään vain maksuvalmiuden tarkasteluun. Tällainen yhden teeman tarkastelu ei ole mielestäni perusteltu. Vrt. myös *Blummé – Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 126–127, jossa käsitys on edellistä kirjoitusta monipuolisempi.

⁶⁰ Tulevaisuudennäkymät-osiossa mainitaan kassaennuste, mutta esim. KPA 2:1 §:n mukainen rahoituslaskelma koostuu liiketoiminnan, rahoituksen ja investointien rahavirroista, ei vain kassasta.

⁶¹ *Laitinen – Laitinen* 2004, s. 251–252.

⁶² *Blummé – Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 120 ja 174.

⁶³ Vrt. *Villa* 2007, s. 163–164.

nettuihin tietoihin ilman, että tavanomaisia liiketoimintaan liittyviä tulevaisuuden asioita tai riskiä pitäisi vielä toistaa seikkaperäisesti maksukykytestin yhteydessä.

Toista mallia edustaa *Ippo Kähkösen* maksukykyisyystesti, joka on alunperin laadittu RL 39:1 §:n velallisen epärehellisyyskriteeristönsä esitutkintakynnyksen arviointiin. Malli yhdistää kokonaisuudeksi maksukykyyn vaikuttavat eri taloudelliset tekijät eli omaisuusvarannot, tulo- ja menovirran sekä yhtiö- ja insolvenssioikeutta erottavat erilaiset aikaperspektiivit yhteen. Kähkösen mukaan päätöksentekotilannetta tulee arvioida etu- ja jälkikäteen samanlaisin kriteerein (*ceteris paribus*), koska vain siten voidaan selvittää maksukykyasema tai sen oleellinen huonontaminen.⁶⁴ Nähdäkseni Kähkösen malli antaa parhaan keinon maksukykyyn arviointiin, vaikka alkuperäistä mallia on muutettava yhtiöoikeuden käyttöön. Testiä voidaan siis käyttää maksukykyisyyden selvittämiseen, mutta sen käyttämistä ei kuitenkaan voitane *vaatia* yhtiön johdon käytettäväksi institutionaalisen tuen puutteeseen liittyvistä syistä. Sama institutionaalisen tuen puute vaivaa toki myös muita vain oikeuskirjallisuudessa esitettyjä testejä.⁶⁵

Vaikka erilaisia perusteltuja käsityksiä maksukykyisyydestin sisällöstä ja toteuttamisesta voidaan esittää, lähimpänä totuutta lienee Villa. Hän toteaa, että johto päättää itse, miten se maksukykyään arvioi, kunhan johto tietää maksukykyyn arviointivelvollisuudesta ja vahingonkorvausriskistä sekä toimii tuottamusolettaman ja liiketoimintapäätösperiaatteen sallimissa rajoissa.⁶⁶

3.3 Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Uusi-Seelanti: painopisteenä yhtiön johdon toiminta

Maksukykyisyydestit ovat tyypillisiä Yhdysvaltain yhtiöoikeudellisissa järjestelmissä. Varojenjakokäsite on määritelty MBCA 1.40 artiklassa, ja se vastaa pitkälti OYL:n sisältöä.⁶⁷ Varojenjaon osalta mallilaisissa tarkastellaan kahdessa vaiheessa, onko varojenjakoa sallittu vai ei. MBCA 6.40(c) artiklan mukaan varoja ei saa jakaa, jos yhtiö on 1) maksukykytön konkurssioikeudellisessa merkityksessä siten, ettei yhtiö kykene mak-

⁶⁴ *Kähkönen* 1998, s.124 ja 126.

⁶⁵ *Jokinen* 2007, s. 72–73.

⁶⁶ *Villa* 2007, s. 162.

⁶⁷ MBCA 2005, s. 6-57. Maksukykyisyydestin soveltamisala poikkeaa OYL:stä siltä osin, että maksukykytestiä sovelletaan kokonaisen tai osittaisen konkurssin tai vapaaehtoisen lopettamisen yhteydessä mutta ei transaktioihin, joissa yhtiön omia osakkeita jaetaan osakkeenomistajille.

samaan velkojaan niiden erääntyessä (*insolvency in the equity sense, solvency*) tai 2) jos velat ovat suuremmat kuin varat (*insolvency in the bankruptcy sense, insufficiency*). Lisäksi näyttää siltä, että ensimmäinen vaatimus (*solvency*) on implisiittisesti voimassa koko common law -järjestelmän alueella. Tämä näyttää seuraavan yleisistä *fraudulent conveyances / transfer* ja (*implied*) *trust fund* -teorioista.⁶⁸ Asetelma on Eurooppaan nähden käänteinen, koska tarkastelun painopiste on maksukykyisyydessä.

Useimmissa tapauksissa, kun yhtiö toimii normaalisti going concern -periaatteella, riittää yleisesti saatavilla oleva taloudellinen tieto maksukykyisyyden arvioimiseksi. Tällöin ei tarvita pitkälle meneviä tutkimuksia. Vaikka tase ja tuloslaskelma eivät yksin riitä arvioinnin tekemiseksi, merkittävän osakepääoman ja tavanomaisten liiketoimintolosuhteiden olemassaolo antavat vahvat lisäviitteet siitä, että mitään ongelmaa ei tule testissä esille. Jos a) yhtiössä on suoritettu normaali tilintarkastus, b) tilintarkastajan mielestä yhtiö säilyttää going concern -statuksensa ja c) lisäksi tulevista kielteisistä tapahtumista ei ole tietoa, yhtiö voi normaalisti jakaa varoja. Hallitukselle jää kuitenkin viimekätinen päätäntävalta, sillä MBCA 6.40(d) artiklan mukaan hallitus voi käyttää tase-erien arvostuksessa muutakin olosuhteisiin nähden kohtuullista arviointitapaa kuin hyväksytyjä tilinpäätösperiaatteita, vaikka valikoivaa tase-erien uudelleenarvostusta ei muutoin tavallisesti sallitakaan.⁶⁹

Vain silloin kun olosuhteet osoittavat, että yhtiö kohtaa vaikeuksia taikka sen maksuvalmiudesta tai operatiivisesta toiminnasta on epävarmuutta, yhtiön johdon tulee noudata toimensa huolellisuutta ja tehdä päätöksensä riittävästi informoituna (MBCA 8.30(b) artikla). Maksukykyisyyden arvioiminen on kokonaisvaltaista, joten ei ole olemassa yhtään yksiselitteistä testiä, jolla johto voisi suoriutua tehtävästään. Tässä hyödyllisenä apuvälineenä voidaan käyttää kassavirta-analyysyä, joka perustuu liiketoiminnan ennusteisiin ja budjettiin. Johto voi käyttää päätöksenteon apuna myös muiden laatimia tietoja, mielipiteitä, raportteja ja kannanottoja. Tavallisesti johdolta ei edellytetä perehtymistä relevanttien analyysien tai laskelmien yksityiskohtiin.⁷⁰

⁶⁸ Andersson 1995, s. 95 ja 123 alaviitteineen.

⁶⁹ MBCA 2005, s. 6-58 ja 6-60 – 6-62; Ks. jatkuvuuden periaatteen arvioinnista Suomessa: *Blummé – Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 82–85.

⁷⁰ MBCA 2005, s. 6-58 – 6-59.

Ellei mikään syy selvästi osoita toisin, arvioidessaan yhtiön liiketoiminnan tulevaisuuden näkymiä johtajat voivat luottaa ensinnäkin todennäköisyyteen, että olemassa olevaan ja suunniteltuun kysyntään perustuen yhtiö pystyy luomaan tarkasteluajavälillä riittävästi tuloja selviytyäkseen olemassa olevista ja kohtuudella odotettavissa olevista velvoitteistaan niiden erääntyessä. Toiseksi johtajat voivat olettaa, että velat, jotka erääntyvät lähiaikoina, kyetään rahoittamaan, kun yhtiön taloudellisen tilanteen, tulevaisuudennäkymien ja yleisen luoton saatavuuden perusteella on yleisesti kohtuullista olettaa, että rahoitusta on saatavilla. Jos yhtiötä vastaan saattaa olla tulossa vaadittuja tai vielä vaatimattomia ehdollisia velvoitteita, on arvioitava niiden todennäköisyyttä, määrää, perimisaikataulua ja tappioilta suojautumista.⁷¹

Johdon tarkastelunäkökulma ajoittuu lyhyelle aikavälille, ellei jokin erityinen tekijä anna aiheita arvioida asiaa pitkällä aikavälillä. Johtajia ei myöskään voida pitää vastuussa sellaisten asioiden huomiotta jättämisestä, joita ei voitu kohtuudella odottaa otettavan huomioon. Johdon tiedossa olleita asioita ja päätöksentekoa tulee arvioida sillä hetkellä, kun varojenjako hyväksytään, jos maksaminen tapahtuu 120 päivän kuluessa hyväksymisestä. Jos maksaminen tapahtuu yli 120 päivän kuluessa hyväksymisestä, arviointi tulee suorittaa maksamishetkellä.⁷²

Iso-Britannian ja Uuden-Seelannin maksukykyisyydestit vaikuttavat pitkälti samantavalla kuin USA:n testi.⁷³ Merkittävä poikkeus liittyy kuitenkin maksukykyisyyden julkistamiseen. Uuden-Seelannin yhtiöoikeudessa yhtiön hallitus (*directors*) on oikeutettu jakamaan varoja haluamallaan tavalla ilman yhtiökokouksen antamaa erityistä valtuutusta edellyttäen, että hallitus pystyy varmistautumaan kohtuullisin perustein (*reasonable grounds*) siitä, että yhtiö täyttää välittömästi jaon jälkeen tehdyn arvioinnin perusteella sekä tase- että maksukykyisyydestin vaatimukset. Johdon tulee kirjallisesti ja hyvin yksityiskohtaisesti selvittää, mihin informaatioon todistuksen antajien käsitys perustuu.⁷⁴ Samoin Iso-Britannian yhtiöoikeuden uudistamisprosessin aikana on ehdotettu maksukykyisyyden julkistamisvelvollisuutta, jonka mukaan johdolle asetettaisiin velvollisuus laatia pakollinen ja läpinäkyvä varojenjako-ohjelma (*agenda*). Vaatimus lisäisi muodollisia varojenjaon menettelyllisiä edellytyksiä ja johdon kuria, mutta vel-

⁷¹ MBCA 2005, s. 6-58 – 6-59.

⁷² MBCA 2005, s. 6-59 – 6-63.

⁷³ Rickford (ed.) 2004, s. 984.

⁷⁴ Villa 2007, s. 146–147 ja 164–165 alaviitteineen.

vollisuus ei saisi olla niin tiukka, että se lopettaisi legitiimit varojenjaot. Ohjelmassa yhtiö määritteli itse kriteerit, joiden perusteella varoja voitaisiin jakaa. Yksittäisen varojenjaon yhteydessä johto julkaisi maksukykyisyysvarmenteen (*certification*) taikka suorittaisi muun selvästi ilmenevän toimenpiteen. Varmenteesta tulisi käydä ilmi, että *johdon olosuhteisiin nähden asianmukaisen selvityksen perusteella varojenjaon jälkeen kohtuudella ennustettavan tulevaisuuden aikana yhtiön voidaan kohtuudella odottaa selviytyvän velvoitteistaan – ottaen huomioon yhtiön odotetut tulevaisuudennäkymät liiketoiminnan tavanomaisen kulun puitteissa*. Rickford esittää, että tällainen maksukykyisyysvarmenne tulisi rekisteröidä muttei tilintarkastaa.⁷⁵

Liityn Villan *de lege ferenda* suositukseen, jonka mukaan maksukykyisyysvarmenteen ottaminen Suomen lainsäädäntöön parantaisi yhtiön intressitahojen asemaa siten, että he saisivat tietoonsa, onko maksukykyisyystesti tehty, miten se on tehty ja mihin informaatioon sen tekeminen on perustunut.⁷⁶ Varmenne selkeyttäisi eri toimijoiden työnjakoa ja vastuuta: yhtiön johdolla olisi tällöin paras tieto yhtiön taloudellisista asioista ja tulevaisuudesta sekä tätä vastaava velvollisuus huolehtia maksukykyvystä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuksien sekä liiketoimintapäätösperiaatteiden puitteissa. Varmenteen laatiminen aiheuttaisi todennäköisesti johdolle transaktiokustannuksia, mutta samalla rahoituksen hinta saattaisi alentua, kun sijoittajien epävarmuus ja riski vähenisivät. Siksi yhtiöllä saattaisi siis olla oikeustaloustieteellisesti perusteltu intressi esittää tällainen varmenne.

4 Päätelmät

Suomessa oikeustieteen puolella maksukykyisyys ei voi tulla arvioitavaksi, ellei kyse ole OYL 13:1 §:ssä tarkoitettusta varojenjaosta, jonka lisäksi tarkastellaan sen liiketaloudellisia perusteita. Ruotsalaista määrittelyä mukaillen varojenjaolla tarkoitetaan määritelmällisesti tilannetta, jossa yhtiön varallisuus tosiasiallisesti ja markkina-arvoin mitattuna vähenee sen seurauksena, että yhtiö siirtää omaisuuttaan varallisuuspiirinsä ulkopuolelle yksipuolisesti ja kokonaan tai osittain vastikkeetta. Tällaiset liiketapahtumat voivat tapahtua suoraan tai epäsuorasti. Varojenjaosta on kyse lain tarkoittamassa mer-

⁷⁵ Rickford 2006, s. 175–176.

⁷⁶ Villa 2007, s. 169.

kityksessä, jos liiketoimi ei ole puhtaasti liiketaloudellisesti perusteltu, vastikkeiden välillä on huomattava epäsuhde ja yhtiön varallisuus vähenee.⁷⁷

Yleinen maksukyvyn arviointiin liittyvä ongelma on se, että OYL:n tarkoittaman testin tarkastelun tulee olla tulevaisuussuuntautunutta ja johdon toiminnan arviointiin keskittyvää. Maksukykyä arvioidaan tuomioistuimissa sen mukaan, mitä yhtiön johdon olisi pitänyt tietää varojenjaosta päätettäessä. Kähkönen on oikeassa siinä, että päätöksentekotilannetta tulee arvioida etu- ja jälkikäteen samanlaisin kriteerein, mutta päätöksentekohetken ja jälkikäteen arvioinnin näkökulmaerojen vuoksi yhtenäinen tarkastelu on kuitenkin vaikeaa, erityisesti tunnuslukuja käytettäessä.

Suomalaisessa lainsäädännössä maksukykyisyys esiintyy useissa yhteyksissä, joissa määritelmät ovat lähtökohtaisesti samat. Laeissa on havaittavissa tiettyjä näkökulmaeroja sen mukaan, tuleeko tilannetta tarkastella ex ante vai ex post -näkökulmasta. OYL 13:2, RL 39:1 ja KonkL 2:2.1 § vaativat ex ante -ennustamista, TakSL 4 § ex post -tarkastelua. OYL:n tulkintani lähtökohtana ovat RL:n ja KonkL:n säännökset, jotka perustuvat TakSL:a ja insolvenssioikeudellisia säännöksiä paremmin yhtiön jatkuvuuden arviointiin. Vaikeassa taloudellisessa tilanteessa yhtiön rahoittajiksi jäävät vieraan pääoman rahoittajat. Tällöin maksukyvyn viimekätiseksi kriteeriksi nousee yhtiön johdon käsitys luoton saamisen mahdollisuuksista, vaikka objektiivisesti uskottavan ja pitävän näytön esittäminen asiasta voi olla erittäin vaikeaa. Yhtiö voi saada tietoa luottokelpoisuudestaan suoraan vieraan pääoman rahoittajilta taikka rating-yhtiön luottoluokituksesta, joka muodostaa presumption, johon velkojat yleensä luottavat luottoa myöntäessään. Täten yhtiö voinee tehdä tietynlaisen ennusteen velkojan käyttäytymisestä varojenjaon jälkeen. Maksukykyisyys ei voi kuitenkaan perustua jatkuvaan velkaantumiseen tai konsernirahoitukseen.

Suomalaiseen maksukyky-käsitteen tulkintaan voidaan hakea johdatusta ulkomaisista oikeuksista, joissa erot näyttävät jakaantuvan päätöksentekohetken sisällöllisen ja jälkikäteen menettelyllisen tarkastelun painottumiseen. Nämä eivät kuitenkaan sulje toisistaan pois, vaan eroista on syytä olla tietoinen. Ruotsin esimerkki osoittaa yksittäiset yhtiön talouden sisällölliset kriteerit, joiden puitteissa johto voi täsmentää maksukyvyn

⁷⁷ Andersson – Johansson – Skog 2006, s. 17:4; Andersson 2005a, s. 48; af Sandeberg 2006, s. 174-176.

arviointia nimenomaan varojenjaosta päätettäessä. Sen sijaan johdon päätöksentekomenetely on saanut vähemmän huomiota. ABL:n säännöstä on pyritty lakiuudistuksessa selkeyttämään, joten se on käyttäjän kannalta informatiivisempi kuin OYL 13:2 §. Pääasiallinen huomio kiinnittyy siihen, että Ruotsissa maksukykyä arvioidaan oikeustieteenkin puolella taloudellisin kriteerein vakavaraisuuden, maksuvalmiuden ja muiden kriteerien valossa. Muut yhtiön taloudelliseen asemaan vaikuttavat seikat ja viittaus liiketoiminnan luonteeseen tuovat säännökseen tapauskohtaisen jouston, joka jättää arvioinnin viimekädessä täysin hallituksen harkinnan varaan. Ne myös tekevät mahdolliseksi sisällyttää tarkasteluun kannattavuuden arvioinnin, vaikka sitä ei muutoin säännöksessä mainitakaan.

Ruotsin mallissa myös lyhyen tähtäimen maksuvalmius on selkeästi yhdistetty pitkän aikavälin strategiaan. Varojenjako edellyttää laskelmien tekemistä siitä, että yhtiöllä on koko tarkastelukauden ylijäämää pitkän ajan investoinnit ja oman pääoman hankinnan sekä lyhyen ajan odottamattomat tapahtumat ja maksuvirtojen tilapäiset vaihtelut huomioiden. Muutoin edellytykset ovat perusteltuja, mutta pidän viittausta odottamattomiin tapahtumiin eräissä tapauksissa liian pitkälle menevänä. Johdon vastuuta rajaavana kriteerinä tulisi käyttää tavanomaisen liiketoiminnan puitteissa tapahtuvia kielteisiä asioita, jotka johto voi kohtuudella huomioida. Common law -järjestelmissä muunlaisia kuin tavanomaisia liiketoimintatapahtumia ei ole sisällytetty johdon maksukykyisyydestä huolehtimisen velvollisuuteen kuuluviksi. Tähän viitanee myös OYL 13:2 §:n seuraustunnuksen sanamuoto, että yhtiöstä tulee *varojenjaon* eikä siis tapaukseen liittyvien odottamattomien olosuhteiden vuoksi maksukyvytön. Johdolle ei tule asettaa kohtuuttomia tulevaisuuden arviointivaatimuksia, eikä analyysien tai laskelmien yksityiskohtiin tarvitse yleensä syventyä.

Päätelmäni on siis, että Suomessakin voidaan perustellusti soveltaa tiettyjä maksukykykymalleja ja tunnuslukuja, mutta näihin tulee kuitenkin suhtautua kriittisesti. Näistä malleista perustelluimpana pidän Ilpo Kähkösen integroitua maksukykykymallia, joka mukautetaan yhtiöoikeuden käyttöön. Vaihtoehtoisesti maksukykyyn tulevaisuuden kehityksen arvioinnissa voidaan käyttää apuna tilinpäätösperusteisia tunnuslukuja, jolloin kannattavuutta voidaan mitata tuotto prosenttilaskelmin, vakavaraisuutta dynaamisen aspektin huomioivien laskelmin ja maksuvalmiutta pääasiassa rahoituslaskelmin.

Yhdysvaltain yhtiöoikeudellisen mallilain sääntely perustuu business judgment rulen myötä Ruotsia selkeämmin jälkikäteiseen päätöksentekomenettelyn arviointiin.⁷⁸ Business judgment rulen sisältö ei ole kuitenkaan tällä hetkellä täysin selvä. Talouden sisällöllisen arvioinnin osalta yhdysvaltalaisyhtiön hallitukselle annetaan Ruotsia selkeämmin oikeus *luottaa* julkisesti saatavilla olevaan tietoon, joka tarkoittanee tilinpäätös- ja markkinainformaatiota, merkittävään osakepääomaan, tietoon toiminnan normaalista jatkumisesta sekä luoton saatavuuteen. Yhdysvaltain sääntely selventää myös ehdollisten saatavien ja vastuiden arviointia, joiden osalta rahoitussuunnittelutoiminnolle tai viimekädessä hallitukselle jää mahdollisuus arvioida niiden toteutumisen todennäköisyyttä ja suojaumiskeinoja.

Jos yhtiöoikeudellisia tapauksia päätyy suomalaisten tuomioistuinten ratkaistavaksi, niiden tulee ottaa kantaa siihen, arvioidaanko liiketoimintapäätösperiaatetta sovellettaessa pääasiassa hallituksen varojenjakopäätöksen sisältöä jälkikäteisesti vai päätöksentekomenettelyä. Näitä voi olla vaikea erottaa, mutta suositan päätöksenteon rajoittamista päätöksentekomenettelyyn, ellei tuomioistuimella ole yksittäistapauksessa perusteltua syytä ottaa kantaa päätöksen sisältöön. Näin on syytä tehdä toimivan liiketaloudellisen päätöksenteon turvaamiseksi.

Viimeinen ongelma liittyy siihen, miten suomalaisyhtiön maksukyvyyn tulisi selvittää sijoittajille, jotka näyttävät toistaiseksi olevan pitkälti omien analyysiensa varassa. Poikkeuksen muodostaa tilintarkastajien kannanotto tilintarkastuskertomuksessa, jos OYL 13:2 §:n rikkominen havaitaan. Tilintarkastajilla ei ole kuitenkaan kaikkea mahdollista tietoa yhtiön asioista, joten rikkomusta ei välttämättä huomata. Tilannetta voidaan ehdottaa korjattavaksi niin, että yhtiön johto, jolla on paras tieto yhtiön asioista, määrittelee varojenjaot sallivat yleiset kriteerit ja esittää varojenjaon yhteydessä erillisen maksukykyvarmenteen. Varmenne nostaisi jonkin verran johdon kustannuksia, mutta toisaalta se saattaisi selkeyttää sijoittajan riskipositiota ja laskea rahoituksen hintaa.

⁷⁸ Tämä jakautuminen saattaa olla seurausta oikeusjärjestelmien toiminnallisista eroista: Ruotsissa vain harva tapaus on päätenyt ylempiin oikeusasteisiin, kun taas Yhdysvalloissa oikeus toteutuu suuremmassa määrin tuomioistuinten välityksellä.

Lähteet

Kirjalliset lähteet

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa (2007): *Osakeyhtiö 2*. Talentum. Helsinki.

American Bar Association, Section of Business Law, Committee on Corporate Laws (2005): *Model Business Corporation Act with Official Comment and Statutory Cross-References, Revised through June 2005*. (MBCA 2005).

Andersson, Jan (2005a): *Kapitalskyddet i aktiebolag: en lärobok*. 5 upplagan. LitteraturCompagniet. Stockholm.

Andersson, Jan (2005b): *Det nya aktiebolagsrättsliga borgenärsskyddet – rättspolitiska funderingar*. *Nordisk Tidskrift for Selskabsret*. Årgång 2005. Nr. 3. Sivut 75–86.

Andersson, Jan (1995): *Om vinstutdelning från aktiebolag: en studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler*. Iustus. Uppsala.

Andersson, Sten – Johansson, Svante – Skog, Rolf (2006): *Aktiebolagslagen, En kommentar*. Del II. Supplement 1, October 2006. Norstedts Juridik. Stockholm.

Andersson, Sten – Johansson, Svante – Skog, Rolf (2003): *Aktiebolagslagen, En kommentar*. Del II. Supplement 2, Mars 2003. Norstedts Juridik. Stockholm.

Blummé, Nils – Kaarenoja, Ahti – Suontausta, Seppo (2007): *Maksukyky ja osakeyhtiön varojen jakaminen*. KHT-Media. Helsinki.

Bainbridge, Stephen M. (2004): *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. *Vanderbilt Law Review*. Volume 57. Issue 1. Sivut 83–130.

Hayton, David J. (2001): *Hayton and Marshall Commentary and Cases on the Law of Trusts and Equitable Remedies*. Eleventh Edition. Sweet & Maxwell. London.

Johnson, Lyman P.Q. (2005): *Corporate Officers and the Business Judgment Rule*. *The Business Lawyer*. Volume 60. Number 2. Sivut 439 – 469.

Jokinen, Juha (2007): *Osakeyhtiölain 13:2 §:n maksukykyisyydesti - kriittinen oikeustaloustieteellinen ja rikosoikeudellinen näkökulma*. Turun yliopisto.

Kaarenoja, Ahti – Suontausta, Seppo (2007): *Maksukyvyttömyys ja osakeyhtiön varojenjak*. *Defensor Legis* 2/07, Sivut 239 – 265.

Kandestin, Cory Dean (2007): *The Duty to Creditors in Near-Insolvent Firms: Eliminating the "Near-Insolvency" Distinction*. *Vanderbilt Law Review*. Volume 60. Sivut 1235–1272.

Keay, Andrew (2005): *Formulating a Framework for Directors' Duties to Creditors: An Entity Maximisation Approach*. *Cambridge Law Journal*. Volume 64. Issue 3. Sivut 614–646.

Kontkanen, Erkki (2006): Uuden osakeyhtiölain mukaiset voitonjakorajoitukset ja maksukyky varoja jaettaessa. Julkaisussa Tilintarkastus–Revision 6/2006. Sivut 17–21.

Koponen, Pekka (2007): Velallisen rikokset. Teoksessa *Talousrikokset*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. E-sarja N:o 16. Helsinki. Toim. Lahti, Raimo – Koponen, Pekka. Sivut 103–144.

Koulu, Risto – Havansi, Erkki – Korkea-aho, Emilia – Lindfors, Heidi – Niemi-Kiesiläinen, Johanna (2007): *Insolvenssioikeus*. Sähköinen kirja (rajoitettu käyttö). Jatkuvapäivitteinen. Viimeisin päivitys 29.8.2007. www.wsoypro.fi, viitattu 31.1.2007.

Kähkönen, Ilpo (1998): Velallisen epärehellisyysmallittaminen: Ongelmina esitutkintaan valikointi ja tunnusmerkistön taloudelliset käsitteet. *Keskusrikospoliisi*. Vantaa.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2006a): *Osakeyhtiö I – Yleiset opit*. WSOY. Helsinki.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2006b): *Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus*. WSOY. Helsinki.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2006c): *Osakeyhtiö III – Corporate Governance*. WSOY. Helsinki.

Mäkelä, Kaisa (2001): *Talouselämän rikokset, rikosoikeus ja kriminaalipolitiikka*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. E-sarja N:o 4. Helsinki.

Nuutila, Ari-Matti (1996): *Rikosoikeudellinen huolimattomuus*. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Laitinen, Erkki K. – Laitinen, Teija (2004): *Yrityksen rahoituskriisin ennustaminen*. *Enterprise Adviser -kirjasarja nro 30*. Talentum. Helsinki.

Lindholm, Tomas – Holmström, Tommy (2005): *Innebörden av aktiebolags styrelsemedlems s.k. fiduciary duty enligt finsk rätt – särskilt med hänsyn till offentliga köpebud*. *Tidningen för Juridiska Föreningen i Finland* 3/2005. Sivut 278–294.

Oakley, A.J (1998): *Parker and Mellows: The Modern Law of Trusts*. Seventh Edition. Sweet & Maxwell. London.

Rickford, Jonathan (2006): *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*. *European Business Organization Law Review*. Volume 7. Issue 1. Sivut 135 – 179.

Rickford, Jonathan (ed.) (2004): *Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*. *European Business Law Review*. Volume 15. Issue 4. Sivut 919–1027.

Salonen, Aki (2000): *Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus*. WSOY. Helsinki.

Salminen, Markku (1998): *Velallisen rikos*. WSOY. Helsinki.

af Sandeberg, Catarina (2006): Aktiebolagsrätten. Studentlitteratur. Lund.

Thévenoz, Luc (2007): Créer et gérer des trusts en Suisse après l'adoption de la Convention de La Haye. Teoksessa Journée 2006 de droit bancaire et financier. Schulthess. Zürich. Sivut 51–106.

Thévenoz, Luc (2001): Trusts en Suisse: Adhésion à la convention de La Haye sur les trusts et codification de la fiducie – Trusts in Switzerland: Ratification of the Hague Convention on Trusts and Codification of Fiduciary Transfers. Edition bilingue. Schulthess. Zürich.

Timonen, Pekka (1997): Määräysvalta, hinta, ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki.

Tuomisto, Jarmo (2002): Takaisinsaannista – Erityisesti maksun ja vakuuden peräytttämisestä konkurssissa. Talentum. Helsinki.

Vento, Harri (1994): Maksukyvyttömyys ja konkurssi rangaistavuuden edellytyksenä – Tutkimus konkurssirikoksista historian ja rikosoikeuden yleisten oppien valossa. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 197. Helsinki.

Villa, Seppo (2007): Maksukykyisyys- ja tasetesti osakeyhtiölain ja Uuden Seelannin yhtiölain mukaan. Teoksessa Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia VI. Ari Saarnilehto (toim.), Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Yksityisoikeuden sarja A:120. Turku.

Virallislähteet ja painamattomat lähteet

Hallituksen esitys Eduskunnalle takaisinsaantia konkurssipesään koskevaksi lainsäädännöksi 102/1990.

Hallituksen esitys Eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamiseksi 26/2003.

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 109/2005.

Hallituksen esitys Eduskunnalle tilintarkastuslaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi 194/2006.

Lauriala, Jari 21.9.2006. Haastattelu.

Regeringens Proposition 2004/05:85 Ny aktiebolagslag, annettu 10.3.2005.

Oikeustapaukset

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, Delaware 1984.

Cede & Co v. Technicolor Inc., 634 A.2d 345, Delaware 1993.

Smith v. van Gorkom, 488 A.2d 858, Delaware 1985.