

ALEKSI PEKKALA

VELKOJAKONTROLLI OSAKEYHTIÖSSÄ -
rahoitusoikeudellinen tutkimus velkojakontrollista ja sen juridisista riskeistä
suomalaisessa osakeyhtiössä.

Pro gradu -tutkielma
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Kauppaoikeus

LÄHTEET.....	4
KIRJALLISUUS	4
ARTIKKELIT	7
INTERNETLÄHTEET.....	8
LYHENTEET.....	8
1. ALUKSI.....	9
1.1 Kysymyksenasettelu.....	9
1.2 Käytettävä metodi.....	10
2. OSAKEYHTIÖSTÄ.....	11
2.1 Osakeyhtiömuodosta.....	11
2.2 Osakeyhtiön institutionaalinen kehys	12
2.2.1 Osakeyhtiön institutionaalisesta viitekehuksesta	12
2.2.2 Riskiposition pysyvyys ja luottamuksensuoja osakeyhtiössä.....	14
2.3 Osakeyhtiön rahoitus	18
2.3.1 Rahoituksen lajit.....	18
2.3.2 Pääomalajien periaatteelliset erot.....	20
2.3.3 Pääomalajien suhde riskiin ja tuottoon	21
2.3.2 Pääomalajien merkityksestä	23
2.4 Yhteenveto.....	27
3. VÄLIPÄÄOMAN MUODOSTAMINEN JA VELKOJA-ASEMAN HÄMÄRTYMINEN.....	32
3.1 Johdatus välipääomaan	32
3.2 Oma pääoma ja osake	33
3.2.1 Oman pääoman tunnusmerkit	33
3.2.2 Osake ja osakkeen omistaminen.....	34
3.2.3 Osakeyhtiön omistaja	38
3.3 Vieras pääoma ja velka.....	40
3.3.1 Vieraan pääoman tunnusmerkit.....	40
3.3.2 Luottosopimussuhde velkoja-aseman määrittäjänä.....	40
3.3.3 Luottosopimuksen kovenantit	42
3.3.3.1 Kovenantin määritelmä	42
3.3.3.2 Kovenanttien käyttötilanteista ja insenttiivistä	43
3.3.3.3 Informaatiokovenantit.....	46
3.3.3.4 Insenttiivikovenantit.....	48
3.3.3.5 Kontrollikovenantit.....	50
3.3.3.6 Kovenanttien ”rikkoutuminen”	53
3.4 Välipääoman informaatiovaje	54
3.5 Yhteenveto.....	56
4. VELKOJAKONTROLLI.....	57
4.1 Sallitun ja kielletyn kontrollin rajanvedosta.....	57
4.2 Sallittu formaali velkojakontrolli.....	58
4.3 Kielletty velkojakontrolli.....	59
4.4 Muutokset riskipositiossa	62
5. KIELLETYN VELKOJAKONTROLLIN JURIDISET RISKIT DE LEGE LATA	64
5.1 Läheisyysuhde velkojan ja velallisyhtiön välillä.....	64
5.1.1 Läheisyysuhteesta	64
5.1.2 Velkoja velallisyhtiön läheisenä.....	65
5.2 Konsernisuhteen syntyminen velkojan ja velallisen välille.....	68
5.3 Sisäpiiritiedon käyttö sekä yrityssalaisuuden ilmaiseminen.....	70
5.4 Kovenanttien kohtuullistaminen	71
5.5 Kontrollioivan velkojan vahingonkorvausvastuu.....	72

6. DE LEGE FERENDA	74
6.1 Velkojan samastaminen osakkeenomistajaan	74
5.3.1 Velkojan samastamisesta osakkeenomistajaan.....	74
5.3.2 Samastuksen perusteet.....	77
6.2 Välipääoman informaatiovajeen ratkaiseminen.....	81

LÄHTEET

KIRJALLISUUS

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa

Osakeyhtiölaki I, Hämeenlinna 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a).

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa

Osakeyhtiölaki II, Hämeenlinna 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b).

Anttila, Tapio

Pankki, riskit ja sääntely. Jyväskylä 1996 (Anttila 1996).

Griffiths, Gwendoline

International Acquisition Finance – Law and Practice, edited by Gwendoline Griffiths. Oxford University Press 2006 (Griffiths 2006).

Havansi, Erkki

Panttioikeus osakkeeseen. Vammala 1979 (Havansi 1979).

Havansi, Erkki

Luotto-oikeus: yleiset perusteet. Rovaniemi 1984 (Havansi 1984).

Helminen, Sakari

Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Hämeenlinna 2006 (Helminen 2006).

Huttunen, Allan

Yhdenmiehen osakeyhtiöstä. Helsinki 1963 (Huttunen 1963).

Kartio, Leena

Omistusoikeudesta osakeyhtiöoikeudessa. Teoksessa Juhlajulkaisu Juhani Kyläkallio 1930 – 14/3 – 1990. Turku 1990 (Kartio 1990)

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa

Moderni rahoitus. Vantaa 2004 (Knüpfer – Puttonen 2004)

Koski, Pauli – af Schulten, Gerhard

Osakeyhtiölaki selityksin I 1998. Helsinki 1998 (Koski – af Schulten 1998).

Kyläkallio, Jubani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle

Osakeyhtiö. Helsinki 2000 (Kyläkallio 2000).

Kyläkallio, Jubani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle

Osakeyhtiö. Helsinki 2008 (Kyläkallio 2008).

Lauriala, Jari

Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuusosoikeuden ympäristössä. Saarijärvi 2001 (Lauriala 2001).

Mähönen, Jukka

Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus. Helsinki 2005 (Mähönen 2005).

Mähönen, Jukka

Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Helsinki 2009 (Mähönen 2009).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö I – Yleiset opit. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006a).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006b).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö III – Corporate governance. Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006c).

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo

Osakeyhtiö IV – Osakeyhtiö ja verotus. Juva 2009 (Mähönen – Villa 2009).

Ovaska, Risto

Konkurssikäsitelmä. 2. painos. Jyväskylä 1991 (Ovaska 1991).

Pöyhönen, Juba

Uusi varallisuusosoikeus. Jyväskylä 2000 (Pöyhönen 2000).

Saarnio, Antti – Puttonen, Vesa – Eronen, Anne

Omistajalähtöinen johtaminen – Yritysjohdo ristitulessa. Porvoo 2000 (Saarnio ym. 2000)

Saarnilehto, Ari – Tuomisto, Jarmo

Luottosopimuksesta. Turku 1995 (Saarnilehto – Tuomisto 1995).

Saarnilehto, Ari ym.

Vastuun samaistuksesta ja muita kirjoituksia. Toim. Ari Saarnilehto, Turku 1996, (Saarnilehto ym. 1996).

Tammi-Salminen, Eva

Sopimus, kompetenssi ja kolmas: varallisuus oikeudellinen tutkimus negative pledge – lausekkeiden sivullisittomuudesta. Jyväskylä 2001 (Tammi-Salminen 2001).

Timonen, Pekka

Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Jyväskylä 1997 (Timonen 1997)

Tepora, Jarno

Yritysvarallisuuden myynti toiminnallisena kokonaisuutena velkojan suojan kannalta. Julkaistu osana teosta Asianajajan työkentältä – Från advokatens arbetsfält. Jyväskylä 1994 (Tepora 1994).

Toiviainen, Heikki

Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Jyväskylä 2002 (Toiviainen 2002).

Tuomisto, Jarmo

Takaisinsaannista: Erityisesti maksun ja vakuuden peräyttämistä konkurssissa. Jyväskylä 2002 (Tuomisto 2002)

Tuomisto, Tero

Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa – tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset. Turku 1999 (Tuomisto 1999)

Vandekerckhove, Karen

Piercing the Corporate Veil. Kluwer Law International, the Netherlands 2007 (Vandekerckhove 2007).

Villa, Seppo

Välipääomarahoitus. Jyväskylä 2001 (Villa 2001)

Villa, Seppo

Velkojan asema osakeyhtiössä. Saarijärvi 2003 (Villa 2003)

ARTIKKELIT

Bradley, Michael – Roberts, Michael R.

The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. Texas Finance Festival, March 11, 2004 (Bradley – Roberts 2004).

Hahn, David

The Roles of Acceleration. DePaul Business & Commercial Law Journal 229, Spring 2010 (Hahn 2010).

Huttunen, Allan

Omistuksen samaistuksesta. Julkaistu aiemmin teoksessa Sopimus, vastuu, velvoite - Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947–21/11–2007 sivut 127-142. Turku 2007 (Huttunen 2007).

Lauriala, Jari

Juniorvelkojan asemasta suomalaisessa osakeyhtiössä. Defensor Legis N:o 4/2010 (Lauriala 2010).

Lautjärvi, Kari

Suomalaisen yhtiön välipääomarahoitus. Defensor Legis N:o 1/2009 (Lautjärvi 2009).

Pöyhönen, Juha

Kohti uutta varallisuus oikeutta. Lakimies 4-5/1997, s.525-560 (Pöyhönen 1997).

Toiviainen, Heikki

Osakeyhtiön johtajan ja tilintarkastajan vastuusta. Lakimies 2/1995 (Toiviainen 1995).

Toiviainen, Heikki

Osakeyhtiölain varojenjakosäännösten tarkistaminen – kustannusten säästämistä oikeussuojaa heikentämällä ja selkeän vastuusäännösten selkiyttämistä säilyttämällä epäselvä substanssi. Edilex asiantuntijakirjoitukset 2009, rajoitettu saatavuus. (Toiviainen 2009).

Tung, Frederick

Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance. UCLA Law Review, 57 UCLA L. Rev. 115, October 2009 (Tung 2009).

Välimäki, Olli

Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta. Defensor Legis N:o 4/2010 (Välimäki 2010).

INTERNETLÄHTEET

Välimäki, Olli: Yritysrahoituksen relevantit kovenantit: Vakuuden arvioinnista kohti sopimusoikeudellisia riskienhallintamekanismeja. Talousoikeuden liseniaatintyö, Vaasan yliopisto. http://shop.yrigo.fi/WebRoot/OVK/Shops/0505200-90140662/MediaGallery/Yritysrahoituksen_relevantit_kovenantit_public.pdf
Viittauspäivä 15.10.2010

Patentti- ja rekisterihallituksen kaupparekisterin ”Yritysten lukumäärät kaupparekisterissä” –tilasto: <http://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>
Viittauspäivä 13.10.2010

Pk-yritysbarometri syksy 2010 –raportti.
<http://www.yrittajat.fi/fi-FI/suomenyrittajat/tutkimustoiminta/pk-yritysbarometri-2-2010>
Viittauspäivä 20.10.2010

Yritysten rahoituskysely 2009
http://www.ek.fi/www/fi/tutkimukset_julkaisut/2009/Yritysten_Rahoituskysely_2009.pdf
Viittauspäivä 20.10.2010

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360
HE	Hallituksen esitys
IAS	International Accounting Standards
KPA	Kirjanpitoasetus 30.12.1997/1339
KPL	Kirjanpitolaki 30.12.1997/1336
MJL	Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä 30.12.1992/1578
NJA	Nytt juridiskt arkiv
OikTL	Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
RL	Rikoslaki 19.12.1889/39
VML	Laki verotusmenettelystä 18.12.1995/1558
VahL	Vahingonkorvauslaki 31.5.1974/412
VOYL	Osakeyhtiölaki 29.9.1978/734

1. ALUKSI

1.1 Kysymyksenasettelu

Tarkastelen tutkielmassani välipääoman ehtoisen rahoituksen mahdollistamaa velkojakontrollia osakeyhtiössä. Erityisesti tarkastelun keskiöön nousevat oman pääoman osakkeenomistajalle tuottama *osakkeenomistajan oikeusasema* sekä vieraan pääoman velkojalle tuottama *velkojan oikeusasema*. Tutkimus koskee samalla erityisesti velkapohjaista välipääomaa, johon liitetään velan erityisehdoin, *kovenantein*, omalle pääomalle tunnuksenomaisia piirteitä. Kutsun tällaista hybridi-instrumenttia *oman pääoman ehtoiseksi velaksi*. Rajaan tutkimuksen ulkopuolelle osakepohjaiset välipääomainstrumentit, joiden muodostaminen on luonnollisesti myös mahdollista, ja joiden osalta tutkimukselle on olemassa tilaus.

Osakeyhtiön käytössä oleva pääoma jakaantuu yhtiön taseessa ja osakeyhtiön perinteisessä ajattelussa omaan ja vieraaseen pääomaan. Välipääomalla tarkoitetaan pääomaa, joka taloudellisen sisältönsä ja luonteensa puolesta sijoittuu oman ja vieraan pääoman väliin, ja on siten *sekamuotoista (hybrid capital)*. Hahmotan oman ja vieraan pääoman siten elementteittäin, että pidän omalle pääomalle ja siten osakkeenomistajan oikeusasemalle ominaisena esimerkiksi residuaalista jako-osuutta yhtiön tuottamasta lisäarvosta, osakkeenomistajan kontrollioikeuksia sekä oman pääoman viimesijaista asemaa pääomalajien välisessä maksunsaantijärjestyksessä. Sitä vastoin vieraille pääomalle pidän ominaisena esimerkiksi sopimusperusteisuutta, yhtiön tuottamasta voitosta riippumatonta kiinteämääräistä tuottoa (korko), kontrollioikeuksien puutetta sekä etusijaa maksunsaantijärjestyksessä suhteessa omaan pääomaan. Oman pääoman ehtoisella velalla voidaan tarkoittaa esimerkiksi sopimusperusteista instrumenttia, jonka tuotto on muutettu osingon kaltaisesti yhtiön voittoon sidotuksi, siihen on liitetty osakkeenomistajan oikeusasemalle ominaiset kontrollioikeudet ja se on alistettu oman pääoman tasolle pääomalajien välisessä maksunsaantijärjestyksessä. Sanotunlainen *rahoitusvälineiden räätälöinti* on mahdollista osakeyhtiön rahoituksessa voimakkaassa asemassa näyttäytyvän sopimusvapauden puitteissa, jonka mukaisesti rahoittaja sekä rahoitettava yhtiö saavat päättää vapaasti rahoitusvälineiden sisällöstä.

Kysymyksenasettelu on oman pääoman ehtoisen velan osalta se, onko velkaa tällöin enää pidettävä velkana vai onko se *de facto* sisältönsä perusteella muuttunut osakkeen kaltaiseksi? Mikä merkitys tällöin on annettava sille, että *muodollisesti*, esimerkiksi yhtiön tasetta ja tilinpäätöstä tarkasteltaessa velkojana näyttäytyvä taho on *sisällöllisesti* osakkeenomistajaan rinnastettava rahoittaja ilman osakkeen omistusta?

Toisaalta nostan tarkasteluun kontrolloivan velkojan vastuun. Voimassa olevan osakeyhtiölain systematiikassa, jossa välipääoman mahdollistaman velkojakontrollin mahdollisuus on jätetty täysin huomioimatta, vastuuasema seuraa vain niitä tahoja, jotka perinteisesti käyttävät osakeyhtiössä määräysvaltaa (OYL 22 luku). Teeman kannalta olennaisia tällaisia tahoja ovat (määräävät) osakkeenomistajat sekä yhtiön johto, jotka voivat olla määräysvallan käytöstä aiheutuneesta vahingosta korvausvelvollisia suhteessa yhtiöön tai sen etutahoihin. Havaittaessa, että määräysvallan käyttämisen osakeyhtiössä ei tarvitse perustua osakkeen omistamiseen tai muodolliseen asemaan yrityksen johdossa, syntyy vastuun osalta voimassa olevassa systematiikassa oikeudellinen tyhjiö; velkojan on mahdollista käyttää määräysvaltaa opportunistisesti hyväkseen muiden etutahojen kustannuksella ilman *yhtiöoikeudellista* vastuuta. Tarkastelen vastuuta *de lege lata* yhtiöoikeuden ulkopuolisten normien nojalla ja osin yhtiöoikeuden sisällä *de lege ferenda* niin sanotun samastusteen kautta, jossa pohditaan mahdollisuutta velkojan samastamisesta osakkeenomistajaan.

Välipääoman toiseksi keskeiseksi ongelmaksi vastuun ohella nousee siihen rakenteellisesti liittyvä informatiovajaus. Osakeyhtiön tilinpäätöksen ja sen liitetietojen tarkoitus on antaa riittävä ja oikea kuva yhtiön tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Kun taseessa pääoma jaetaan omaan ja vieraaseen pääomaan, herää kysymys välipääoman kirjanpidollisesta kohtelusta. Onko jako omaan ja vieraaseen pääomaan enää riittävä ja miten ongelma tulisi ratkaista?

1.2 Käytettävä metodi

Informaation merkitys on tutkielman teeman kannalta olennainen. Hahmotan osakeyhtiön sen toimintaympäristön huomioonottavalla riskipositioperusteisella tarkastelutavalla, jossa osakkeenomistaja ja velkoja ymmärretään taloudellisina toimijoina, jotka molemmat sijoittavat kohdeyhtiöön pääomaa. Ero osakkeenomistajan ja velkojan välillä riippuu tällöin *raboituksen ehdoista, osakeyhtiön institutionaalisesta kehyksestä sekä rahoittajan kyvystä neuvotella itselleen suoja suhteessa muihin toimintaympäristön etutahoihin*. Näistä seikoista on kyse osapuolten riskipositioissa. Riskipositioajattelu on realistinen tapa tutkia osakeyhtiötä sen liiketoiminnallisessa kontekstissa – tavalla, jonka monet tutkijat epäonnistuvat huomioimaan tutkiessaan osakeyhtiötä oikeusdogmatiikkaan ja lain sanaan viimeiseen hengenvetoon asti tarrautuvassa tutkimuksessaan. Osakeyhtiötä ei voi erottaa sen liiketoiminnallisesta kontekstista ilman vaaraa siitä, että tarkastelu jää todellisuudesta irralliseksi jossain oikeudellisessa ”tilassa” tapahtuvaksi tutkimukseksi.

Oman pääoman ehtoista velkaa, velkojakontrollia tai velkojan samastamista osakkeenomistajaan ei ole säännelty laissa. Osakkeenomistajan ja velkojan oikeusasemien hämärtyminen tunnistaminen edellyttää

raboitusoikeudelliselle tarkasteluotteelle ominaiseen tapaan irrottautumista osakeyhtiöajatteluun pinttyneistä muodollisista käsitteistä ja lainalaisuuksista ja tilan tekemistä uuden varallisuus oikeuden sekä tilanne- ja toimijakohtaisen *law in context* –ajattelun teeseille. Vasta tällöin tutkijan on mahdollista irrottautua perinteisistä todellisuudesta vieroittautuneista muotoon takertuvista ajatusmalleista, ja hahmottaa osakeyhtiö ja sen toimijat heidän taloudellisten suhteiden *sisällön perusteella* realistisesti. Korostan tutkimuksessa sitä yleistä metodillistakin lähtökohtaa, että oikeudelliselle muodolle tulee antaa oikeussuhteiden kuvaamisessa ja arvioinnissa vain rajattu merkitys niissä tapauksissa, joissa oikeussuhteen sisältö ei vastaa sille annettua oikeudellista muotoa (*substance over form*).

Oman pääoman ehtoisia hybridilainoja on käytössä noin kymmenessä suomalaisessa pörssiyhtiössä.

2. OSAKEYHTIÖSTÄ

2.1 Osakeyhtiömuodosta

Osakeyhtiö on Suomen merkittävin yhtiömuoto. Tätä tutkielmaa tehtäessä syksyllä 2010 Suomessa oli rekisteröitynä 210 416 osakeyhtiötä, joka on yli neljä kertaa enemmän kuin esimerkiksi avoimia ja kommandiittiyhtiöitä yhteensä.¹ Osakeyhtiö, avoin yhtiö ja esimerkiksi kommandiittiyhtiö ovat *yhtiömuotoja*, eli välineitä jonkin yritystoimintaa harjoittavan, useimmiten taloudellista hyötyä tavoittelevan yhteenliittymän päätöksenteon, hallinnon, intressitahojen välisten vastuusuhteiden, varainhankinnan ja –jaon sekä muiden yrityksen tarkoituksen saavuttamiseksi tärkeiden seikkojen organisoimiseksi.²

Osakeyhtiöitä (sekä julkisia että yksityisiä) koskevat säännökset ovat osakeyhtiölaissa (21.7.2006/624), jonka tarkoituksena on tarjota osakeyhtiömuodossa toimiville yrityksille sellainen joustava viitekehys, jonka puitteissa yritys voi järjestää toimintansa tehokkaasti ja tarkoituksenmukaisesti, kerätä ja hallinnoida pääomaansa sekä tarjota riittävän suojan toimintaympäristönsä etutahoille³ kuten velkojille ja vähemmistöosakkeenomistajille. Tehokkuuden ja tarkoituksenmukaisuuden toteutumisen edellytys on joustavuus, joka on osakeyhtiölaissa toteutettu keventämällä erilaisia rajoituksia ja muotomääräyksiä,

¹ Kaupparekisterin 30.6.2010 julkaiseman tilaston mukaan Suomessa oli rekisteröitynä 35532 kommandiittiyhtiötä ja 12643 avointa yhtiötä.

² Mähönen – Villa 2006a, s. 172

³ Osakeyhtiön etu- tai intressitahoilla tarkoitetaan osakeyhtiössä (laajasti ymmärrettynä) mukana olevia tahoja kuten osakkeenomistajia, johtoa, velkojia, työntekijöitä ja muita avainhenkilöitä, sopimuskumppaneita, julkista valtaa sekä asiakkaita. Ks. etutahoista esim. Villa 2001, s.78-107 sekä intressitahon käsitteestä Pöyhönen 2000, s.173.

sekä laajentamalla sopimusvapautta ja lisäämällä tahdonvaltaisten säännösten sekä yleisten periaatteiden roolia.⁴

Osakeyhtiötä kutsutaan yleisesti pääomayhtiöksi, koska osakeyhtiölle yhtiömuotona on ominaista tietty vähimmäispääoma (OYL 1:3.1 §) ja osakeyhtiötä koskevan sääntelyn tärkeä osa ovat pääoman pysyvyyttä koskevat säännökset (OYL 1:3.2§, 13:1–3§:t ja 13:5§ sekä 14:2§). Samoin osakeyhtiön toiminta perustuu pitkälti pääomaan, osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen asema yhtiössä määrittyy ainakin muodollisesti juuri sijoitetun pääoman (oma pääoma, vieras pääoma, työpanos, aika yms.) perusteella ja suuri osa osakeyhtiötä koskevasta sääntelystä liittyy pääoman hankkimiseen, pysymiseen yhtiössä, sen jakamiseen sekä pääoman sijoittajien suhteisiin toisiinsa. Pääoman merkitys juuri osakeyhtiössä on siis erityisen korostunut.

2.2 Osakeyhtiön institutionaalinen kehys

2.2.1 Osakeyhtiön institutionaalisesta viitekehuksesta

Yritystoiminta voidaan siis järjestää usealla tavalla, osakeyhtiömuodon ollessa vain yksi oikeusjärjestyksen tarjoama tapa pääoman keruun ja hallinnoinnin järjestämiseksi, eikä liiketaloudellisesti arvioiden yrityksen tuloksen muodostuminen ole sidoksissa siihen, missä oikeudellisesti määrättyssä muodossa yritystoimintaa harjoitetaan. Silti juuri osakeyhtiö on edellä esitetysti valikoitunut Suomen merkittävimmäksi yhtiömuodoksi, joten onkin perusteltua kysyä, *mikä merkitys sille on annettava, että liike-elämän toimijat tekevät tämän valinnan osakeyhtiömuodon käyttämisestä ja mitä valinta tosiasiallisesti merkitsee?* Vastaus hahmottuu tarkastelemalla osakeyhtiötä institutionaalisenä järjestelynä.

Osakeyhtiön institutionaalisessa järjestelyssä yhteiskunta säätelee yrityksen organisoimiseksi sekä yrityksen ja sen intressitahojen välisten relaatioiden hallitsemiseksi yhteiset pelisäännöt, jotka ohjaavat toimijoiden käyttäytymistä organisaatiossa ja jotka antavat yrityksen etutahoille oikeuden ja mahdollisuuden olettaa osakeyhtiömuotoon organisoidun yrityksen noudattavan kaikessa liiketoiminnassaan osakeyhtiön institutionaalisen viitekehysten mukaisia yhteisiä pelisääntöjä.⁵ Kyse on siis julkisen vallan luomasta perustellusta käsityksestä siitä, missä rajoissa osakeyhtiö liiketoiminnassaan toimii ja miten osakeyhtiön toimintaympäristön etutahot kuten osakkeenomistajat, johto, velkojat, työntekijät ja tavarantoimittajat normaalisti ja tavanomaisesti toimivat. Perustellun käsityksen luominen vähentää osapuolten sopimus-

⁴ HE 109/2005, s.16-18

⁵ Villa 2003, s.23 sekä laajemmin Mähönen – Villa 2006a, s.267-297

ja transaktiokustannuksia, koska osapuolten ei ole tarpeen sopia kaikesta erikseen institutionaalisen kehyksen asettamien pelisääntöjen ollessa kaikille selvät.

Kenellä tahansa osakeyhtiön muotoon järjestetyn yrityksen kanssa sopimus- tai muuhun oikeussuhteeseen ryhtyvällä esimerkiksi velkojalla, on siis oikeusjärjestyksen muodostamaan perusteltuun käsitykseen nojaten oikeus luottaa siihen, miten hänen asema osakeyhtiössä on järjestetty suhteessa osakeyhtiön muuhun toimintaympäristöön ja etutahoihin. Institutionaalisella kehyksellä ja yhteisten pelisääntöjen pysyvyydellä on erityistä merkitystä juuri osakeyhtiön kaltaisen pääomayhtiön rahoituksessa, sillä kehys määrittää yhtiön pääomarakenteen sisällön ja yritykseen tehtävien sijoitusten kannattavuuden, sekä yksittäisten rahoittajien aseman suhteessa muihin rahoittajiin sekä yhtiön liiketoiminnasta vastaaviin tahoihin.⁶

Tätä perusteltua, osakeyhtiön institutionaaliseen kehykseen perustuvaa käsitystä kuvataan riskiposition käsitteellä sekä perustellun odotuksen periaatteella. *Riskipositiolla* tarkoitetaan sitä, minkä sisältöinen käsitys osakeyhtiön etutaholla on muodostettavissa osakeyhtiötä koskevassa kokonaisjärjestelyssä kunkin etutahon aseman normaalista sisällöstä ja luonteesta.⁷ Esimerkiksi muodostettaessa käsitys velkojan ja osakkeenomistajan aseman normaalisisällöstä, voidaan arvioinnissa tukeutua osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen tarjoamiin velan ja vieraan pääoman sekä osakkeen ja oman pääoman normaaleihin ja tavanomaisiin tunnusmerkkeihin, kuten siihen että vain osakkeenomistajalla on kontrolloiva asema ja residuaalinen tuotto-oikeus yhtiössä tai toisin päin niin, että velkoja ei ota osaa yhtiön johtamiseen eikä riskinottoon, vaan päinvastoin hillitsee yhtiön johdon riskinottohalukkuutta.⁸ *Perustellun odotuksen periaate* on yksi oikeudenmukaisuuden käsitteen keskeisistä merkitysisällöistä.⁹ Perustellun odotuksen periaatteen mukaisesti ”kullekin on annettava ne etuudet ja asetettava ne raskaudet, joiden hän voi perustellusti odottaa tulevan osakseen muiden aikaisemmin saaman kohtelun perusteella.”¹⁰ Perustellun odotuksen periaate sisältää siis ajatuksen edellä mainitusta instituutioihin liittyvästä luottamuksesta, jonka perusteella osakeyhtiön etutahot saavat *ennalta* arvioida osakeyhtiön

⁶ Villa 2003, s.23

⁷ Mähönen – Villa 2006a, s.178. Ks. perusteellinen riskiposition käsitteen avaus Pöyhönen 2000, s.177-184

⁸ Velkojan normaalin riskiposition sisällön mukaisesti velkoja voidaan nähdä yhtiön johdon ”ylimääräistä” riskinottoa hillitseväenä tahona, sillä velkojan intressissä on valvoa, ettei yhtiön maksukyky vaarannu johdon liiallisen riskinoton seurauksena. Ks. Mähönen – Villa 2006a, s.233-236

⁹ Ks. esim. Timonen 1997, s.84, jossa viitataan *Erik Ahlmanin* vuonna 1943 kirjoittamaan ”Oikeudenmukaisuus ja sen suhde moraaliin” –teokseen.

¹⁰ *Ibid.* s.85

toiminnan pelisääntöjä. Periaate on osa yleistä oikeudenmukaisuuden periaatetta, jonka vähintäänkin pitäisi leimata kaikkea ihmisten välistä toimintaa.¹¹

Näkemykseni mukaan juuri tässä avautuu osakeyhtiömuodon valinnan merkitys; oikeusjärjestys antaa liike-elämän toimijoille tietynasteista pysyvyyttä nauttivan instituution, jolloin toimijoiden annetaan mahdollisuus perustaa käsityksensä ja luottamuksena näihin julkisen vallan asettamiin pelisääntöihin. Kyse ei ole ainoastaan organisaatioiden mallintamisesta ja varmuuden lisäämisestä, vaan merkittävällä tavalla transaktio- sekä valvontakustannusten vähentämisestä.¹² Kaikesta ei tarvitse sopia eikä etutahojen tarvitse jatkuvasti monitoroida toisiaan valvontakustannuksia synnyttävällä tavalla toimiessaan osakeyhtiömuotoon järjestetyn yrityksen toimintaympäristössä.

Riskipositioperusteisessa analyysissä luottamus ja luottamuksen suoja oikeusjärjestyksen tarjoamaan institutionaaliseen viitekehykseen ovat korostuneessa asemassa, sillä institutionaalisen kehyksen merkitys olisi olematon ilman siihen kohdistuvan luottamuksen suojaa. Luottamuksensuojaa osakeyhtiössä kuvaavat esimerkiksi yleiset pääomalajien välistä maksunsaantijärjestystä koskevat säännökset sekä esimerkiksi yhtiössä määräysvaltaa käyttävien tahojen vastuuasemaa suhteessa mahdollisesti loukattuihin tahoihin nähden määrittävät säännökset kuten OYL 22 luku, joiden tarkoituksena on ensisijaisesti asettaa rajat (pelisäännöt) osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen toiminnalle ja toisaalta korjata oikeudellisesti mahdolliset perustellun luottamuksen loukkaukset.

2.2.2 Riskiposition pysyvyys ja luottamuksensuoja osakeyhtiössä

Riskiposition pysyvyydellä tarkoitetaan osakeyhtiön etutahojen oikeutta luottaa siihen, että toimintaympäristön muiden toimijoiden toiminta ja riskipositio, sekä asetetun pääoman suhde riskiin pysyvät tietyn normaalivaihtelun sisällä. Sanotun vaihtelualueen tulee olla kohtuudella ja kohtuullisin kustannuksin selvitettävissä yhtiötä koskevasta informaatiosta, kuten tilinpäätöksestä, toimintakertomuksesta, osavuosi- ja vuosikatsauksista, esitteistä sekä yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvasta informaatiosta.¹³

Riskiposition pysyvyys liittyy siis kiinteästi etutahojen suhteeseen yhtiöstä saatavaan *informaatioon*; mikäli tietyn etutahon tai etutahojen riskipositio muuttuu, on muiden etutahojen saatava tästä muutoksesta

¹¹ Lienee mahdollista tässä argumentoida, että yritystoiminnassa moraalille ja oikeudenmukaisuudelle ei ole sijaa, sillä yritystoiminnan pääsääntöinen voitontuottamistarkoitus perustuu osapuolten väliseen kilpailuun, missä moraalille ei yleensä anneta kovin suurta painoarvoa. Mielestäni tässä on vedettävä raja taloustieteen argumenttien käytölle juridisessa kontekstissa; tehokkuus ja voiton maksimoiminen ei koskaan voi ylittää oikeudenmukaisuuden tavoitetta.

¹² Villa 2003, s.23

¹³ Mähönen – Villa 2006a, s.180

tieto voidakseen sopeuttaa oman riskipositionsa muuttuneisiin olosuhteisiin. Sanottu on luonnollista hahmotettaessa osakeyhtiö pääomayhtiönä, tai pikemminkin *markkinapaikkana, jossa yhtiön toimintaympäristön toimijoiden pääomapanokset kohtaavat*. Tällöin osakeyhtiön etutahot hahmotetaan sijoittajina ja heidän toimintansa osakeyhtiössä sijoitustoimintana. Oikeus yhtiötä koskevaan informaatioon on tällöin osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen olennainen sijoitukseen liittyvä riskinhallintaväline, sillä riskipositoiden valvonta ja oman riskiposition sopeuttaminen suhteessa muihin etutahoihin tapahtuu juuri yhtiötä ja sen taloudellista tilaa koskevan informaation avulla. Etutahojen suhde informaatioon on pitkälti kiinni toimijoiden kyvyistä neuvotella itselleen muita etutahoja voimakkaampi asema, mutta myös osakeyhtiön institutionaalinen kehys vaikuttaa tiedon saantiin, koska yhtiön liiketoiminnasta vastaavalla *jobdolla*¹⁴ on erilaiset informaatiovelvoitteet eri intressitahoja kohtaan.

Luonnollisesti sijoitustoiminnassa merkitystä on myös kontrollilla sijoituksen kohteeseen ja onkin ajateltavissa, että mitä suurempi riski sijoituksen kohteeseen liittyy, sitä enemmän on sijoittajan intressissä kontrolloida sijoituksen kohteen liiketoimintaa. Myös tässä osakeyhtiötä koskevan institutionaalisen kehyksen merkitys on suuri, sillä kontrolli on kehyksessä allokoitu eri toimijoiden välillä eri tavalla, ja on selvää enemmistössä oleva osakkeenomistaja kykenee kontrolloivan asemansa vuoksi vaikuttamaan yhtiön ja johdon toimintaan eri tavalla kuin esimerkiksi vähemmistöosakkeenomistaja tai velkoja.¹⁵

Neuvotteluasemalla ja –voimalla on juuri informaation kannalta suuri merkitys ja voidaankin sanoa, ettei vieraan pääoman ehtoinen rahoittaja ole tässä suhteessa välttämättä heikoimmillaan. Rahoittajan ollessa pankki, jo luotonantoon tavanomaisesti kuuluvien käytäntöjen perusteella yhtiö velvoitetaan luottosopimuksen ehdoilla tuottamaan pankille erityistä jatkuvaa informaatiota yhtiön maksukyvyistä. Tämä johtuu luottosuhteen erityispiirteestä nähtävästä pitkäkestoisuudesta¹⁶, sillä velan takaisinmaksu (yhtiön maksukyky) riippuu tulevaisuuden kassavirroista, joihin liittyy aina tietynsisältöisiä epävarmuustekijöitä, jolloin paitsi *luottobarkinta* myös luoton monitorointi luottosuhteen aikana on erityisesti riippuvainen yhtiön taloudellista tilaa koskevasta informaatiosta.

Lisäksi luotonanto keskittyy usein tilanteisiin, jossa rahoitettavan yrityksen taloudellinen asema on heikko. Tällaisissa tilanteissa rahoittaja voi normaalin informaation tuottamisen lisäksi vaatia luottosopimuksen osaksi niin sanottuja *informaatiokovenanteja*, eli luottosopimuksen erityisehtoja,

¹⁴ Jobdolla tarkoitetaan tässä yhtiön hallitusta sekä mahdollisia toimitusjohtajaa sekä hallintoneuvostoa (OYL 6:1§).

¹⁵ Informaation merkityksestä laajemmin Mähönen – Villa 2006a, s.199.

¹⁶ Ks. pitkäkestoisuuden lähtökohdista ja erityispiirteistä riskipositioperusteisesta näkökulmasta esim. Tuomisto 1999, s.41-44.

joiden tarkoituksena on velvoittaa kohdeyhtiön johto aktiivisesti ja hyvissä ajoin tuottamaan pankille informaatiota luottosuhteen aikana esiin tulleista ongelmista, riskeistä sekä haasteista.¹⁷ Taloudellisten vaikeuksien aikana rahoittajan neuvotteluasema ja vipuvaikutus (*leverage*) on voimakas, sillä yhtiön vaihtoehdot voivat käytännössä jakaantua konkurssin tai pankin ehtojen noudattamisen välille. Kohdeyhtiön velkojan kyky reagoida riskipositivien muuttumiseen voi siten olla esimerkiksi suhteessa yhtiön osakkeenomistajiin, jotka saattavat omistuksensa määrästä riippuen olla informaation osalta käytännössä yhtiötä koskevan julkisen tiedon varassa. Epäsuhta etutahojen riskipositivien välillä kasvaa luotonannossa entisestään erityisesti silloin, kun velkojalle on erityisen informaation lisäksi annettu kovenantein mahdollisuus kontrolloida yhtiön liiketoimintapäätöksiä ja hallitusta (*kontrollikovenantit*).¹⁸ Tällöin on mahdollista, että velkojan riskipositio muuttuu enemmän osakkeenomistajan kuin velkojan riskipositivien muistuttavaksi ilman että yhtiön muilla etutahoilla on mahdollisuuksia reagoida tähän yksittäisen etutahon riskipositivien muutokseen. Tällöin etutahojen luottamuksensuoja on edellä esitettyjen teesien mukaisesti vaarantunut ja tarve mahdollisten oikeudenloukkauksien korjaamiselle saattaa aktualisoitua.

Kuten sanottu, riskipositivien pysyvyys ja luottamus osakeyhtiön institutionaaliseen kehykseen olisi vailla merkitystä, jos etutahojen luottamusta ei suojattaisi. Ajatus kytkeytyy luottamuksensuojaperiaatteeseen, joka on yksi uuden varallisuus-oikeuden keskeisistä periaatteista. Periaatteen ydinajatus on, että johdonmukaisesti noudatetut toimintalinjat luovat toiminnassa mukana oleville perusteita, joiden varaan toimijat saavat muodostaa odotuksia suhteessa toisiin toimijoihin.¹⁹ Luottamuksensuoja ehkäisee kaikkien tahojen mahdollisuuksia yksipuolisesti heikentää niitä varallisuus-asemia, jotka toiminnassa mukana olevat tahot ovat luoneet välilleen toimintavapauttaan käyttämällä. Suojaa saa jokainen etutaho, jossa toisen toiminta on synnyttänyt luottamuksen, ja suoja ilmenee vastavuoroisena velvollisuutena mukauttaa oma toimintansa syntyneeseen luottamukseen.²⁰

Pöyhösen mukaan, edellä esitettyä institutionaalisen kehyksen kuvausta mukailen, luottamusta suojataan silloin kun se on perusteltua. Perusteltua luottamuksesta tulee silloin, kun luottamus perustuu siihen, mikä on kulloisellekin toimintaympäristölle normaalia ja tavanomaista.²¹ Osakeyhtiön toimintaympäristössä tämä tarkoittaa juuri oikeusjärjestyksen luomaa osakeyhtiön institutionaalista kehystä ja sen mukaisia etutahojen normaalisältöisiä riskipositivien. Luottamuksensuojaperiaatteella on välitön, omistuksen, sopimuksen ja vahingonkorvauksen ylittävä merkitys ja sen arviointiin erityisesti vahinkotilanteissa vaikuttaa se, että toiminnassa on ollut mukana tahoja, joilla on erityistietämystä ja

¹⁷ Välimäki 2010, s. 471-472.

¹⁸ Ks. erilaisista kovenanteista perusteellisesti alla kappale 3.3.3.

¹⁹ Luottamuksensuojaperiaatteesta uudessa varallisuus-oikeudessa ks. Pöyhönen 2000, s.116-120

²⁰ Ibid. s, 117, jossa Pöyhönen tarkoittaa sanotulla luottamuksensuojan defensiivistä tasoa.

²¹ Ibid. s. 118

osaamista. Osakeyhtiön etutahoissa tällaisina korostuneessa asemassa olevina tahoina voidaan pitää ainakin yhtiön ammattimaista johtoa (hallitus sekä mahdolliset toimitusjohtaja ja hallintoneuvosto), institutionaalisia sijoittajia sekä –rahoittajia, kuten pankkeja ja tietyissä tilanteissa myös enemmistöasemassa olevia osakkeenomistajia²². Pöyhösen mukaan luottamuksensuojan arviointi suhteutetaan etutahojen erityispiirteisiin sekä osakeyhtiöön erityisenä toimintaympäristönä, jolloin kunkin toimijan erityisominaisuudet ja –taidot otetaan arvioinnissa ja mittapuun asettamisessa huomioon.²³ Tutkielman teeman kannalta tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että arvioitaessa osakeyhtiön institutionaalisesta kehyksestä poikkeavan *kontrolloivan velkojan* vastuuasemaa, arviointi on perustettava riskipositioperustaiselle osakeyhtiön toimintaympäristön huomioon ottavalle arvioinnille.

Perustellun odotuksen periaate ja riskiposition pysyvyyteen liittyvä etutahojen luottamuksensuoja kytkeytyy viime kädessä yhtiötä koskevaan yhtiön johdon sekä tilintarkastajien tuottamaan *informaatioon ja sen sisällölliseen paikkansa pitävyyteen sekä riittävyyteen*. Yhtiöstä saatava taloudellinen informaatio on osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen riskiposition kannalta ratkaisevaa, ja siksi etutahojen luottamuksen suojaamiseksi väärän tai riittämättömän informaation antamisesta voi seurata OYL 22 luvun mukainen vahingonkorvausvastuu informaation sisällöstä viime kädessä vastaavalle yhtiön johdolle.²⁴ Näin on asia siksi, että OYL 8:3 §:n mukaan tilinpäätös ja toimintakertomus tulee laatia kirjanpitolain säännöksiä noudattaen. Mikäli johto ei anna kirjanpitolain mukaisesti oikeita ja riittäviä tietoja yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja rikkoo siten kirjanpitolain säännöksiä, rikkoo johto samalla myös OYL 8:3 §:n säännöstä. OYL 22:1.2 §:n mukaisesti hallituksen jäsen, hallintoneuvoston jäsen tai toimitusjohtaja on velvollinen korvaamaan tehtävässään osakeyhtiölain *muuta kuin 1:8 §:n mukaista huolellisuusvelvoitetta* rikkoen aiheuttamansa vahingon. Huomionarvoista on tällöin se, että korvaukseen oikeutettujen piirissä on tällöin OYL 22:1.1 §:stä poiketen yhtiön ja sen osakkeenomistajien lisäksi myös *muut henkilöt*, kuten yhtiön velkojat.

Perustellun odotuksen periaatteen mukaisen luottamuksen suojan tärkein realisoitumismuoto onkin perusteltua odotusta loukanneen tahon vahingonkorvausvelvollisuus. Tällainen

²² Tarkoitan tällä sitä, että verrattaessa vähemmistöosakkeenomistajaan, enemmistöosakkeenomistajan on vähemmistöä kohtaan kohdistuvien *fidusiaarivelvollisuuksiensa* nojalla velvollinen esimerkiksi tuntemaan osakeyhtiölain sisällön paremmin kuin vähemmistöosakkeenomistajan. Määräävässä asemassa olevan tahon vastuuta arvioitaessa merkitystä annetaan subjektiivisille kriteereille.

²³ Ibid.

²⁴ On totta, että yhtiökokous hyväksyy viime kädessä tilinpäätöksen, mutta käytännössä tilinpäätös vahvistetaan aina sisällöltään muuttumattomana, koska yhtiökokouksella ei ole käytössään riittäviä tietoja muutoksen tekemiseksi. Toisaalta muutos on myös teknisesti lähestulkoon mahdoton, sillä on epätodennäköistä että ainakaan laaja väenkokous pystyisi muuttamaan tilinpäätöstä yhtiökokouksessa järjestäytyneellä tavalla (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s.256). Sanottu on hyvä lisäesimerkki kovenanttiehtoisen velkojan ylivoimaisesta asemasta suhteessa osakkeenomistajaan.

vahingonkorvausvelvollisuus voi realisoitua myös muussa kuin informaatioon liittyvissä loukkaustapauksissa, esimerkiksi silloin, kun osakeyhtiön yksittäisen velkojatahon riskipositio kovenanttien johdosta poikkeaa osakeyhtiön institutionaalisesta järjestelystä siten, että riskipositio muutos parantaa sanotun velkojan asemaa yhtiössä yhtiön muiden etutahojen kustannuksella. Tarkastelen tämän kaltaista luottamuksen suojaamista jäljempänä luvuissa viisi ja kuusi.

Riskipositioanalysoinnissa syntyy ongelmia silloin, kun tietyn toimijan normaalipositioon liitetään ominaisuuksia, joiden nojalla toimijan riskipositio ei enää vastaa muiden etutahojen odotuksia, eikä informaatio tästä muutoksesta ole riittävän transparenttia. Modernin yhtiön rahoitukselle on ominaista oman ja vieraan pääoman, eli osakkeenomistajan ja velkojan oikeusasemien välisen rajan hämärtyminen niin sanottujen välipääomainstrumenttien käytön seurauksena. Välipääomainstrumenteille ominaista on niiden sijoittuminen taloudellisilta ominaisuuksiltaan oman ja vieraan pääoman väliin siten, että ne sisältävät sekä osakkeelle että velalle tunnusomaisia ominaisuuksia. Velan lähentyessä sisällöltään osaketta, ja velkojan saavuttaessa osakkeenomistajan asemaan rinnastettavan oikeusaseman yhtiössä niin sanottujen luottosopimuksen kovenanttien seurauksena, yhtiön muiden etutahojen riskipositio, luottamus yhtiön institutionaalisen kehyksen luomiin pelisääntöihin ja perustellun odotuksen periaate vaarantuvat. Edellä kuvautusta riskipositiooperusteisesta arvioinnista saadaankin käyttökelpoinen apuväline kontrolloivan velkojan vastuuta arvioitaessa.

2.3 Osakeyhtiön rahoitus

2.3.1 Rahoituksen lajit

Osakeyhtiö tarvitsee toimintaansa rahoitusta. *Rahoituksen tarve* syntyy niin sanotusta reaali-prosessin viiveestä, joka on ominaista yritystoiminnalle yleisemminkin.²⁵ Yritykset tarvitsevat tuotannontekijöitä ennen kuin liiketoimintaa, vaikkapa valmiiden tuotteiden myyntiä, voidaan alkaa harjoittamaan; syntyy siis menoja ennen kuin voittoa tähtäävästä toiminnasta saadaan tuloja. Yhtiön toiminnan aikana rahoituksen tarve liittyy usein liiketoiminnan menestymättömyyteen, jolloin syntyy tarve lisä- tai uudelleenrahoitukselle²⁶, mutta rahoitusta saatetaan tarvita myös yhtiön menestyessä esimerkiksi silloin, kun rahoituksen hankkiminen yhtiön ulkopuolisista lähteistä on tarpeen liiketoiminnan laajentamiseksi.

Yleisesti osakeyhtiön rahoitus voidaan jakaa kahteen luokkaan: yhtäältä *sisäiseen*, liiketoiminnasta saatavaan tulo-rahoitukseen ja toisaalta *ulkoiseen* oman tai vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen

²⁵ Ks. esimerkiksi Mähönen – Villa 2006b, s.44-45

²⁶ Uudelleenrahoituksella tarkoitetaan esimerkiksi yrityksen olemassa olevan lainan takaisinmaksamiseksi otettavaa uutta velkaa.

(pääoman sijoitukset). Ulkoiseen rahoitukseen luetaan myös modernin osakeyhtiön pääomarakenteelle ominainen *välipääoman ehtoinen rahoitus*, jolla tarkoitetaan ominaisuuksiltaan oman ja vieraan pääoman väliin sijoittuvaa rahoitusta. Välipääoman ehtoinen rahoitus voidaan jakaa edelleen tapauskohtaisesti käytettäviin ja sisällöltään räätälöitäviin instrumentteihin, jotka voivat rakentua joko osakkeen tai velkainstrumentin pohjalle.²⁷

Tulorahoituksella tarkoitetaan yrityksen toiminnasta kertynyttä ja yhtiöön panoksia sijoittaneille jakamatta jäänyttä pääomaa, eli yhtiön liiketoiminnasta kertynyttä voittoa, joka on jätetty yhtiön omaan käyttöön.²⁸ Tulorahoituksella voidaan nähdä olevan etu yhtiön kannalta muihin rahoitusvälineisiin nähden, sillä sen hankkimisesta ei aiheudu *järjestelykustannuksia*, jotka voivat olla merkittäviä ulkoisen pääoman hankkimisessa. Toisaalta on sanomattakin selvää, että tulorahoitus luonteeltaan erittäin epävarma rahoituslähde, jonka käyttäminen yhtiön rahoitustarpeen tyydyttämiseen on mahdollista vain silloin, kun yhtiön toiminta tuottaa sanottua rahavirtaa. Näin ollen tulorahoitus ei välttämättä aina varmista tehokkaasti yhtiön reagointikykyä muuttuvaan taloudelliseen tilanteeseen, ja yhtiö tarvitseekin usein²⁹ ulkopuolisia pääoman sijoituksia.

Yhtiöön tehdyt *ulkopuoliset pääoman sijoitukset* on perinteisesti jaettavissa niitä koskevan sääntelyn ja niiden taloudellisten ominaisuuksien puolesta oman ja vieraan pääoman ehtoihin sijoituksiin. Jako omaan ja vieraaseen pääomaan perustuu kirjanpitolakiin ja –asetukseen sekä niitä täydentäviin osakeyhtiölain säännöksiin. Suomalainen osakeyhtiö voi toiminnassaan noudattaa joko kansallista tai kansainvälistä kirjanpitolainsäädäntöä siten kuin KPL 7a:3 §:ssä säädetään. Kansallista kirjanpitolainsäädäntöä noudattavan osakeyhtiön pääomarakenne perustuu KPA 1:6 §:n taseen kaavaan³⁰ ja kansainvälistä kirjanpitolainsäädäntöä noudattavan osakeyhtiön IAS 1 –standardiin. Sekä KPA:ssa että IAS 1 –standardissa on kuitenkin omaksuttu jako omaan ja vieraaseen pääomaan, mutta IAS 1 –standardin mukaisessa taseessa, toisin kuin KPA:ssa, on huomioitu myös välipääoman kirjaaminen.

IFRS-normistossa jaottelu omaan ja vieraaseen pääomaan perustuu oman pääoman määritelmälle, jolloin se pääoma, mikä ei täytä oman pääoman määritelmää on vierasta pääomaa. Oman

²⁷ Esim. Lauriala 2010, s.402

²⁸ Mähönen – Villa 2006b, s.45

²⁹ Suomen Pankin vuonna 2009 tekemän ”Yritysten rahoituskyselyn” mukaan yli 40% keskisuurista ja suurista yrityksistä käyttää ulkoista rahoitusta. Ks. Yritysten rahoituskysely 2009, s.6

³⁰ KPA 7§:ssä omaksuttu niin sanottu lyhennetty taseen kaava, jota voidaan käyttää, jos sekä päätyneeltä että sitä välittömästi edeltävältä tilikaudelta on ylittynyt enintään yksi kirjanpitolain 2 luvun 9.2§:ssä säädetty liikevaihtoon, taseen loppusummaan tai henkilöstön lukumäärään liittyvä raja. Lyhennetyn taseen kaavassa jako omaan ja vieraaseen pääomaan on luonnollisesti kuitenkin voimassa.

pääoman määritelmä on kirjattu IAS 32.16:aan, jossa omalle pääomalle on asetettu kaksi ehtoa, joiden molempien a) ja b) tulee täyttyä: a) Instrumentti ei sisällä sopimukseen perustuvaa velvollisuutta: luovuttaa käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja toiselle yhteisölle; tai vaihtaa rahoitusvaroja tai -velkoja toisen yhteisön kanssa olosuhteissa, jotka mahdollisesti osoittautuvat epäedullisiksi liikkeeseenlaskijalle. b) Jos instrumentti tullaan toteuttamaan tai saatetaan toteuttaa liikkeeseenlaskijan omina oman pääoman ehtoisina instrumentteina, se on; i) muu kuin johdannaissopimus, joka ei sisällä liikkeeseenlaskijalle sopimusperusteista velvollisuutta luovuttaa muuttuvaa lukumäärää omia oman pääoman ehtoisia instrumenttejaan; tai ii) johdannaissopimus, joka tullaan toteuttamaan yksinomaan siten, että liikkeeseenlaskija vaihtaa kiinteän määrän käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja kiinteään lukumäärään omia oman pääoman ehtoisia instrumenttejaan. Tässä liikkeeseenlaskijan omiin oman pääoman ehtoisin instrumentteihin ei lueta sellaisia instrumentteja, jotka itse ovat sopimuksia liikkeeseenlaskijan omien oman pääoman ehtoisten instrumenttien vastaanottamisesta tai luovuttamisesta tulevaisuudessa. Lisäksi oman pääoman lähtökohdaksi voidaan katsoa IAS 32.11, jonka mukaan oman pääoman ehtoinen instrumentti on mikä tahansa sopimus, joka osoittaa oikeutta osuuteen yhteisön varoista sen kaikkien velkojen vähentämisen jälkeen. Ratkaisevaa IFRS-normistossa on siten residuaali-intressi ja määritelmässä tukeudutaan maksunsaantijärjestykseen oman ja vieraan pääoman välillä.

2.3.2 Pääomalajien periaatteelliset erot

Yleisesti vieraana pääomana pidetään sitä pääomaa, joka asetetaan yhtiöön sopimuksen perusteella, ennalta sovittua korvausta (korko) vastaan ja ennalta määräytyksi ajaksi. Velkojan vaateet ovat normaalin riskiposition mukaisesti kiinteämääräisiä, eikä velkojan saamisen määrä tai sille maksettava tuotto ole riippuvainen yrityksen arvon kehityksestä tai laskusta. Velkojan saamisen voidaan siis sanoa rajoittuvan kiinteämääräisiin velan pääomaan sekä korkoon, jolloin velkojan intressissä on ensisijaisesti valvoa yrityksen maksukyvyyn säilymistä luottosuhteen aikana.³¹

Vastaavasti omana pääomana pidetään sitä yhtiöön sijoitettua pääomaa, jonka vastineeksi yhtiö antaa sijoituksen tehneelle osakkeen, joka tuottaa omistajalleen osakkeenomistajan oikeusaseman yhtiössä. Tähän oikeusasemaan kuuluu muun muassa residuaalinen tuotto, eli rahoitettavan yhtiön liiketoiminnan tuottama lisäarvo joka jää jäljelle sen jälkeen, kun velkojen vaateiden mukaiset suoritukset ovat tulleet täysimääräisesti toteutetuiksi. Oma pääoma on siis maksunsaantijärjestyksessä alisteinen (*subordinoitu*) suhteessa vieraaseen pääomaan. Osakkeen omistajan oikeusasemaan kuuluu myös osakkeen tuottama kontrolliasema, jonka mukaisesti osakkeenomistajalla on ylin päätösvalta yhtiön asioista.³²

³¹ Mähönen – Villa 2006b, s.73-74

³² Ibid. s. 19-21

Välipääomarahoitus ja –instrumentit ovat sopimusvapauden sekä dispositiivisen yhtiölain ilmentymä.³³ Yhtiöoikeudellisesti arvioiden välipääoman (muodollista) luokkaa ei ole olemassa, sillä osakeyhtiön taseessa välipääoma kirjataan joko omaan tai vieraaseen pääomaan, eikä sitä ssiten voida pitää omana itsenäisenä pääomaluokkana.³⁴ Välipääoma on kuitenkin juurtunut suomalaisten osakeyhtiöiden rahoitukseen³⁵, joten sitä voidaan perustellusti pitää kolmantena erityisenä pääomalajina.³⁶ Välipääomaan voidaan katsoa kuuluvan sekä oman pääoman (osakkeeseen pohjautuvat) että vieraan pääoman (velkainstrumenttiin pohjautuvat) ehtoiset instrumentit, joille on ominaista *sekamuotoisuus*, sillä välipääomainstrumentit voivat olla mitä moninaisin yhdistelmä oman ja vieraan pääoman taloudellisia ominaisuuksia.³⁷ Tästä sekamuotoisesta luonteesta johtuen välipääomaa kutsutaan kuvaavasti hybridirahoitukseksi (*hybrid capital*). Tutkielman kannalta olennaisia ovat velkapohjaiset välipääomainstrumentit³⁸, joihin liitetään sopimusperusteisesti osakkeelle tunnusomaisia ominaisuuksia. Tällöin olennaiseksi kysymykseksi nousee se, onko velka enää ”liiallisen” oman pääoman ehtoisuuden vuoksi pidettävä velkana ja toisaalta onko velkojaa tällöin enää pidettävä velkojana? Kysymys näyttäytyy erityisen olennaisena juuri riskipositoiden sekä institutionaaliseen kehykseen liittyvän luottamuksensuojan näkökulmasta, sillä kontrolloiva velkoja ei ole osa osakeyhtiön normaalia ja tavanomaista toimintaympäristöä. Kontrolloivan velkojan oikeusaseman tuottavan *oman pääoman ehtoisen velan (dequity)*³⁹ tunnistamiseksi on ensin hahmotettava oman ja vieraan pääoman periaatteelliset ja sisällölliset erot. Tarkastelen pääomalajien periaatteellisia eroja seuraavassa ja sisällöllisiä eroja tarkemmin luvussa 3.

2.3.3 Pääomalajien suhde riskiin ja tuottoon

Kuten kaikkien rahoitukseen, myös osakeyhtiön rahoitukseen liittyy olennaisesti käsitteet riski ja tuotto. Rahoittajan päätös pääoman sijoittamisesta tiettyyn kohteeseen edellyttää kartoitusta rahoituksen kohteeseen liittyvistä riskeistä, jotta rahoittaja kykenee määrittelemään rahoituksen hinnan, eli

³³ Ibid. s.74

³⁴ Esim. Villa 2001, s.6

³⁵ Aiemmin välipääoma on nähty käyttökelpoiseksi vain suurten yhtiöiden rahoituksessa, mutta jo vuonna 1999 Tuomisto on havainnut kovenantit olennaiseksi osaksi myös PK-yritysten rahoitusta. Ks. Tuomisto 1999.

³⁶ Näin esim. Lauriala 2010, s.402

³⁷ Tarkastelen velkainstrumenttiin pohjautuvan välipääoman muodostamista jaksossa 3.

³⁸ Osakepohjaisista välipääomainstrumenteista ks. esim. Villa 2001.

³⁹ Käytän jatkossa oman pääoman ehtoista velkaa esimerkkinä useissa yhteyksissä. Oman pääoman ehtoisen velan määritteleminen tyhjentävästi on mahdotonta, sillä omaa ja vierasta pääomaa, joiden ominaisuuksia muuntelemalla oman pääoman ehtoinen velka muodostetaan, ei ole mahdollista määritellä tyhjentävästi. Oman pääoman ehtoisen velan tarkoitetaan instrumenttia, joka tarkastelukontekstissaan tuottaa velkojalle tosiasiallisesti osakkeenomistajan oikeusasemaan rinnastettavan aseman yhtiössä. Tutkielma pyrkii kokonaisuudessaan hahmottelemaan oman pääoman ehtoisen velan ja sen haltijan *vastuuaseman* sisältöä.

riskinotosta ”hyvityksenä” vaadittavan tuoton riittävän tarkasti ja riskiä korreloivalla tavalla.⁴⁰ Kyse on riskiposition hallinnasta suhteessa toimintaympäristön muihin etutahoihin. Velkojan osalta tämä ilmenee selkeimmin siten, että luotonantoa koskeva päätös nojaa (etenkin luotonantajan ollessa pankki tai muu institutionaalinen sijoittaja) erittäin vahvasti yhtiötä koskevaan riskianalyysiin, jonka lopputuloksen perusteella luottosopimuksessa määriteltävä korko määrittyy.⁴¹

Rahoituksen teorian mukaan riskin tulee korreloida tuottoa jotta rationaalinen sijoittaja ylipäänsä edes tekee sijoituksen rahoitettavaan kohteeseen, ja riskin ja tuoton tasapainottaminen riskinhallinnalla sekä tuotontavoittelulla onkin rahoittajan keskeinen ongelma rahoituksesta sovittaessa. *Riski* määritellään yleensä negatiivisesti siten, että siihen liittyy tappion, menetyksen tai muun epäedullisen tapahtuman uhka tai vaara.⁴² Osakeyhtiökontekstissa riski tulee kuitenkin ymmärtää negatiivisen odotuksen lisäksi myös positiivisesti, jolloin se pitää sisällään sekä mahdollisuuden tappiosta että mahdollisuuden saada tuottoa tehdylle sijoitukselle. Tätä kuvaa *yritysriskin* käsite.⁴³ Riskin käsite on kuitenkin aina suhteellinen, koska kuhunkin rahoitusinstrumenttiin liittyvä riski on aina kohdeyhtiö- ja instrumenttikohtainen sekä riippuvainen kunkin instrumentin asemasta kohdeyhtiön pääomarakenteessa.⁴⁴ Oman ja vieraan pääoman keskeisintä eroavaisuutta voidaankin kuvata tehdyn sijoituksen suhteella yritysriskiin, ja tähän eroavuuteen perustuu myös osakkeen käyttäminen osakeyhtiön pääoman keräämisen ja yhtiön hallinnoimisen perusinstrumenttina, sillä osakkeen suhdetta riskiin kuvaava viimesijainen asema maksunsaantijärjestyksessä selittää sen, miksi juuri osakkeeseen eikä velkaan, on tarkoituksenmukaisinta liittää residuaalinen tuotto ja kontrollioikeudet.⁴⁵

Maksunsaantijärjestyksessä on kyse siitä, missä järjestyksessä yhtiöön tehdyille sijoituksille voidaan maksaa tuottoa, palauttaa yhtiöön sijoitettua pääomaa tai jakaa voittoa niin yhtiön toiminnan aikana kuin päättyessään. Maksunsaantijärjestys toimii osakeyhtiön pääomarakenteen ja rahoituksen peruskehikkona ja asettaa etutahoille perustellun oikeuden luottaa siihen, että vieras pääoma saa maksun ennen omalle pääomalle tulevia suorituksia.⁴⁶ Oman pääoman vahvimpana tunnusmerkkinä voidaan pitää sen takasijaista maksunsaantiasemaa, millä tarkoitetaan sitä, että oman pääoman asema muihin

⁴⁰ Esim. Knüpfer – Puttonen 2004, s.11 ja tuotosta ja riskistä laajemmin *Ibid.* s.108-138, sekä hieman puhdasta taloustieteellistä analyysiä yleisemmin Saarnio ym. 2000, s.39-44

⁴¹ Ks. korkojen merkityksestä esim. Lauriala 2010, s. 413-414

⁴² Esim. Anttila 1996, s.2 siinä mainittuine viitteineen. Anttila määrittelee erikseen myös *pankkiriskin*, joka sekin rajoittuu riskin negatiiviseen puoleen.

⁴³ Mähönen – Villa 2006b, s.14

⁴⁴ Lauriala 2010, s. 413

⁴⁵ Mähönen – Villa 2006b, s.48

⁴⁶ Mähönen – Villa 2006a, s.182

rahoitusvälineisiin nähden on yhtiön toiminnan aikana ja toiminnan loppuessa huonoin.⁴⁷ Omalle pääomalle maksettava tuotto on sidottu yhtiön jakokelpoisiin varoihin, ja yhtiötä purettaessa tai yhtiön ajautuessa konkurssiin yhtiön kaikkien muiden etutahojen vaatimukset täytetään täysimääräisesti, ennen kuin omalle pääomalle voidaan tehdä palautuksia.⁴⁸ Tästä seuraa, että osakkeenomistaja kantaa yrityksen toiminnan menestymättömyydestä suurimman riskin ja riskiä korreloivasti osakkeenomistajan tuotto on residuaalinen; osakkeenomistajalle kuuluu kaikki mikä jää jäljelle muiden etutahojen vaateiden kattamisen jälkeen ja siten osakkeelle maksettava tuotto voi olla periaatteessa rajaton.

Lisäksi osakkeenomistajan tuottoa rajoittaa se, että osakkeenomistajan residuaalinen asema maksunsaannissa on osakeyhtiölain systematiikassa sidottu yhtiön maksukykyyn. Velalle maksettavaan tuottoon ei liity tällaisia osingolle tunnusomaisia maksurajoituksia, vaan tarvittaessa velan lyhennykset ja korot voivat tulla maksettaviksi yhtiön omasta pääomasta. Velkoja voi siis saada yhtiöstä suorituksia sen taloudellisesta asemasta riippumatta, mutta osakkeenomistajalle suorituksia saadaan *velkojen aseman turvaamiseksi* tehdä vain silloin kuin yhtiön taloudellinen tilanne sen sallii.⁴⁹

Velkojan *intressissä* ei siis ole maksimoida yhtiön voittoa esimerkiksi ottamalla liiketoiminnassa riskejä korkean voiton saamiseksi, koska pääsääntöisesti velkoja ei kiinteästi ennalta määrätyn tuottonsa mukaisesti hyödy tästä arvonnoususta suoranaisesti mitään⁵⁰. Velkojan intressissä onkin siten vain yhtiön maksukyvyyn säilyminen luottosuhteen ajan, jotta velka tulisi maksetuksi ajallaan ja sovitun mukaisesti. Juuri näin selittyy se, miksi osakkeenomistajalle eikä velkojalle on allokoitu ylin määräysvalta osakeyhtiössä: osakkeenomistajalla on sijoituksensa viimesijaisuuteen liittyvän riskin vuoksi paras intressi vastata siitä, että osakeyhtiön toiminta on pitkällä aikavälillä kannattavaa ja tarkoituksenmukaista.

2.3.2 Pääomalajien merkityksestä

Pääomalajien jaottelu omaan, vieraaseen tai välipääomaan perustuu siis instrumenttien toistaan poikkeaviin taloudellisiin ominaisuuksiin sekä instrumentteja koskevaan sääntelyyn. On kuitenkin huomattava, että niitä tunnusmerkkejä, jotka tekevät rahoitusvälineestä oman tai vieraan pääoman

⁴⁷ Mähönen – Villa 2006b, s.19

⁴⁸ Ibid. s.58

⁴⁹ Ks. pääoman pysyvyydestä ja varojen jaosta OYL 1:3§ sekä OYL 13 luku.

⁵⁰ On toisaalta mahdollista ajatella, että yrityksen kasvu johtaa myös rahoituksen määrän ja tarpeen kasvuun, ja että velkojalla voisi täten olla insentiivi yhtiön kontrolloimiseen.

ehtoisen, ei ole tarkkarajaisesti määritelty laissa. Tästä syystä tunnusmerkkien hahmottamisen sanotaan olevan arvosidonnaista ja subjektiivista.⁵¹

Oman pääoman osalta osakeyhtiölain 8:1 §:ssä määritellään oman pääoman lajit ja käyttö, ja osakeyhtiölaissa puhutaan muutenkin ”omasta pääomasta” ja ”osakkeesta” useissa yhteyksissä. Osakkeen ja oman pääoman sisältöä ja ominaisuuksia sitä vastoin ei ole määritelty osakeyhtiölaissa, mutta nämä ominaisuudet on johdettavissa osakeyhtiölain, yhtiöjärjestyksen, osakkeen antamista koskevan päätöksen sekä yhtiön perustamissopimuksen muodostamasta kokonaisuudesta, jolloin voidaankin sanoa, että osakkeen sisältö määräytyy osakeyhtiön institutionaalisen järjestelyn sisällön perusteella.⁵²

Vieraan pääoman ja velan osalta tilanne on sama kuin oman pääoman osalta; velkaa ja vierasta pääomaa ei ole määritelty tarkkarajaisesti yhtiöoikeudessa eikä sitä myöskään ole määritelty osakeyhtiölaissa.⁵³ Vieras pääoma on pitkälti kirjanpidollinen termi, ja KPA:n taseen kaavasta voitaisiin tehdä johtopäätös, että yhtiössä oleva pääoma joka ei ole omaa pääomaa on vierasta pääomaa. Tämäkään päätelmä ei kuitenkaan johda kovin pitkälle hahmotettaessa sitä *mitkä sisällölliset ominaisuudet* tekevät velasta velan. Myös velan tunnusmerkkejä hahmotettaessa on siis tukeuduttava sille ominaisten tai tyyppisten elementtien hahmottamiseen.

Oikeudellisesta näkökulmasta jaottelu oman ja vieraan pääoman ehtoiseen on merkityksellinen, sillä osakeyhtiölainsäädännön ulkopuolinen rahoitusinstrumentin kohtelu, kuten vero-, kirjanpito- ja insolvenssioikeudellinen kohtelu perustuu ratkaisevasti juuri jaotteluun oma ja vieras pääoma. Vero-oikeudessa esimerkiksi oman pääoman ehtoisen rahoittajalle maksettava tuotto (osinko) on yhtiön verotuksen näkökulmasta vähennyskelvotonta toisin kuin vieraan pääoman ehtoisen rahoittajalle maksettava tuotto (korko).⁵⁴ Samoin merkitystä on kirjanpidollisesti esimerkiksi siten, että instrumentin luokittelu joko omaan tai vieraaseen pääomaan ratkaisee kirjataan instrumentille maksettava tuotto tulosvaikutteisesti rahoitettavan yhtiön kuluna ja haltijan tuottona (vieras pääoma) vai muutoksiksi rahoitettavan yhtiön omassa pääomassa. Insolvenssioikeudellisesti merkitystä instrumentin kuulumisella oman tai vieraan pääoman luokkaan on siten, että oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoittajan

⁵¹ Esim. Villa 2003, s.119

⁵² Mähönen – Villa 2006b, s.51

⁵³ Poikkeuksena tähän on kirjanpidollisesti vieraaseen pääomaan merkittävä pääomalaina (OYL 12:1 ja 12:2).

⁵⁴ EVL 18.1.2k

vaateen etusijajärjestys on rahoitettavan yhtiön konkurssissa sekä yrityssaneerauksessa erilainen samoin kuin MJL:n säännösten mukaan toteutettavassa realisaatiossa.⁵⁵

Yksi välirahoitukseen liittyvä ongelma onkin sen mahdollisesti erilainen oikeudellinen kohtelu esimerkiksi yhtiö-, vero- ja kirjanpito-oikeudessa. Instrumentti, joka pohjautuu sopimukseen ja on siten (erotuksena osakkeesta) muodollisesti velvoiteoikeudellinen saaminen eli velka, mutta joka tuottaa tosiasiallisesti velkojalle vastaavat oikeudet yhtiössä kuin osake tuottaisi (osuus yhtiön voitosta, kontrollioikeudet ym.), saattaa saada kaikilla näillä oikeudenoilla erilaisen kohtelun.

Yhtiöoikeudellisesti on perusteltua kysyä onko velkoja enää velkoja, jos tällä on tosiasiallisesti osakkeenomistajan asema, mutta muodollinen status, *osake*, puuttuu? Velan tulkitseminen omaksi pääomaksi (niin sanottu samastustilanne) esimerkiksi kontrollioikeuksien käyttöön liittyvän vastuun kannalta on mahdollista, mutta erittäin poikkeuksellista. Vero-oikeudellisesti taas on perusteltua kysyä onko oikeudenmukaista oikeuttaa oman pääoman ehtoisen velan liikkeelle laskenut yhtiö vähentämään sanotulle instrumentille maksettavan täysin osinkoa muistuttavan ”koron” verotuksessaan? Kyseessä voi helpostikin olla verottajan harhautus hyötymistarkoituksessa, jolloin veronkiertoa ja peiteltyä osinkoa koskevat VML 28§ ja 29§ voivat tulla sovellettaviksi, ja velka tulkittua osakkeeksi. Uhasta huolimatta verotus toimii usein motivaattorina sanotunkaltaisen hybridin muodostamiselle⁵⁶ ja niitä käytetäänkin noin kymmenessä suomalaisessa pörssi-yhtiössä.

Vastaavasti kirjanpito-oikeudessa sanotun instrumentin kohtalo voi olla epäselvä ja edelleen erilainen kuin yhtiö- ja vero-oikeudessa. Nykyisen KPA 6§:n tasekaavan mukaan po. oman pääoman ehtoinen velka kirjataan kansallista kirjanpitosäännöstöä noudattavan yhtiön taseessa vieraaseen pääomaan koska instrumentti pohjautuu velkaan. Tällöin kirjaus tapahtuu instrumentin oikeudellisen muodon perusteella, mutta *taloudellisen sisältönsä vastaisesti*. Yhtiöissä, jotka noudattavat kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (IFRS-standadit), sanottu instrumentti voi noudatettavan *sisältöpainotteisuuden periaatteen*⁵⁷ mukaisesti tulla kirjatuksi osaksi omaan ja osaksi vieraaseen pääomaan.⁵⁸ Esimerkiksi eräpäivättömät (perpetuaaliset) hybridilainat tai pääomalaina voidaan kirjata omaan pääomaan tai esimerkiksi lunastusehtoiset osakkeet vieraaseen pääomaan.⁵⁹ Välipääoman oikeudellinen kohtalo ei siis ole aina kovinkaan selvä ja instrumentin erilainen

⁵⁵ Lauriala 2010, s. 403

⁵⁶ Näin esimerkiksi Lautjärvi 2009, s.75

⁵⁷ Sisältöpainotteisuuden periaate tarkoittaa kansainvälisten tilinpäätösstandardien keskeistä periaatetta, jonka mukaan rahoitusinstrumentin liikkeeseenlaskijan on kirjattava järjestelyn tosiasiallisen sisällön, ei oikeudellisen muodon perusteella. Mähönen 2009, s.146.

⁵⁸ Sanotulla tarkoitetaan kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaista ”elementteittäin kirjaamista” Ks. oman ja vieraan pääomaan kirjanpidollisesta rajanvedosta Mähönen 2009, s. 141-161.

⁵⁹ Esim. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010 a, s.574-575

kohtelu osakeyhtiön ydinoikeudenaloilla on luonnollisesti ennustettavuuden ja oikeusvarmuuden kannalta ongelmallista. Miten ongelma tulisi ratkaista?

Pääomalajien merkitystä voidaan lähestyä myös *taloudellisesta näkökulmasta*, jolloin tarkastelun keskiössä on oikeudellisten vaikutusten sijasta instrumentin taloudellinen sisältö. Oma ja vieras pääoma tuottavat osakeyhtiölain systematiikassa haltijalleen erilaisen oikeusaseman. Osakkeenomistajan oikeusasemalle on ominaista esimerkiksi osakkeen tuottama oikeus yhtiön hallinnointiin sekä jako-osainen osuus yhtiön varallisuudesta sekä tuotetusta voitosta, kun taas velkojan oikeusasemalle ominaista on vastaavasti hallinnointioikeuksien puute sekä koron muodossa maksettava kiinteä tuotto.

Taloudellisesta sisältöpainotteisesta näkökulmasta arvioiden jako omaan ja vieraaseen pääomaan ei kuitenkaan ole riittävä, sillä sopimusvapauden mahdollistama välipääomainstrumenttien muodostaminen on omiaan hämärtämään osakkeenomistajan ja velkojan oikeusaseman sekä oman ja vieraan pääoman välisen rajanvedon. Samoin välipääoman ja oman pääoman ehtoisen velan tarkastelu puhtaan oikeudellisesta ja oikeusdogmaattisesta näkökulmasta osoittautuu ongelmalliseksi, koska jako omaan ja vieraaseen pääomaan synnyttää erilaisia oikeusvaikutuksia eri oikeudenaloilla. Velkainstrumentti, joka velkaan pohjautuvana instrumenttina kirjataan rahoitettavan yhtiön taseessa vieraaseen pääomaan, mutta joka taloudellisen sisältönsä puolesta voi saada esimerkiksi vero- tai insolvenssioikeudessa oman pääoman ehtoisen instrumentin kohtelun, johtaa ristiriitaihin osakeyhtiön toimintaympäristössä sekä epävarmuuteen rahoitusvälineen yhtiöoikeudellisessa ja yhtiöoikeuden ulkopuolisessa kohtelussa. Näkemykseni mukaan oikeusvarmuus ainakin tietyllä tasolla edellyttää oikeudellisten konstruktoiden, kuten oman ja vieraan pääoman samankaltaista tai vähintäänkin samaan lopputulokseen johtavaa kohtelua eri oikeudenaloilla.

Oman ongelmansa jako omaan ja vieraaseen pääomaan yhtiön taseessa muodostaa myös yhtiön tuottaman taloudellisen informaation kannalta. Oman pääoman ehtoista velkaa silmällä pitäen on perusteltua kysyä onko yhtiön tilinpäätösinformaatio enää riittävää sen kuvatessa vain omaa ja vierasta pääomaa? Tilinpäätöksen tarkoitus on antaa riittävää ja oikeansisältöistä informaatiota yhtiön taloudellisesta asemasta sekä taloudellisista suhteista tilinpäätöstä tarkastelevalle yhtiön ulkopuolisille tahoille, kuten yhtiön muille velkojille (KPL 3:2.1 §). Oman pääoman ehtoisen velan kirjaus vieraaseen pääomaan luo tarkastelijalle kuvan tietynsisältöisestä, osakeyhtiön *institutionaaliseen kehykseen* perustuvasta vieraasta pääomasta, jolloin instrumentin tosiasiallinen luonne ei enää vastaa tätä tarkastelijan tilinpäätöstietojen perusteella muodostamaa käsitystä ja toimijan perusteltua odotusta on loukattu.

Näistä syistä osakeyhtiön pääomarakenteen tarkasteluun juurtuneelle muodolliselle jaottelulle omaan ja vieraaseen pääomaan tulee antaa merkitystä vain rajallisesti, ja tarkastelu oman ja vieraan pääoman välisessä rajanvedossa tulee keskittää instrumenttien taloudelliselle luonteelle.⁶⁰ Sanottua otetta edellyttää myös rahoitusoikeudelliselle tutkimusnäkökulmalle ominainen tilanne- sekä toimijakohtainen riskipositioperusteinen pohdinta, sekä tutkielman kannalta olennainen velkojakontrollin tunnistaminen.

Sisältöpainotteisuuden periaate ei ole millään tavalla uusi tai vieras ajatus. Sisältöpainotteisuuden periaatetta noudatetaan yhtiöoikeuden ulkopuolella esimerkiksi vero-⁶¹, konkurssi-⁶², ulosotto-⁶³, sekä kirjanpito-oikeudessa⁶⁴, joissa kaikissa painotetaan sisältöpainotteisuuden periaatetta. Kyse on sopimusoikeudellisen *substance over form* -periaatteen analogisesta soveltamisesta, jonka mukaisesti sopimusoikeudessa sopimuksen *sisältö* ratkaisee sen, minkä tyyppinen sopimus on kyseessä sen sijaan, että merkitystä annettaisiin sille, miten sopimuksen osapuolet ovat sopimuksen otsikoineet. Osakeyhtiöoikeudessa, samoin kuin sopimusoikeudessa, muodollisjuridinen tarkastelu ei välttämättä anna sopimusvapauden mahdollistaman hybridirahoituksen varsin yksityiskohtaisen muodostamisen leimaamassa yritysrahoituksessa totuudenmukaista kuvaa rahoitusvälineistä ja niiden haltijoiden oikeusasemasta, jolloin oikeudenmukaisen lopputuloksen saavuttaminen ja oikeudenmukaisuuden periaatteen toteuttaminen edellyttävät tietyissä tilanteissa oikeudellisen muodon sivuuttamista sisällön perusteella (*substance over form v. form over substance*). Myöskään taseen kaavalle ei voida antaa konstitutiivista, oikeutta luovaa merkitystä vaan ainoastaan *deskriptiivinen*, yhtiön tulosta ja taloudellista asemaa kuvaava merkitys.⁶⁵

2.4 Yhteenveto

Edellä on kuvattu osakeyhtiötä näkökulmasta, jossa korostuu yhtiön etutahojen intressien ja aseman merkitys sekä etutahojen luottamus osakeyhtiön institutionaaliseen kehykseen. Näkökulma on nykyiselle valtavirtaosakeyhtiötutkimukselle⁶⁶ ominainen päämies-agenttiteoriaan kytkeytyvä näkökulma, jossa osakeyhtiötä kuvataan eräänlaisena markkinapaikkana, jossa osakeyhtiön toimintaympäristön eri etutahojen osakeyhtiöön asettamat panokset kohtaavat ja etutahojen välisten sopimussuhteiden muodostaman verkon (*nexus of contracts*) ajatellaan muodostavan osakeyhtiön toimintaympäristöineen. Sopimusverkkomallin etu on sen kokonaisvaltaisuus; sen tarkoitus ei ole kuvata yritystä tai muodostaa

⁶⁰ Näin myös Villa 1997, s.180 sekä Lauriala 2010, s. 413-415

⁶¹ VML 28§

⁶² KL 5:11§

⁶³ UK 4:14§.

⁶⁴ KPL 3:3.1§ sekä IAS 32.18.

⁶⁵ Ks. tästä tarkemmin kappale 6.2

⁶⁶ Mähönen – Villa 2006a, s.43

uutta teoriaa osakeyhtiöstä, vaan sitä käytetään apuvälineenä yrityksen toimintaan liittyvien intressitahojen ja heidän riskipositioiden tunnistamisessa osakeyhtiön tosiasiallisen toimintaympäristön kontekstissa.⁶⁷

Sopimusverkkoajattelu kytkeytyy taustaltaan päämies-agenttiteoriaan, jossa osakeyhtiön intressitahojen välisiä suhteita arvioidaan päämies-agenttisuhteina. *Päämies-agenttisuhteella* tarkoitetaan sopimusta, jolla yksi tai useampi henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentin) toimimaan puolestaan jonkin päämäärän saavuttamiseksi ja jossa agentti sitoutuu toimimaan päämiehen parhaaksi.⁶⁸ Tyypillisiä agenttisopimuksia ovat esimerkiksi edustus-, välitys-, vakuutus- ja työsopimukset.⁶⁹ Osakeyhtiössä tärkeimpänä päämies-agenttisuhteena pidetään yhtiön johdon ja osakkeenomistajan välistä suhdetta.⁷⁰

Agenttisopimuksille on ominaista, että sopimus ei koskaan ole kovin yksityiskohtainen, vaan päämies ja agentti sopivat *päämäärästä* johon agentin tulee pyrkiä, mutta päämäärän saavuttamiseksi tarvittavat päätökset ja toimenpiteet jäävät agentin tehtäväksi. Transaktiokustannusten ja agenttisopimusten luonteen vuoksi yksityiskohtainen sopimus ei ole järkevää, jos edes mahdollista. Agentin itsenäisestä roolista ja päätöksentekovallasta seuraa myös päämies-agenttisuhteelle ominainen *informaatioepäsymmetria*; päämiehellä on huomattavasti vähemmän informaatiota agentin käyttäytymisestä ja päätöksenteosta tavoitteeseen pääsemiseksi kuin agentilla itsellään.⁷¹ Tässä piilee vaara siitä, että agentti ajaa joko omia tai jonkun muun intressejä hoitaessaan päämiehen hänelle osoittamaa toimeksiantoa. Tätä kuvastaa osakeyhtiössä se, että osakkeenomistaja ei voi, ainakaan ilman agenttuurikustannuksia synnyttävää *vahontaa* ja johdon toiminnasta saatavaa informaatiota havaita tekikö yhtiön johto osakeyhtiölain

⁶⁷ Ks. sopimusverkkomallista kattavasti Mähönen – Villa 2006a, s.185-202. Sopimusverkkoa on luonnollisesti myös kritisoitu lähinnä siitä, että siinä sivuutetaan institutionaalisen järjestelyn merkitys ja että siinä havaittavat sopimussuhteet ovat luonteeltaan fiktiivisiä (Ibid. s.202-210). Yhdyn kritiikkiin korostamalla institutionaalisen järjestelyn merkitystä ja pidänkin institutionaalista tukea, varsinkin toimintaympäristön laajentuessa, osakeyhtiömuodon muodostumisen ja kestävyuden edellytyksenä. Verkkomalli kuvaa kuitenkin osakeyhtiötä sekä sisäisesti että ulkoisesti, jolloin näkemykseni mukaan saadaan kokonaisvaltaisain kuva aikaan osakeyhtiöstä toimijana. Lisättäessä tarkasteluun olennaiseksi näkökulmaksi riskipositioperusteinen arviointi, mahdollistuu osakeyhtiön tarkastelu sen liiketoiminnallisessa kontekstissa, joka on näkemykseni mukaan välttämätöntä tarkastelun realistisuudelle.

⁶⁸ Pekka Timonen toteaa väitöskirjassaan, että ”päämies-agentti –näkökulma edellyttää taustakseen ajatuksen yhtiöstä sopimusverkkona. Jos tämä ajattelutapa halutaan tuoda suomalaiseen yhtiöoikeuteen, sen perusta on voitava kytkeä suomalaiseen sopimusoikeuteen. Tällainen tarkastelu on käsittääkseni perustettava luottamus- tai perustellun odotuksen periaatteeseen ja sen merkitykseen kunkin osapuolen ja päämies-agentti –suhteen näkökulmasta” (Timonen 1997, s.166 alaviite 108). Tähän näkökantaan on yhdytty edellä.

⁶⁹ Mähönen – Villa 2006a, s.87

⁷⁰ HE 109/2005 vp, s.41. Ajatus yhtiön johdosta omistajien agenttina on yhtiöoikeudessa vanha ja vakiintunut, ks. esim. Timonen 1997, s.166, jossa viitataan *Berlen* ja *Meansin* klassikkoteokseen ”The Modern Corporation and Private Property” vuodelta 1932.

⁷¹ Mähönen – Villa 2006a, s.87

edellyttämällä tavalla parhaansa juuri hänen hyväkseen.⁷² Informaation saanti ja riittävyys on siten erityisen keskeistä arvioitaessa osakeyhtiötä etutahojen sekä etutahojen riskipositioiden näkökulmasta.

Ratkaisuna informaatioepäsymmetriaan pidetään yleisesti johtoa koskevien kannustinjärjestelmien rakentamista, joiden avulla johdon ja osakkeenomistajien intressit saadaan kohtaamaan. Kun johdon kannustinjärjestelmä asetetaan riippuvaiseksi yhtiön tuottamasta tuloksesta, saadaan osakkeenomistajan intressissä oleva yhtiön arvon maksimointi myös johdon intressiksi. 1.10.2010 voimaan tullut uudistettu listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2010 on asettanut entistä suuremmat vaatimukset johdon palkkiojärjestelmien läpinäkyvyydelle, pääasiassa kansainvälisen sääntelyn kehityksen (erityisesti Euroopan komission 30. huhtikuuta 2009 antama suositus listayhtiöiden johdon palkkioista) seurauksena.⁷³ Suosituksella on merkitystä etutahojen riskipositioiden kannalta, sillä suosituksen tavoitteena on yhdenmukaistaa etutahoille annettavan informaation ja noudatettavien toimintatapojen avoimuutta.

Sopimusverkkoajattelun mukaisesti myös velkoja nähdään yhtiön pääomapanoksen asettavana tahona. Velkoja asettaa, normaalin riskipositionsa sisällön mukaisesti vieraan pääoman ehdoin pääomaa yhtiön johdon käyttöön, ja ottaa siten riskin johdon opportunistista ja yhtiön maksukyvyyn sekä velan takaisinmaksun vaarantumisesta. Näin ollen myös velkojalla on jo lähtökohtainen insentíivi johdon valvontaan ja johdon toiminnasta saatava informaatio on myös vieraan pääoman ehtooselle sijoittajalle tärkeää. Lisäksi luottosuhteen erityisen pitkäkestoisuuden ja luotonannon erityispiirteiden vuoksi edellä on hahmotettu, että velkojan asema on informaation osalta usein kovenanttien ja muiden luottosuhteen ehtojen vuoksi osakkeenomistajaa parempi.

Osakeyhtiössä voidaan erottaa kolme toisistaan poikkeavaa päämies-agenttisuhdetta: osakkeenomistaja-johto, vähemmistöosakkeenomistaja - enemmistöosakkeenomistaja sekä muut sidosryhmät (velkojat, työntekijät ja asiakkaat) – yhtiö.⁷⁴ Opportunistisen käyttäytymisen vaara liittyy kaikkiin relaatioihin: valtaa käyttävällä taholla on aina mahdollisuus ajaa omaa etuaan ”heikomman” kustannuksella ja kaikissa relaatioissa tarvitaan keinoja opportunistin hillitsemiseksi. Samoin keskeisessä asemassa näyttää sekä osakkeenomistajan että velkojan kannalta olevan johto, jonka tosiasiallisessa määräysvallassa asetetut pääomapanokset ovat.

⁷² Ibid., jonka mukaan tämä riski realisoituu joko 1) osakkeenomistuksen aikana, jaettavien varojen ollessa vähäisemmät kuin jos johto olisi toiminut tehokkaammin, 2) osakkeet myytäessä, jolloin ostaja maksaa osakkeista vähemmän tai 3) yhtiötä likvidoidaessa, jolloin osakkeenomistajalle tuleva jako-osa on pienempi.

⁷³ Listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2010, s.6

⁷⁴ Ibid. s.88

Opportunismia hillitään osakeyhtiölain systematiikassa fidusiaarivelvollisuuksilla⁷⁵ sekä valta-asemaa seuraavalla vastuuasemalla. Johdon on toiminnassaan huomioitava yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien edut (OYL 1:8), määrävän osakkeenomistajan⁷⁶ on päätöksenteossaan huomioitava vähemmistö (OYL 1:7:n 2.virke) ja yhtiön (lähinnä sen päätöksentekuelimien) ei tule loukata toimillaan velkojien ja muiden osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen oikeuksia ja asemaa.⁷⁷ Samoin fidusiaarivelvollisuuksien on katsottu leimaavan enemmistöosakkeenomistajan oikeusasemaa, sillä enemmistön on toiminnassaan otettava huomioon myös vähemmistön etu, eivätkä enemmistöosakkeenomistajat saa toiminnassaan ajaa omaa etuaan vähemmistön kustannuksella (OYL 1:7).⁷⁸ Enemmistön opportunisteilta on vaikeampi suojautua kuin johdon opportunisteilta, sillä osakkeenomistajilla on pääsäännön mukaan aina oikeus vaihtaa yhtiön johto.

Oikeuskirjallisuudessa onkin esiintynyt tähän liittyen ns. *shareholder – stakeholder* – debattia, jossa keskustelun keskiössä on ollut se, kuka on johdon päämies; osakkeenomistaja, velkoja vai kukaties koko yhtiö toimintaympäristöineen. Toisin sanoen. kenen päämiehen etua agenttina toimivan johdon on edistettävä ja onko yhtiöllä osakkeenomistajien voiton maksimoimisen lisäksi esimerkiksi yhteiskuntavastuuta. Keskustelun alkukohtana on pidettävä osakeyhtiön tarkoitusta, joka OYL 1:5 mukaan on tuottaa voittoa yhtiön osakkeenomistajille.⁷⁹ Johdon tehtäväksi määritellään OYL 1:8 ”huolellisesti toimien edustaa yhtiön etua”. Debatin merkittävimpänä ja jonkinlaisena poliittisena ratkaisuna voidaan pitää *Michael Jensenin* käsitettä ”valistuneesta arvonmaksimoinnista”, jolla tarkoitetaan yhtiön arvon pitkän aikavälin maksimoimista⁸⁰, joka edellyttää kaikkien yhtiön sidosryhmien tarpeiden tyydyttämistä.⁸¹ Voimassa olevan osakeyhtiölain systematiikassa ei kuitenkaan ole epäselvyyttä siitä, että johdon ensisijaisia päämiehiä ovat juuri osakkeenomistajat (OYL 1:5 ja 1:8) ja esimerkiksi uudistetussa listayhtiöiden hallinnointikoodissa yhtiön *ja osakkeenomistajan* edun edistäminen on määritetty hallituksen tehtäväksi.⁸²

⁷⁵ Fidusiaarivelvollisuudet koostuvat lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoitteista. Johtoa koskeva huolellisuusvelvoite on kirjattu OYL 1:8 sanamuotoon ”huolellisesti toimien” ja lojaliteettivelvollisuus sanamuotoon ”yhtiön etua” ks. Mähönen - Villa 2006a, s.107.

⁷⁶ Määrävällä osakkeenomistajalla tarkoitetaan kirjanpitolain 1:5:ssä tarkoitettua määräysvaltaa käyttävää osakkeenomistajaa.

⁷⁷ Ks. johdon asemasta osakeyhtiössä kattavasti Mähönen – Villa 2006c, 137-165

⁷⁸ Mähönen – Villa 2006a, s.144

⁷⁹ Pykälässä tosin annetaan käytännössä harvinaisesti esiintyvä mahdollisuus määrätä yhtiön tarkoituksesta yhtiöjärjestysmääräyksellä toisin. Tällöin eturistiriitoja ei synny, eikä aiheesta tarvitse edes keskustella. Osakeyhtiölain hallituksen esityksessä on otettu kantaa siihen, mitä tarkoittaa voiton tuottaminen osakkeenomistajille, ja todettu sen mittarina olevan osakkeen arvon nousu HE 109/2005 vp s. 39

⁸⁰ Tämä lähtökohta on omaksuttu myös 1.10.2010 voimaan tulleessa uudistetussa ”listayhtiöiden hallinnointikoodissa”

⁸¹ Ks. *shareholder – stakeholder* debatista tarkemmin Mähönen – Villa 2006a, s.79-86

⁸² Listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2010, s.9

Kontrolli-asemaa seuraa osakeyhtiölain systematiikassa vastuuasema, jolla opportunistista käyttäytymistä pyritään estämään ja hillitsemään. OYL 22 luvun vahingonkorvausta koskevien säännösten mukaan määräysvaltaa käyttävät tahot voivat olla toiminannassaan aiheuttamasta vahingosta vahingonkorvausvelvollisia yhtiötä tai sen etutahoja kohtaan. Kyse on mielestäni päämies-agenttisuhteen ytimestä; päämies palkkaa agentin toimimaan puolestaan agenttisopimuksessa määriteltyyn päämäärään pääsemiseksi, jolloin agentille jää valta päättää keinoista, joilla päämäärä tavoitetaan. Agentin tehtävänä on olla lojaali juuri toimeksiantajaansa kohtaan ja noudatettava toiminnassaan kussakin tilanteessa edellytettävää huolellisuutta. Osakeyhtiössä johdon (agentti) opportunisti voi kohdistua sijoittajan yhtiöön asettamaan pääomaan, johon johdolla on tosiasiallisesti määräysvalta, ja mikäli pääoman hallinnoimisessa agentti aiheuttaa tahallaan tai huolimattomasti päämiehelle vahinkoa, on vahinko korvattava.

Sopimusverkkomalli tarjoaa käyttökelpoisen välineen osakeyhtiön kuvaamiseen sen kokonaisessa toiminnallisessa kontekstissaan, jossa yhtiön kaikki etutahot ja heidän väliset suhteensa voidaan ottaa huomioon. Koska osakeyhtiö on pääomayhtiö, analyysin keskiössä on yhtiöön pääomaa sijoittavien etutahojen riskipositio sekä luottamus osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen luomaan ”normaalitilaan”, jossa asetettuja pääomapanoksia käsitellään. Sopimusverkko ei ole vastaus kuitenkaan osakeyhtiöön, eikä näin ole tarkoituskaan. Toimintaympäristön ja toimijoiden mittasuhteiden laajentuessa, toimijoiden välisten suhteiden ratkaisemiseen eivät riitä ainoastaan sopimukset, vaan tarve instituutioille ja niiden luomalle pysyvyydelle on ilmeinen. Sopimusverkko tarvitseekin institutionaalista tukea muodostaakseen pysyvän osakeyhtiömuotoisen taloudellisen yhteenliittymän. Tästä syystä sopimusverkkomallin voidaankin sanoa olevan opetuksellinen väline.⁸³

Instituutioihin kuten osakeyhtiömuotoiseen yritykseen liittyy vahvasti ajatus luottamuksesta; toimijan on voitava luottaa tietyn lainsäädännön tarjoaman instituutiovaihtoehdon sisällön vaihtelun pysyvyyteen tietyn normaalivaihtelun sisällä. Tätä edellyttää myös oikeudenmukaisuuden käsitteen yksi keskeinen merkitysisältö eli luottamuksensuojaperiaate. Osakeyhtiön etutahojen tasolla tämä tarkoittaa esimerkiksi oman pääoman ehtoisen sijoittajan luottamusta siihen, että yrityksen johto osakeyhtiölain luoman institutionaalisen kehyksen edellytysten mukaisesti toimii juuri hänen agenttinaan ja laajemmin niin, että yhtiössä määräysvaltaa käyttävät ne tahot, jolle tämä tehtävä on osakeyhtiötä koskevassa institutionaalisessa järjestelyssä asetettu.

⁸³ Mähönen – Villa 2006a, s.185

Edellä esimerkkinä käytetty oman pääoman ehtoinen velka hämärtää tätä perinteistä osakeyhtiön institutionaalisen kehityksen luomaa odotusta. Velkoja voi luottosopimuksen kovenanteilla saavuttaa osakkeenomistajan asemaan rinnastettavan oikeusaseman yhtiössä, mutta osakeyhtiölain systematiikka ei havaitse tällaista mahdollisuutta yhtiön taloudellisesta tilanteesta annettavan informaation tai kontrolliasemaa seuraavan vastuuaseman osalta. Välipääoman ymmärtämisessä olennaista on oman ja vieraan pääoman tunnusmerkkien, niiden suhtautumisen riskiin ja niiden tuottaman oikeusaseman ymmärtäminen. Seuraavassa tarkastellaankin osakeyhtiön käytössä olevaa pääomaa ja pääomalajien sisältöä, sekä sitä oikeusasemaa jonka oma ja vieras pääoma sijoittajalleen antaa. Tarkoituksena on havainnollistaa, että osakkeenomistajan asema on oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä, ja että nämä oikeudet ja velvollisuudet voidaan erilaisin sopimus oikeudellisin konstruktoin luoda myös velkojalle.

3. VÄLIPÄÄOMAN MUODOSTAMINEN JA VELKOJA-ASEMAN HÄMÄRTYMINEN

3.1 Johdatus välipääomaan

Modernia osakeyhtiötä ympäröivän rahoitus- ja pääomamarkkinoiden kehitys entistä markkinaehtoisemmaksi edellyttää rahoitusvälineiltä sekä osakeyhtiötä sääntelevältä osakeyhtiölailta yhä suurempaa joustavuutta. Voimassa olevan osakeyhtiölain yksi keskeinen tavoite on tarjota osakeyhtiömuotoisille yrityksille tehokkaan ja tarkoituksenmukaisen toiminnan mahdollistava joustava viitekehys, jossa joustavuus on toteutettu laajentamalla sopimusvapautta ja lisäämällä tahdonvaltaisten säännösten roolia.⁸⁴ Tahdonvaltaisuus näyttäytyy erittäin voimakkaassa roolissa yhtiön rahoituksessa ja perusajatuksena on se, että rahoitusta hankkiva yhtiö ja rahoituksen tarjoaja saavat sopimusvapauden rajoissa itse päättää rahoituksen ehdoista.⁸⁵

Välipääomarahoitusta ja -instrumentteja voidaankin pitää yhtenä sopimusvapauden ilmentymänä. Oman ja vieraan pääoman taloudellisia ominaisuuksia sisältävät hybridi-instrumentit eivät ole enää uusi ja vieras ilmiö, vaan niitä on käytetty pankki- ja vakuutus alalla jo pitkään, ja yritysten rahoitustuotteisiin välipääomainstrumentit ovat löytäneet tiensä etenkin verotuksellisen insenttiivin siivittämänä. Välipääoman käytön muita insenttiivejä ovat rahoitettavan yhtiön rahoitusrakenteen tehostaminen ja optimoiminen, pääoman hankinnan helpottaminen erilaisten riskin ja tuoton yhdistelmien avulla, jolloin rahoituksen kohde muodostuu sijoittajien kannalta houkuttelevammaksi, ja rahoittajan sekä rahoitettavan tarpeisiin (kustannustehokkuus, riskinhallinta sekä rahoituksen kiinnostavuus)

⁸⁴ HE 109/2005 s. 16-17.

⁸⁵ Mähönen – Villa 2006b, s.14

vastaaminen.⁸⁶ Osaltaan kehitykseen on myös vaikuttanut Eurooppalaisen ja erityisesti angloamerikkalaisen rahoituskäytännön rantautuminen Suomalaiseen yritysrahoitukseen. Tästä syystä on olennaista havaita, että välipääomarahoitukseen liittyvät oikeudelliset ongelmat ovat rahoituksen globaalin luonteen ja tilinpäätössääntelyn yhtenäistymisen johdosta samansisältöisiä Suomessa ja muualla, jolloin myös tulkinta-apua on mahdollista hakea ulkomaisesta käytännöstä.⁸⁷ Tukeudunkin velkojakontrollin tunnistamisessa luvussa neljä osittain Yhdysvalloissa esitettyyn doktriiniin.

Velkapohjaisia välipääomainstrumentteja muodostettaessa vieraan pääoman ehtoista rahoitusvälinettä muutetaan sopimusperusteisesti niin sanottujen kovenanttien (*covenants*), eli luottosopimukseen sisällytettyjen velan erityisehtojen avulla siten, että velkaan liitetään omalle pääomalle ominaisia kontrollia, residuaalista voitto-osuutta, tappioon osallistumista, maksurajoituksia, maksunsaantijärjestyksellistä takasijaisuutta sekä ajallista rajoittumattomuutta (*perpetuaalisuus*) koskevia taloudellisia ominaisuuksia.⁸⁸ Tällaisia ehtoja sisältävä velka ei enää vastaa osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen luomaa kuvaa velkojan tavanomaisesta riskipositioista, ja on perusteltua kysyä tuleeko velkojaa enää käsitellä velkojana, vai onko vieraan pääoman luonne muuttunut taloudellisilta ominaisuuksiltaan osakkeeksi. Tämä oikeuttaa edelleen kysymään, mikä merkitys on annettava KPA:n tasekaavan formaalille jaolle omaan ja vieraaseen pääomaan, ja mikä tekee näistä pääomalajeista juuri omaa taikka vierasta pääomaa. Entä miten tulee suhtautua velkojaan, joka kovenanttiehtoisesti käyttää tosiasiallisesti osakkeenomistajan määräysvaltaa yhtiössä?

Kontrolloivan velkojan aseman hahmottamiseksi tarkastelen seuraavassa oman ja vieraan pääoman taloudellista sisältöä sekä niiden haltijalleen tuottamaa oikeusasemaa.

3.2 Oma pääoma ja osake

3.2.1 Oman pääoman tunnusmerkit

Koska oman pääoman *sisällöllisiä ominaisuuksia* ei ole määritelty osakeyhtiö- tai kirjanpito-oikeudellisissa säännöksissä, oman pääoman sisältöä on osakeyhtiön institutionaalisessa kehyksessä mahdollista hahmottaa tunnistamalla ominaisuuksia, joita tyypillisimmin esiintyy oman pääoman ehtoisissa rahoitusvälineissä. Tunnusmerkkejä, jotka ovat *ominaisia kaikille* oman pääoman ehtoisille rahoitusvälineille, kutsutaan oman pääoman varsinaisiksi tunnusmerkeiksi. Tunnusmerkkejä, jotka ovat

⁸⁶ Esim. Lautjärvi 2009, s.75

⁸⁷ Ks. välipääomainstrumenttien historiallisesta kehityksestä esim. Ibid., Lauriala 2001, s.76-77 sekä Villa 2001, s.1-5. Huomionarvoista on myös se, että voimassa olevaa osakeyhtiölakiamme pidetään siirtymänä angloamerikkalaiseen yhtiöoikeuskäytäntöön (Mähönen – Villa 2006a, s.3).

⁸⁸ Villa 2001, s.165

tyypillisiä useimmille oman pääoman ehtoosille rahoitusvälineille, kutsutaan oman pääoman epävarsinaisiksi tunnusmerkeiksi.⁸⁹ Varsinaisia tunnusmerkkejä ovat osakesijoituksen takasijaisuus maksunsaantijärjestyksessä, sijoituksen vakuudettomuus sekä pääoman pysyvyys⁹⁰, ja epävarsinaisia tunnusmerkkejä sijoituksen jako-osaisuus, sijoitukseen liittyvää kontrolliasema yhtiössä sekä sijoituksen eräpäivättömyys.⁹¹

Oikeuskirjallisuudessa omaksuttua jakoa oman pääoman varsinaisiin ja epävarsinaisiin tunnusmerkkeihin voidaan kuitenkin pitää erittäin formaalina. Kontrollioikeus, residuaalisuus ja eräpäivättömyys, vaikkakaan eivät liity *kaikkiin* oman pääoman ehtoihin sijoituksiin, ovat kuitenkin juuri niitä ominaisuuksia, joiden avulla voidaan hahmottaa oman ja vieraan pääoman välistä rajanvetoa instrumentin taloudellista sisältöä tarkastelemalla.⁹² Siten niille tulee antaa merkitystä arvioitaessa sitä, mihin asti välipääomainstrumenttia voidaan räätälöidä velasta osakkeeksi tai toisin päin, ts. milloin raja osakkeen ja velan välillä ylitetään siten, että on perusteltua puhua oman pääoman ehtoosesta velasta.

3.2.2 Osake ja osakkeen omistaminen

Tehdessään oman pääoman ehtoisen sijoituksen yhtiöön, sijoituksen tekijä saa sijoitustaan vastaan yhtiöltä osakkeen, joka tuottaa omistajalleen tiettyjä oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä.⁹³ Perinteisen käsityksen mukaan osakeyhtiön osakkeenomistajista puhutaan osakeyhtiön omistajina heidän osakkeen omistamisen (omistusoikeus) nojalla. Samoin perinteisen käsityksen mukaan omistusoikeuteen liitetään omistajan määräysvalta omistuksen kohteeseen, eli yksinoikeutettu valta määrätä omistuksen kohteen käytöstä ja kohtalosta. Tämä omistajan oikeus käyttää määräysvaltaa omistamaansa esineeseen erottaa omistajan oikeusaseman muiden tahojen oikeusasemasta; muilla ei ole oikeutta määrätä toisen omistaman esineen käytöstä. Myös määräysvallan katsotaan osakeyhtiökontekstissa, *tosin virbeellisesti*, perustuvan ainoastaan osakkeen omistamiseen tai muodolliseen asemaan yhtiön hallintoelimissä.

⁸⁹ Mähönen – Villa 2006b, s.58

⁹⁰ Mähönen ja Villa pitävät pääoman pysyvyyttä oman pääoman varsinaisena tunnusmerkkinä siksi, että VOYL mukaiset vara- ja ylikurssirahastot, joita ei OYL:n mukaan enää voi muodostaa, säilyttävät edelleen sidotun pääoman luonteensa. OYL 8.1.1 mukaiset rahastot ovat toki jakokelvottomia, mutta arvonmuutokset voivat johtaa niiden negatiivisuuteen. Ks. Mähönen – Villa 2006b, s.60-61

⁹¹ Mähönen – Villa 2006b, s.56–64

⁹² Mähönen – Villa 2006b, s.64

⁹³ Esim. Kyläkallio 2008, s.215. Ks. myös Havansi 1979 s. 6-19, jossa osakkeenomistajan oikeusasemaa hahmotetaan mielenkiintoisesti varallisuus-oikeuden näkökulmasta erottamalla tarkastelukulmiksi 1) osakkeen yhtiöoikeudellinen käsite, 2) osakkeen vaihdantakohteellinen käsite ja 3) osake esineenä, ja jossa Havansin lopputulema on että osakkeeseen yhtiöoikeudellisessa mielessä liittyvien hallinnoimis- ja varallisuuspitoisten oikeutusten muodostamassa kokonaisuudessa on koko osakeomistuksen ydin. Havansi tarkoittaa tällä sitä, että vaihdantaan liittyvä oikeus hankkia ja luovuttaa osake on toissijaista osakkeen tuottamaan oikeusasemaan nähden.

Poikkeuksen sanotusta muodostavat konsernisuhteet, joiden osalta myös laissa on tunnistettu mahdollisuus siihen, että määräysvalta voi omistuksen sijaan perustua sopimukseen.⁹⁴ Periaate soveltuu sellaisenaan myös konsernisuhteen ulkopuoliseen osakeyhtiöoikeudelliseen arviointiin.

Osakeyhtiössä omistusoikeus on aiemmin nähty omistusosuuden suuruisena osallisuutena yhtiöön (sen toimintaan ja varallisuuteen), mutta ajattelutapa on sittemmin muuttunut.⁹⁵ Osakeyhtiöoikeudessa omistusoikeudella tarkoitetaan oikeutta *omistaa yhtiön osake ja määrätä yksinomaisesti sen tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista*.⁹⁶ Osakeyhtiöoikeudessa omistusoikeudelle voidaan tilanteesta ja tarkastelukulmasta riippuen löytää myös muita sisältöjä.⁹⁷ Osakeyhtiölain systematiikassa määräysvalta on kuitenkin perinteiseen tapaan kytketty osakkeeseen, eli määräysvalta yhtiössä on annettu osakkeen omistamiseen liittyvän oikeusaseman haltijalle, eli osakkeenomistajalle. Hahmotettaessa tätä oikeusasemaa ja sen haltijatahoa keskeisiä käsitteitä ovat osake, osakkeen omistaminen ja osakkeenomistaja.

Osake tuottaa omistajalleen oikeuksia ja velvollisuuksia yhtiössä, ja osaketta voidaankin pitää yleisesti sen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien summana. Osake ei siten ole mikään yksiselitteisesti määritelty aineellinen kohde, vaan tietyn oikeusaseman lähde ja tämän oikeusaseman sisältö määrittäyty osakeyhtiölain sekä yhtiöjärjestyksen perusteella. *Osakkeen omistaminen* merkitsee täydellistä, suojattua yksinoikeutta osakkeen tuottaman oikeusaseman käyttämiseen, jolloin osakkeen omistaminen sisältää myös oikeuden vapaasti määrätä (siirtää, luovuttaa, pantata yms.) näistä osakkeen tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista.⁹⁸ Osakkeeseen liittyvien oikeuksien ja velvollisuuksien siirto on oikeuskirjallisuudessa yleisesti hyväksytty osakkeen jakamattomuuden periaatteesta huolimatta.⁹⁹ *Osakkeenomistaja* taas on se taho, jolla tämä osakkeen tuottama oikeusasema tosiasiallisesti on.

Termien osake, osakkeen omistaminen ja osakkeenomistaja merkitys avautuu *Villan* esittämän konstruktion avulla: jos osakkeenomistaja siirtää kaikki osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet ikuisesti ja peruuttamattomasti, mutta pidättää itsellään omistusoikeuden osakkeeseen, ketä on tällöin

⁹⁴ OYL 8:12 §, jossa viitataan kirjanpitolain määräysvallan määritelmään. Tästä tarkemmin kappaleessa 5.2.

⁹⁵ Esim. Timonen 1997, s.244, jossa viitataan keskeisiltä osilta Kartio 1990

⁹⁶ Kartio 1990, s.53–62.

⁹⁷ Mähönen – Villa 2006a, s.219 viittauksineen sekä s.186

⁹⁸ Onkin tärkeää huomata, että yhtiöoikeudellisesti ei ole merkityksellistä kuka osakkeen tuottamia oikeuksia ja velvollisuuksia käyttää, vaan merkityksellinen suhde on aina osakkeen ja yhtiön välillä Mähönen – Villa 2006a, s.220

⁹⁹ Osakkeen jakamattomuuden periaatteella tarkoitetaan esimerkiksi sitä, ettei osakkeen tuottamia oikeuksia hallinnoimis- ja varallisuusoikeuksia voida yhtiöoikeudellisesti erottaa osakkeesta ja ettei osakkeen osan omistaminen oikeuta osakkeenomistajan asemaan yhtiössä. Tämä ei kuitenkaan estä osakkeen yhteisomitusta tai oikeuksien ja velvollisuuksien siirtämistä sopimuksella Mähönen – Villa 2006b, s. 102. Ks. myös Mähönen – Villa 2006a, s.220

pidettävä osakkeenomistajana? Vaihtoehtoja on luonnollisesti kaksi: osakkeen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien haltija tai omistusoikeuden itselleen pidättänyt osakkeen omistaja.¹⁰⁰ Omistusoikeuden itselleen pidättäneen tahon omistusoikeus on tällöin vailla mitään sisältöä, sillä jäljellä ei ole enää mitään mistä määrätä omistajan tavoin. *Villan* mukaan omistusoikeutta ei tällöin jääkään jäljelle kun osakkeen tuottama oikeusasema on peruuttamattomasti siirretty.¹⁰¹ Tällaisessa tilanteessa lienee absurdia väittää että omistusoikeuden ”tyhjään” osakkeeseen itsellään pidättänyt taho olisi osakkeenomistaja osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla esimerkiksi osakeoikeuksien käyttöön liittyvien vastuukysymysten osalta.

Villan konstruktion avulla voidaan esittää kysymys siitä miten tulee suhtautua sen tahon oikeusasemaan, jolle osakkeen omistaja on osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet peruuttamattomasti siirtänyt, mutta joka ei omista osaketta. Onko tällainen osakeoikeuksia käyttävä taho silti osakeyhtiölain systematiikassa ”ulkopuolinen”, johon osakkeenomistajaa koskevat säännökset esimerkiksi vastuun osalta eivät ulotu? Entäpä jos osake ymmärrettäisiin esimerkiksi koostuvan viidestä oikeudesta ja viidestä velvollisuudesta, joista neljä oikeutta ja neljä velvollisuutta siirretään kolmannelle, siirtykö ja toisaalta jääkö jäljelle osake, omistusoikeus osakkeeseen tai osakkeenomistajan oikeusasema? Tätä kautta päästään kysymykseen siitä, mihin pisteeseen asti osake on osake ja mitkä ominaisuudet lopulta tekevät osakkeesta osakkeen ja velasta velan.

Arviointi on suoritettava aina tapauskohtaisesti, ja oikeuskäytännön puutteen vuoksi näihin kysymyksiin on mahdotonta antaa vedenpitäviä vastauksia. Lisäksi omaa tai vierasta pääomaa ei sisällöllisesti ole määritelty tyhjentävästi, eikä oikeuskäytännössä ole annettu tarkkoja suuntaviivoja sille, missä vaiheessa välipääomainstrumentti tulee tulkita osakkeesta velaksi tai toisin päin. *Mähönen ja Villa* ovat esittäneet, että olennaista arvioinnissa on kuitenkin se, ovatko osakkeen tuottamat kaikki oikeudet ja velvollisuudet siirtyneet peruuttamattomasti siten, ettei siirtäjä voi saada niitä enää takaisin. Tällöin olisi tosiasiallisesti siirretty myös omistusoikeus osakkeeseen, jolla siis ymmärretään omistajansa oikeus osakkeen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien omistamiseen.¹⁰²

Edellä esitetty kanta on siis tunnistettu myös osakeyhtiölaissa. OYL 8:12 §:n mukaan konsernisuhde syntyy KPL 1:5 §:n määräysvaltaa koskevan määritelmän mukaisesti. KPL 1:5 §:n mukaisesti konsernisuhteen edellyttämä määräysvalta voi perustua osakkeiden tuottaman äänen enemmistön

¹⁰⁰ Villa 2001, s.80

¹⁰¹ Ibid. Tässäkin on osaltaan kyse sisältöpainotteisuuden periaatteesta ja konstruktio havainnollistaa hyvin sen, miksi oikeudellisen muodon painotus tarkastelussa ei välttämättä anna todellista kuvaa tarkasteltavasta tilanteesta.

¹⁰² Mähönen – Villa 2006a, s.220-221

lisäksi oikeuteen nimittää enemmistö yhtiön hallituksessa tai siihen verrattavassa toimielimessä, *sekä muuhun sopimukseen*. Tällaisena muuna sopimuksena on pidetty oikeuskirjallisuudessa esimerkiksi laaja-alaista rahoitussopimusta.¹⁰³

Korkein oikeus on osaltaan vahvistanut edellä hahmotellun konstruktion, jonka perusteella osake tyypistyy itse asiassa vain osakeyhtiömuodolle ominaiseksi formaliteetiksi *myös konsernisubteen ulkopuolella* tapauksessa KKO 2001:86, jossa oli kyse siitä, voitiinko luonnollista henkilöä A:ta pitää ilman osakkeenomistusta tai muodollista asemaa yhtiön hallinnossa pitää yhtiössä tosiasiallista määräysvaltaa käyttävänä tahona. Korkeimman oikeuden perustelujen mukaan ”A ei ole omistanut yhtiön osakkeita eikä hänellä ole ollut muodollista asemaa yhtiön hallinnossa. Hän on kuitenkin hovioikeuden tuomiosta ilmenevin tavoin käytännössä hoitanut yhtiön koko liiketoiminnan ja käyttänyt siinä tosiasiallista määräysvaltaa. Hän on siten yhtiön tosiasiallisena johtajana tullut vastuuseen yhtiön hallitukselle ja toimitusjohtajalle lain mukaan kuuluvista velvollisuuksista, joihin on luettava myös velvollisuus yhtiön edustajana huolehtia sen kirjanpidosta. Näillä perusteilla Korkein oikeus katsoo, että A on tekijänä syylistynyt alempien oikeuksien hänen syykseen lukemaan kirjanpitorikokseen.”

Tapauksessa eri mieltä ollut jäsen vetosi suomen perustuslain 8§:ään sisältyvään laillisuusperiaatteeseen toteamalla: ” Laillisuusperiaatteesta seuraa, että säännöstä ei saa soveltaa tapaukseen, johon se ei lain sanamuodon mukaan sovellu, vaikka onkin rinnastettavissa säännöksessä tarkoitettuihin tilanteisiin. Kirjanpitovelvollisena olevan osakeyhtiön sisällä vastuu kirjanpitorikoksesta on rajattu yhtiön edustajaan. Kirjanpitorikoksen tekijäpiiriin laajentaminen yhtiön sisällä henkilöön, joka on tosiasiallisesti johtanut yhtiön toimintaa olematta mukana organisaatiossa, ei ole mahdollista laillisuusperiaatetta loukkaamatta. Tämän vuoksi A:ta ei voida tuomita tekijänä rangaistukseen kirjanpitorikoksesta.”

Erimieltä olleen jäsenen kanta on ymmärrettävä, mutta korkein oikeus laillisuusperiaatteesta huolimatta, että rikosoikeuden yleisten periaatteiden valossa rikosoikeudellisen vastuun kohdentamisessa pyritään yleensäkin siihen, ettei vastuuta voi kiertää keinotekoisilla, muodollisilla järjestelyillä. *Savela* on osuvasti todennut tapausta analysoidessaan, että ”jos johtaja voidaan asettaa rikosvastuuseenkin pelkän tosiasiallisen aseman perusteella, mitkään oikeusturvasyyt eivät voi puoltaa korkeampaa kynnystä yleisen siviilioikeudellisen vahingonkorvausvastuun osalta.”¹⁰⁴ Savelan näkemykseen on helppo yhtyä.

¹⁰³ Kyläkallio 2000, s.63 sekä Koski – af Schulten 1998, s.29-30

¹⁰⁴ Savela 2006, s.215

Tapauksessa korkein oikeus rinnasti A:n yhtiön hallitukseen, ja katsoi että A oli tosiasiallisen määräysvallan käyttäjänä tullut velvolliseksi vastaamaan yhtiön kirjanpidosta. Tapaus on merkittävä tutkielman aiheen kannalta, sillä ensinnäkin korkein oikeus eksplisiittisesti vahvisti sen, että tosiasiallinen määräysvalta osakeyhtiössä voi vastuun kannalta perustua myös muuhun kuin osakkeen omistamiseen tai muodolliseen asemaan yhtiössä ja toisekseen korkein oikeus vahvisti, että keinotekoisilla muodollisilla järjestelyillä ei voida välttää vastuuta. Kyse on ilman sanottua tapaustakin siitä, että oikeusjärjestyksemme ei anna suojaa järjestelyille, jotka perustuvat tosiasiallisen sisältönsä vastaisesti jonkin oikeudellisen muodon väärinkäyttöön.

Osakkeen käsite tulee siis ymmärtää osakeyhtiössä ilmenevien oikeuksien ja velvollisuuksien summana, jolloin sen tuottama oikeusasema riippuu siitä, *millaisia ominaisuuksia siihen on liitetty*.¹⁰⁵ Osakkeen omistus tulee ymmärtää sinä omistusoikeutena, jonka nojalla osakkeen tuottamista oikeuksista ja velvollisuuksista voidaan *disponoida*, ja osakkeenomistaja *tahona, jolla tosiasiallisesti on osakkeen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien muodostama osakkeenomistajan oikeusasema joko omistuksen, sopimuksen tai muun järjestelyn kautta*. Sellaista tahoa, jolla ilman osakkeen omistamista on jonkin osakkeen tuottamiin oikeuksiin liittyvän järjestelyn seurauksena *tosiasiallisesti* osakkeenomistajan oikeusasemaan yhtiössä rinnastuva asema, on käsiteltävä *osakkeenomistajaan rinnastettavana tahona*. Rinnastettavuuden ajatuksen taustalla on sisältöpainotteisuuden periaate; asian oikeudellinen muoto, ja tästä muodosta johtuvat seuraukset voidaan sivuuttaa, mikäli asian tosiasiallinen sisältö ja tarkoitus eivät vastaa tätä virheellistä tai valheellista muotoa.

3.2.3 Osakeyhtiön omistaja

Kun edellä on hahmotettu, että osakkeen omistaminen itsessään ilman siihen liittyvää oikeusasemaa ei välttämättä ole riittävä peruste sille että osakkeiden omistajaa pidetään yhtiön omistajana ja yhtiössä määräysvaltaa käyttävänä tahona, on lyhyesti otettavaa kantaa siihen, ketä on pidettävä osakeyhtiön omistajana.

Sopimusverkkomallissa osakeyhtiöllä ei ole omistajia; yhtiö sopimusten omaisten suhteiden verkkona ei yksinkertaisesti ole kenenkään omistettavissa, vaan osakkeiden omistajat nähdään yhtiöön sijoituksen tekävänä tahona siinä missä muutkin yhtiön toimintapiirin etutahot.¹⁰⁶ Sopimusverkkomalli

¹⁰⁵ Esimerkiksi Mähönen ja Villa nimittävät ”epäaidoksi” osakkeeksi osaketta, josta on yhtiöjärjestysmääräyksiin poistettu mahdollisuus osakkeen tuottamaan lisäarvoon (residuaali) tai äänioikeus yhtiökokouksessa. Tällaista osaketta voidaan pitää lähempänä maksunsaantijärjestyksessä viimesijaista velkaa kuin oman pääoman ehtoista sijoitusta. Mähönen – Villa 2006a, s.230

¹⁰⁶ Villa 2001, s.78

myötäileekin nykyään vallitsevaa käsitystä osakkeenomistajan omistuksen välillisyydestä, ja siitä että osakeyhtiön omistaminen on jakaantunut niiden tahojen kesken, joilla on tosiasiallinen määräysvalta yhtiön omaisuuteen.

Osakeyhtiössä voidaan pelkistää ainakin neljä toisistaan poikkeavaa omistusoikeuden käsitteen sisältöä: 1) aineellinen omistusoikeus, eli osakeyhtiön omistusoikeus omaan omaisuuteensa, 2) omistusoikeus osakeyhtiön osakkeeseen, 3) osakkeenomistajat yhtiön omaisuuden omistajina, eli niin sanotut *samastustilanteet*, joissa osakkeenomistajaa ja yhtiötä arvioidaan samana kokonaisuutena sekä 4) taloudellinen omistus. Taloudellisella omistuksella tarkoitetaan sitä, että yhtiön omaisuuden omistajana pidetään sitä tahoja, jolla on tosiasiallisesti viime kädessä valta määrätä sen kohtalosta.¹⁰⁷ Osakeyhtiölain systematiikassa osakkeenomistajat ovat yhtiössä ylintä valtaa käyttävä taho, joten usein katsotaankin että osakkeenomistajilla on sanotun kaltainen taloudellinen omistus osakeyhtiössä yhtiön varallisuuteen.

Osakeyhtiö on osakkeenomistajistaan erillinen oikeushenkilö, jolla on kelpoisuus omistaa itse oma varallisuutensa ja vastata omissa nimissä velvoitteistaan.¹⁰⁸ Osakkeenomistajan näkökulmasta tämä näyttäytyy samastustilanteet pois lukien osakkeenomistajan rajoitettuna vastuuna yhtiön velvoitteista ja omistusoikeuden kannalta siten, että yhtiöllä itsellään on omistusoikeus omaan varallisuuteensa. Kun omistusoikeuteen kuuluu olennaisena osana oikeus määrätä omistuksen kohteen kohtalosta, havaitaan että osakeyhtiö etutahojen sopimusten muodostamana kokonaisuutena ei osakeyhtiölain systematiikassa ilman osakkeitaan omistavia tahoja ja toiminnasta vastaavaa johtoa pysty *hallinnoimaan* tätä omistamaansa varallisuutta, joten omistusoikeus typistyykin vain sen muodolliseen omistamiseen ilman tosiasiallista kykyä disponoida omistuksen kohteesta omistajan tavoin.

Samalla havaitaan, ettei itse asiassa yhdelläkään osakeyhtiön toimintaympäristön etutaholla ole yksinomaista, perinteistä omistusoikeutta mukailevaa taloudellista omistusta osakeyhtiöön tai sen varallisuuteen. Osakkeenomistajat luovuttavat pääomapanoksensa ja ”omistamansa” yhtiön muunkin omaisuuden yhtiön johdon tosiasialliseen määräysvalttaan ja siten omistukseen, sillä useinkaan ei ole niin, että osakkeenomistajat miehittävät myös yhtiön johtopaikat.¹⁰⁹ Toisaalta johtokaan ei voi käyttää määräysvaltaa omaisuuteen haluamallaan tavalla, sillä osakkeenomistajilla on lähtökohtaisesti aina

¹⁰⁷ Mähönen – Villa 2006a, s.219 viittauksineen sekä s.186

¹⁰⁸ OYL 1:2

¹⁰⁹ Omistusoikeussuhteiden määrittäminen yhtiön ja osakkeenomistajan välillä on helpompaa silloin kun ainoa osakkeenomistaja on myös yhtiön hallituksen ainoa jäsen, ja käyttää siten yksinomaista määräysvaltaa yhtiössä.

mahdollisuus vaihtaa yhtiön hallitus ollessaan tyytymätön johdon toimintaan.¹¹⁰ Lisäksi on vielä havaittu, että velkojallakin voi olla osakkeenomistajaan rinnastuvan tahon status, jolloin velkojan määräysvalta ja siten omistus voi yhtälailla kohdistua osakeyhtiöön. Yhteenvedona voidaankin todeta, että osakeyhtiön omistus on jakautunut niiden tahojen kesken, jotka käyttävät osakeyhtiössä määräysvaltaa, eikä esimerkiksi ajatus velkojasta osakeyhtiön omistajana tunnu enää niin vieraalta ymmärrettäessä omistus nimenomaan määräysvaltaan perustuvana taloudellisena omistuksena.

3.3 Vieras pääoma ja velka

3.3.1 Vieraan pääoman tunnusmerkit

Vieraana pääomana pidetään yleisesti sitä pääomaa, joka asetetaan yhtiöön sopimuksen perusteella, ennalta sovittua korvausta (korko) vastaan ja ennalta määräytyksi ajaksi.¹¹¹ Velka ja velkasuhde perustuvat vahvasti sopimukseen, joten velkasuhteen tarkastelussa on annettava vahva merkitys sopimusoikeudelle ja sen periaatteille. Osakeyhtiön institutionaalisessa kehyksessä perusmuotoisen velan tunnusmerkkeinä voidaan pitää velan sopimusperusteisuuden lisäksi määräaikaisuutta, tuoton ja sijoitetun pääoman kiinteämääräistä takaisinmaksua, formaalisten kontrollioikeuksien puuttumista, maksurajoitusten puuttumista sekä velkojen lähtökohtaisesti samansijaista maksunsaantiasemaa.

Maksunsaantijärjestyksessä vieras pääoma saa siis etusijan omaan pääomaan nähden; sen maksuun ei liity rajoituksia kuten velan pääoman maksun sitomista yhtiön maksukykyyn ja yhtiön toiminnan loppuessa yhtiön velkojen saatavat katetaan täysimääräisesti ennen omalle pääomalle tehtäviä suorituksia. Tästä etusijaisuudesta johtuen edellä kuvatulla tavalla velkojalla ei ole samanlaista intressiä yhtiön lisäarvon kasvattamiseen kuin osakkeenomistajalla, vaan velkojan intressinä on riskinkarttaminen velallisyhtiön likviditeetin säilyttämiseksi luottosuhteenajan. Näin selittyy, miksi velkojalle ei ole tarkoituksenmukaista allokoida kontrollivaltaa osakeyhtiössä.

3.3.2 Luottosopimussuhde velkoja-aseman määrittäjänä

Velkasuhde perustuu sopimukseen, esimerkiksi luottosopimukseen. Sopimus on oikeudellinen instrumentti, jonka avulla voidaan suorittaa pätevästi varallisuuden siirtoja, ja joka voidaan määritellä kahden osapuolen väliseksi oikeustoimeksi, joka synnyttää osapuolten välisiä velvollisuuksia ja niitä

¹¹⁰ Vaihtoehtoisesti, jos yhtiöllä on hallintoneuvosto, yhtiökokous nimittää hallintoneuvoston, jolle voidaan yhtiöjärjestyksessä antaa mahdollisuus valita hallitus. Toimitusjohtajan osalta on kuitenkin aina pidettävä mielessä, että lähtökohtaisesti hallitus nimittää toimitusjohtajan.

¹¹¹ Mähönen – Villa 2006b, s.73

vastaavia oikeuksia. Sopimuksesta seuraa kunkin sopimustyyppin mukaiset pää- ja sivuvelvoitteet.¹¹² *Luottosopimuksella* voidaan katsoa tarkoitettavan luottosuhteen kaikkien osapuolten sopimien eri ehtojen ja sääntöjen kokonaisuutta, jotka määrittävät luoton (velan) antamista ja takaisinmaksamista.¹¹³ Luottosopimus syntyy samalla tavalla kuin muutkin sopimukset, ja luottosopimuksen syntyvaiheeseen soveltuvat pääsääntöisesti oikeustoimilain 1 luvun yleiset säännökset sekä velkasuhdetta koskevat säännökset kuten korkolaki ja velkakirjalaki.

Luottosuhteessa on kyse luotonantajan (velkoja) ja luotonsaajan (velallinen) välisten luotto- ja liitännäissopimusten synnystä, voimassaolosta ja päättymisestä, sekä luottosopimuksen osapuolten suhteista toisiinsa. Luottosuhde on pitkäkestoisuutensa vuoksi erityislaatuinen suhde, johon liittyy luotonantajan näkökulmasta erittäin pitkää odotusajasta johtuen laaja mahdollisuus erilaisten riskien realisoitumiselle. Riskinhallinta on siten korostuneessa asemassa luotonantajan näkökulmasta. Riskinhallinnan kannalta erilaiset vakuusjärjestelyt kuten panttaukset, kiinnitykset ja takaukset, sekä velallisyhtiön monimuotoinen monitorointi ja kontrollointi ovat luotonantajan aseman peruskiviä, joita velkoja hallitsee juuri luottosopimuksella. Osakeyhtiölain systematiikassa velkojan asema voi suppeimmillaan tyypistyä passiivisen, yhtiön ulkopuolisen määräaikaisen sijoittajan rooliin, joka ei ota osaa yhtiön liiketoiminnan johtamiseen. Tällaisessa vallitsevan systematiikan ideaalitulanteessa velkojan asemaa turvaavat osakeyhtiölain velkojien suojausmekanismi¹¹⁴ sekä perinteiset vakuudet kuten osakepantit, yritys-, kiinteistö- ja ajoneuvokiinnitykset sekä (yrityksen omistajien antamat) takaukset.

Yritysrahoitukseen liittyvässä luottosopimussuhteessa sopimuksen merkitys on henkilörahoitusta keskeisempi, sillä yritysrahoitukselle ominainen kassavirta-ajattelu sekä luottosuhteiden monimutkaisuus sekä pitkäkestoisuus edellyttävät laajojen sopimusten ja erilaisten vakuuksien muodostaman kokonaisuuden järjestämistä ja hallitsemista. Yritysrahoituksessa luoton ensisijaisena ”vakuutena” käytetään yrityksen keräämää kassavirtaa, jolla heijastetaan velallisen tosiasiallista kykyä maksaa luotto oikea-aikaisesti ja -määräisesti takaisin. Koska velallisyhtiön likviditeetin säilyminen on velkojan normaalin riskiposition sisällön mukaisesti velkojan pääasiallinen intressi, luottosopimusneuvottelujen keskeinen sisältö on velkojan kannalta varmistaa velallisyhtiön kassavirran kertyminen sekä mahdollisuudet suojautua velallisyhtiön kassavirtaan liittyviltä riskeiltä. Tällaisia ehtoja ovat

¹¹² Villa 2001, s.126

¹¹³ Saarnilehto – Tuomisto 1995, s.13

¹¹⁴ Velkojien suojausmekanismi on kaksijakoinen: tasetestillä (OYL 13:5) selvitetään onko yhtiössä voitonjakokelpoisia varoja ja maksukykyisyydestillä (OYL 13:2) selvitetään onko jaettavien varojen määrää mahdollisesti alennettava. Maksukykyisyydestin olennainen tarkoitus on siis juuri yhtiön likviditeetin säilyttäminen.

luottosopimuksen erityiset ehdot (*covenants*), jotka asettavat velalliselle informaatioon ja liiketoimintaan liittyviä toimintavelvollisuuksia ja -rajoituksia.¹¹⁵

3.3.3 Luottosopimuksen kovenantit

3.3.3.1 Kovenantin määritelmä

Kovenantit (*covenants*) ovat yhdysvalloista lähtöisin oleva, Ison-Britannian kautta Suomeen levinnyt luotonannossa yleisesti käytettäviä tuki- tai erityisehtoja, jotka ovat erityinen luotonantajan *riskinhallintakeino*.¹¹⁶ Kovenantit voidaan määritellä usealla tavalla, mutta yleisesti niillä katsotaan tarkoitettavan luottosopimuksen erityisehtoja, joiden tarkoituksena on parantaa tavalla tai toisella velkojan asemaa luottosuhteen osapuolena vakuus-, tuotto-, tiedonsaanti- tai kontrollioikeuksien osalta.¹¹⁷ Kovenantit voivatkin siten olla sisällöltään mitä moninaisimpia, eikä niille ole olemassa yhtä tyhjentävää määrittelyä tai luokittelua.¹¹⁸

Välimäki on tuoreemmassa kirjallisuudessa esittänyt kovenantin määritelmän, joka kuvastaa kovenanteille ominaisia piirteitä ja tavoitteita melko hyvin. Välimäen mukaan ”kovenantit ovat rahoitussopimukseen liittyviä sopimusehtoja, joilla rahoittaja voi yrityksen tulevaisuuden luotonhoitokyvyn varmistamiseksi ja luottoriskinsä hallitsemiseksi asettaa velalliselle menettelytapa- ja informaatiovelvoitteita sekä luoda liiketoiminnan arviointiin liittyviä monitorointimekanismeja, asettaa taloudellisia ja toiminnallisia rajoitteita sekä vaatimuksia, määrittää rahoituksen tuottoriskin ja asiakkuuden hallitsemiseksi rahoituksen hintaan vaikuttavia mekanismeja sekä sopia sopimusrikkomukseen liittyvistä sanktioista.”¹¹⁹ Välimäen määritelmästä voidaan havaita velkojan tulevaisuuteen suuntautuva riskienhallintaan liittyvä *insentiivi* kovenanttien käyttöön sekä kovenanttien sisältö *informaatiota, kontrollia sekä tuoton ja riskin hallintaa* tuottavina sopimusehtoina.

Kovenanteista käytetään myös varsin kuvaavasti termiä ”sopimusvakuus”, sillä luotonantajan luottoriski on vakuudettomassa luotonannossa korkea ja tällöin insentiivi erityisehtojen ottamiseen luottosopimuksen osaltaan on korkeampi. Kovenantit korvaavatkin perinteiset vakuusjärjestelyt esimerkiksi sellaisissa tilanteissa, joissa luotonottajalla ei ole riittävää reaalista vakuusmassaa velan vakuudeksi tai yhtiön omaisuus on jo olemassa olevien velkojen vakuutena. Luottoriskin ollessa korkeampi, luonnollisesti myös taloustieteellisen ajattelun perusteiden mukaisesti riskiä korreloivan

¹¹⁵ Villa 2003, s.128-129.

¹¹⁶ Ks. kovenanttien taustoista esim. Tuomisto 1999, s.56-63 ja erityisesti Välimäki 2009, s. 21-29

¹¹⁷ Villa 2003, s.2

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ Välimäki 2010, s. 465

tuoton on oltava korkeampi, jolloin velkoja on lähtökohtainen insentiivi sopia velalle maksettavan tuoton määräytymisestä kovenanttiehdoin.

Kovenantin vakuudellisesta luonteesta on oikeuskirjallisuudessa ollut aihetta käsitellessä teoksissa epäselvyyttä.¹²⁰ Ovatko kovenantit vakuuksia vai ei ja toisaalta onko kovenanttiehtoista velkojaa pidettävä vakuusvelkojana? Vakuusvelkojalla tarkoitetaan velkojaa, jolla on MJL 1.2§:n ja MJL 3.1§:n mukainen etuoikeusasema velkojen välisessä maksunsaantijärjestyksessä.

Kovenantit sisältävät useita vakuudelle luonteenomaisia piirteitä, sillä niiden funktio on velkojan suojaaminen velallisen maksukyvyttömyydestä tai –haluttomuudesta aiheutuvalta luottoriskin realisoitumiselta. Sekä kovenantit että perinteiset vakuudet voivat turvata velkojan saatavaa ennakkollisesti ja jälkikäteisesti.¹²¹ Vakuudelle on kuitenkin ominaista sellainen pysyvyys, ettei velkojalla ole pääsääntöisesti oikeutta puuttua olemassa olevaan vakuuteen mikäli velallinen on noudattanut luottosopimuksesta johtuvia velvoitteitaan. Lisäksi vakuus pysyy muuttumattomana koko luottosuhteen ajan ja sillä on kolmansiin ulottuva välitön vaikutus, mikäli vakuuteen liittyvä denuntiaatiovaatimus on täytetty.¹²²

Kovenantit eroavat näissä suhteissa vakuuksista. Vakuudet suuntautuvat preventiivisestikin luonteestaan huolimatta selkeästi jälkikäteiseen kontrolliin, joka aktualisoituu velallisen maksuvaikeuksien ilmetessä velkojan vakuuden realisointioikeutena tai, vakuuden ollessa takaus oikeutena vaatia maksua kolmannelta. Kovenantit eivät oikeuta velkojaa kuvattun kaltaisiin toimenpiteisiin, ja kovenantit ovat lähtökohtaisesti muutenkin sitovia vain osapuolten välillä, eikä niiden vaikutus yleensä sido vilpittömässä mielessä olevaa kolmatta. Näin ollen onkin katsottu, etteivät kovenantit ole vakuuksia vakuuden perinteisessä mielessä, eikä kovenantivelkojaa siten tule pitää vakuusvelkojana.¹²³

3.3.3.2 Kovenanttien käyttötilanteista ja insentiivistä

Velkojan insentiivi kovenanttien käyttöön luottosopimuksen ehtona liittyy velkojan aseman parantamiseen informaation, kontrollin sekä tuoton ja riskin korrelaation kannalta suhteessa osakeyhtiön toimintaympäristön muihin etutahoihin. Kovenanteilla on vaikutusta institutionaalisen kehyksen luomaan perusteltuun käsitykseen velkojan riskipositiosta, koska kovenanttien johdosta velkojan riskipositio voi lähentyä tosiasiallisesti osakkeenomistajan riskipositiota muistuttavaksi.

¹²⁰ Tuomisto 1999, s.97

¹²¹ Pidän perinteisen vakuuden ennakkollisena turvaavuutena velallisen riskinottohalua hillitsevää *preventiivistä vaikutusta*, mutta on selvää että vakuuden turvaavuus suuntautuu selvästi jälkikäteiseen suojaan.

¹²² Tuomisto 1999, s.98-99

¹²³ Ibid. Näin myös Välimäki 2010, s. 465

Kovenanttien käyttötarkoitusta ja insentiiviä voidaan hahmottaa sekä rahoitettavan yhtiön että rahoittajan näkökulmasta. Pk-yritysbarometrin mukaisesti rahoitusta tarvitsevat yritykset kääntyvät selkeästi rahoitustarpeessaan pankkien puoleen.¹²⁴ Rahoituksen saatavuuden esteeksi voi kuitenkin muodostua pankkien edellyttämät vakuudet. Näin on asia erityisesti siemenvaiheen venture capital –yritysten osalta¹²⁵, joiden arvo perustuu pitkälti tulevaisuuden kassavirtaodotuksiin, ja joilla usein ei ole tarvittavaa reaaliomaisuutta kattamaan rahoituksen riski reaalivakuuksin. Samoin yritys, jonka reaaliomaisuus on jo olemassa olevien velkojen vakuutena, saattaa tarvita toiminnalleen lisärahoitusta jolloin vakuudet saattavat muodostaa ongelman rahoituksen saannissa. Etenkin tällä hetkellä vallitsevan globaalisti epävarman taloudellisen tilanteen aikana rahoituksen saatavuuden voidaan sanoa kiristyneen samoin kuten pankkien vakuusvaatimusten.¹²⁶ Kovenantit tarjoavat esimerkiksi näissä tilanteissa käyttökelpoisen ja mahdollisesti ainoan ratkaisun rahoituksen saannille rahoitettavan yhtiön näkökulmasta ja rahoituksen riskin hallinnalle rahoittajan näkökulmasta.

Rahoitettavan yhtiön näkökulmasta kovenantit ovat edullinen vaihtoehto perinteisten panttioikeuksien käytön sijaan, sillä panttioikeuden on nähty vääristävän velallisen tekemiä valintoja ja velkojan valvontahalua, jolloin panttioikeudet voivat haitata taloudellista kehitystä.¹²⁷ Tästä näkökulmasta katsottuna kovenanttiehtoinen rahoitus mahdollistaa myös innovatiivisten hankkeiden rahoituksen sekä estää epäoptimaalisia ja tehottomia päätöksiä niin pankeissa kuin yrityksissäkin.¹²⁸

Kovenanteille voidaan kuitenkin esittää myös negatiivisia insentiivejä. Omaan ja vieraaseen pääomaan liittyy erilaisia ominaisuuksia, joiden hyödyt ja haitat tulevat ilmi eri tavoin erilaisissa yhteyksissä. Sopimusvapauden mahdollistama kovenantein muodostettava hybridi-instrumentti voidaan esimerkiksi rakentaa siten, että instrumentti sisältää parhaat puolet molemmista pääomalajeista. Tällöin instrumentilla voitaisiin tavoitella esimerkiksi vieraan pääoman verohyötyjä¹²⁹ kuitenkin siten, että instrumentti sisältää kaikki omalle pääomalle ominaiset elementit. Kyse olisi tällöin keinotekoisesta järjestelystä, jossa yhtiö ja rahoittaja tosiasiallisesti haluavat uuden ”osakkeenomistajan” yhtiön liiketoimintaan ja toimintaympäristöön, mutta instrumenttia kutsutaan osapuolten välillä ja yhtiön kirjanpidossa vieraaksi pääomaksi verotuksellisesta insentiivistä. Samoin on mahdollista ”pukea” osake

¹²⁴ Pk-yritysbarometri 2010, s.29

¹²⁵ Lauriala (2001) on keskittynyt tutkimuksessaan erityisesti venture capital –projektien rahoittajakontrolliin.

¹²⁶ Yritysten rahoituskysely 2009, s.12

¹²⁷ Tammi-Salminen 2001, s.145 alaviitteineen.

¹²⁸ Välimäki 2010, s. 464

¹²⁹ Merkittävimpänä EVL 18.1§:n 2k.

velan muotoon, jolloin on mahdollista estää vallitsevan omistus- ja voitonjakosuhteen dilutoituminen tai toisinpäin ”pukea” velka osakkeen muotoon yhtiön taserakenteen siistimiseksi. Insenttiivejä on monia.

Rahoitettavan yrityksen tai yleisen markkinataloudellisen tilanteen ollessa huono, pankin insentiivi liittyy kuitenkin riskinhallintaan, jolloin kyse on siitä, mihin asti kovenanttien käytön voidaan katsoa kuuluvan velkojan tavanomaiseen riskipositioon sisältyvään luotonvalvontaan ja toisaalta milloin raja ylittyy siten, että liiallisesta monitoroinnista ja kontrollista voi seurata rahoittajalle vastuu. Kuten edellä on esitetty, osakeyhtiön toimintaympäristön toimijoiden suhde toisiinsa riippuu pitkälti osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen lisäksi osapuolten neuvotteluasemasta. Taloudellisesti heikko tilanne vaikuttaa kahdella tavalla; yhtäältä yrityksen tilanteen ollessa heikko pankin luottoriski on suurempi, ja toisaalta yleisen markkinatilanteen ollessa heikko (lama) pankin vaatimukset rahoituksen myöntämiselle kiristyvät. Näiden tilanteiden yhteisvaikutus voi johtaa pankin liialliseen kovenanttiaseman kehitykseen siten, että pankin rooli *aktiivisena yrityksen liiketoimintaan osaaottavana tabona* voi ylittää sallitun kontrollin rajan. Tällöin yrityksen valtasuhteet ja yhtiöoikeudellinen itsenäisyys vääristyvät ja yhtiön muiden sidosryhmien asema voi tosiasiallisesti tulla kontrolloivan velkojan riskipositio muutoksen seurauksena loukatuksi. Vaihtoehtojen ollessa konkurssi tai lisärahoitus velkojan ehdoin, yhtiön johto lienee taipuvaisempi kääntymään osakkeenomistajien sijasta pankin puoleen päätöksiä tehdessään.

Käytän seuraavassa kovenanttien jaottelua koskevassa jaksossa kaikenlaisista velallisyhtiön taloudellista informaatiota ja tunnuslukuja koskevista kovenanteista termiä *informaatiokovenantit*, velkojalle aktiivista tai passiivista vaikutusvaltaa velallisyhtiössä tuottavista kovenanteista termiä *kontrollikovenantit* ja luottoriskin ja tuoton välistä suhdetta koskevista kovenanteista termiä *insentiivikovenantit*. Muunlaisiakin jaotteluita on luonnollisesti mahdollista käyttää, sillä kovenantit voivat olla sisällöltään mitä moninaisimpia.

Esimerkiksi *Hahn* on jaotellut kovenantit Yhdysvaltojen rahoituskäytännössä yleisesti ”prototyyppinä” esiintyvien kovenanttien perusteella neljään luokkaan: 1) varojen jakoon liittyvät kovenantit (*Payout Covenants*), joilla velkoja voi rajoittaa velallisyhtiön varojenjako osakkeenomistajilleen tai konserniyhtiöille, 2) pääomarakenteeseen liittyvät kovenantit (*Capital Structure Covenants*), joilla velkoja voi estää velallisyhtiötä rahoittamasta toimintaansa tiettyjen riskiä sisältävien pääomarakenteiden avulla (esim. velkaantumisastekovenantit sekä vakuudenantokiellot), 3) omaisuuden korvautumiseen liittyvät kovenantit (*Asset Substitution Covenants*), joiden ajatuksena on se, että velkoja voi rajoittaa velallisyhtiön osallistumista liiketoimintaan, jossa vakaa ja pienen riskin yhtiöomaisuus voi transaktioiden seurauksena korvautua riskipitoisella ja epävakaa omaisuudella sekä 4) tilannekohtaiset riskikovenantit (*Event Risk Covenants*), joilla voidaan muuttaa yhtiön riskiprofiilia luotonottajan laiminlyönti- tai

virhetilanteessa (*default*). Tällaisia kovenanteja ovat tyyppilliset kontrollikovenantit kuten velkojan oikeus muuttaa yhtiön hallituksen kokoonpanoa tai yhtiön osakkeiden myyntiin tai hankintaan oikeuttavat kovenantit.¹³⁰ Suomessa kovenanttitutkimusta viimeisimpänä tehnyt *Välimäki* on jaotellut kovenantit 1) informaatiokovenanteihin, 2) kompetenssinrajoituskovenanteihin, 3) finanssikovenanteihin sekä 4) hinnoittelu- asiakkuuden hallintakovenanteihin.¹³¹

3.3.3.3 Informaatiokovenantit

Informaatiokovenanteja voidaan pitää yritysrahoituksen peruskovenanteina, jotka ovat kovenanttirahoituksen toimivuuden kannalta välttämättömiä. *Välimäen* suhteellisen tuoreen empirian mukaan *jokaisessa* rahoitussopimuksessa sekä suurimpien pankkiryhmiä vakiovelkakirjojen yleisissä ehdoissa on velallisen luotonantajalle koskevaa tiedonantoa määrittävä tiedoksiantokovenanti.¹³²

Informaatio liittyykin olennaisena osana myös kontrollia tuottavien kontrollikovenanttien sekä tuottoa ja riskiä koskevien insentiivikovenanttien käyttöön. Informaatio on välttämätöntä riskin tunnistamiseksi sekä luotonantovaiheessa että luottosuhteen aikana, ja vastaavasti velkojan tuoton ollessa insentiivikovenanttiehtoisesti residuaalinen, velkoja tarvitsee normaalia riskipositiotaan enemmän informaatiota yhtiön taloudellisen tilanteen kehityksestä voidakseen seurata oman tuottonsa kehitystä. Samoin velkojalle kontrollikovenantin luotu kontrolliasema yhtiössä edellyttää normaalista velkojan riskipositiosta poikkeavaa informaatiota, sillä liiketoimintapäätöksiin osanottaminen, hallitustoiminnan ohjaaminen sekä muu kontrolli ei ole mahdollista ilman riittävää ja ajantasaista informaatiota yhtiöstä.

Velkojan normaalin riskiposition sisältöön kuuluu, että velkoja on samassa asemassa kuin muutkin yhtiön ulkopuoliset tahot. Taloudellisen informaation osalta tämä tarkoittaa sitä, että velkojan on tyydyttävä yhtiötä koskevaan yleiseen ja julkiseen tietoon, eli lähinnä kaupparekisterissä oleviin yhtiötä koskeviin tietoihin, tilinpäätösinformaatioon ja muihin yhtiön julkisuuteen toimittamiin tiedotteisiin.

Pääomalainat muodostavat poikkeuksen lainojen julkiseksi saatettavan informaation osalta, sillä OYL 8:5.3 mukaan pääomalainojen keskeiset ehdot ja lainoille kertynyt kuluksi kirjaamaton korko on ilmoitettava yhtiön toimintakertomuksessa. Säännös vastaa sisällöltään VOYL 11:8.3§:ää.¹³³ Pääomalainojen, ja muiden toimintakertomuksessa esitettävien tietojen tarkoitus on parantaa ja laajentaa yhtiöstä annettavan julkisen tiedon sisältöä.¹³⁴ Tämä tarkoitus palvelee osakeyhtiön

¹³⁰ Hahn 2010, s.4

¹³¹ Välimäki 2009

¹³² Välimäki 2009, s.83

¹³³ HE 109/2005, s.95

¹³⁴ HE 27/1977, s.79-80

sidosryhmiä ja osaltaan toimii sidosryhmien riskipositoiden määrittämisen ja sopeuttamisen perustana. Onkin siis perusteltua esittää kysymys miksei yhtiön hybridilainojen keskeisiä ehtoja tule saattaa julkiseksi toimintakertomuksessa. Toisaalta kysymys on mahdollista viedä myös pidemälle ajatellen välipääomaa ”kolmantena” pääomaluokkana, jolloin tarkasteltavaksi tulee nykyisen taserakenteen kahtiajaon riittävyys. Tulisiko oman ja vieraan pääoman väliin KPA:n tasekaavaan omaksua kolmas pääomaluokka vai olisiko toimiva ratkaisu IFRS-standardien mukainen elementeittäin kirjaus, jolloin instrumentti voi olla osittain omaa ja osittain vierasta pääomaa?

Informaatiokovenanttien tavoite on tuottaa velkojalle *yksityistä informaatiota*. Yksityisellä informaatiolla tarkoitetaan yritystä koskevaa informaatiota, jota on vain tietyllä toimijalla.¹³⁵ Informaatiokovenanteilla velkoja voi parantaa tätä riskipositiotaan toimintaympäristön muiden tahojen saamatta siitä tietoa, jolloin osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen riskipositoiden välinen suhde järkkyy. Lievimmillään velallisyhtiö velvoitetaan luottosopimuksessa yksipuolisesti antamaan tiettyjä tietoja yhtiön taloudellisesta tilanteesta esimerkiksi kvartaaleittain ja siten, että yhtiö säilyttää itsenäisyytensä päätöksenteossa ja antaa velkojalle tietoa *jälkikäteisesti*. Olennaisemmin velkojan riskipositioon ja yhtiön itsenäisyyteen vaikuttaa sen sijaan informaatiokovenantit, joiden nojalla velallisyhtiö on velvollinen etukäteisesti informoimaan velkojaa suunnitelluista liiketoiminnallisista ratkaisuista, jolloin velkojalle usein myös varataan mahdollisuus lausua ennalta käsityksensä suunnitellusta toimesta, ja jopa mahdollisuus vastustaa tietyn liiketoimintapäätöksen sisältöä.¹³⁶ Tällaista oikeutta kutsutaan *velkojan veto-oikeudeksi*, jossa on myös piirteitä seuraavassa käsiteltävistä kontrollikovenanteista, sillä veto-oikeuden myöntäminen velkojalle voi mahdollistaa *de facto* velallisyhtiön liiketoiminnan kontrolloinnin. Kovenanttien jaottelu onkin vain havainnollistava eikä millään tavalla konstitutiivinen tai absoluuttinen.

Konkreettisemmin yhtiön taloudelliseen tilanteeseen liittyvät informaatiokovenantit voivat liittyä yhtiön taseeseen tai tuloslaskelmaan.¹³⁷ Kovenantit voidaan sitoa tiettyihin yrityksen asemaa kuvaaviin taloudellisiin tunnuslukuihin, jolloin kovenantit ikään kuin asettavat tietyt tasot tai rajat, joiden sisällä yhtiön taloudellisen tilan tulee luottosuhteen ajan pysyä.¹³⁸ Tässä mielessä kovenantit toimivat ikään kuin luottosopimuksessa ”hälytysjärjestelmänä”¹³⁹ luotonantajan luottoriskin kannalta siten, että kun

¹³⁵ Villa 2003, s.59

¹³⁶ Villa 2003, s.149

¹³⁷ Ks. tarkemmin Tuomisto 1999, s.65-72, jossa finanssikovenantit jaetaan tase- ja tuloslaskelmakovenanteihin.

¹³⁸ Tyypillisiä taloudellisiin tunnuslukuihin sidottuja kovenantteja ovat esimerkiksi omavaraisuus- tai velkaantumistaseeeseen, kassavarojen määrään, käyttöomaisuusinvestointeihin ja käyttökatteeseen liittyvät kovenantit, joiden osalta luottosopimuksessa asetetaan tietyt viikoittaiset, kuukausittaiset tai vuosittaiset tasot, joita velallisen tulee noudattaa.

¹³⁹ Ibid. s.66

asetetut kovenanttitasot eivät täyty tai rikkoutuvat, luotonottaja ajautuu luottosopimuksessa määriteltyyn eräännyttämisperusteeseen (*default*), jonka seurauksena velkojalle aktualisoituu tiettyjä luottosopimuksessa määriteltyjä oikeuksia kuten oikeus luoton enneaikaiseen eräännyttämiseen tai esimerkiksi luottosopimukseen liitännäisen yhtiön osakkeita koskevan panttaussopimuksen perusteella oikeus käyttää pantattujen osakkeiden tuottamia oikeuksia omistajan tavoin. Informaatiokovenantit toimivat siten *Tuomiston* sanoin hälytysjärjestelmänä luotto- ja liitännäissopimuksissa, joiden nojalla velkojan luottoriskin hallinta helpottuu ja velkojan mahdollisuus reagoida riskipositionsa muutoksiin kohdeyhtiön taloudellisen tilanteen muuttuessa mahdollistuu.

Luottosuhteeseen, ja etenkin pankkien luotonantokäytäntöön liittyy myös muita informaatioon liittyviä erityispiirteitä, joiden nojalla luotonantajan riskipositio vahvistuu. Luottosuhteessa on usein piirteitä, joiden nojalla velkojan asema yhtiön informaatioon nähden *on jopa yhtiön johtoakin parempi*.¹⁴⁰ Informaatiokovenanttien lisäksi luottosopimuksessa usein edellytetään, että luotonottaja sitoutuu keskittämään kaiken pankkitoimintansa luotonantajapankille, siten että luotonsaannin edellytyksenä kaikki muissa rahoituslaitoksissa olevat tilit lopetetaan ja varat siirretään luotonantajan järjestämille tileille. Tämä mahdollistaa sen, että luotonantajalla on mahdollisuus *reaaliajassa* seurata kaikkia yhtiön rahavirtoja ja saada siten informaation osalta erityisen vahvan aseman suhteessa kaikkiin muihin yhtiön etutahoihin. Kun tämän lisäksi luotonantajan saattaa pitää erilaisten rahoitusjä vakuusjärjestelyjen kautta hallussaan kaikkea luotonottajan reaaliomaisuutta, velkojan asema yhtiössä sekä velkojan mahdollisuus *painostaa* velallisyhtiötä saattaa jo pelkästään informaation ja vakuusaseman ansioista muiden sidosryhmien asemaa ja velallisyhtiön yhtiöoikeudellista itsenäisyyttä uhkaava.

3.3.3.4 Insenttiikovenantit

Taloudellisesti tehokas (liiketaloudellisesti rationaalinen) velkoja ottaa velallisyhtiöön liittyvän riskin ja siinä mahdollisesti tapahtuvat muutokset huomioon *velan hinnoittelussa* sekä *rahoitusopimuksen ehtojen neuvottelussa* huomioiden velan koko maturiteetin^{141, 142}. Tämä edellyttää sekä informaatiota, että tuotosta sopimista riskiä heijastaen. *Insenttiikovenantteina* voidaan pitää kaikenlaisia luottosopimuksen erityisehtoja, joiden tarkoituksena on vahvistaa velkojan luotonannosta saamaa tuottoa siten, että se korreloisi mahdollisimman hyvin luottoriskillä.¹⁴³ Vieraalle pääomalle ominainen kiinteä määräinen

¹⁴⁰ Näin esimerkiksi *Tung* 2009, s.9

¹⁴¹ Velkojan riski on suoraan verrannollinen velan maturiteettiin, koska riski rahoitettavan yhtiön maksukyvyystä kasvaa mitä pidempi aika velan nostamisesta kuluu sen takaisinmaksuun. Maturiteetin pituus vaikuttaa myös *riskin kannalta arvioiden* velan lähenemiseen omaa pääomaa muistuttavaksi. Ks. maturiteetin merkityksestä Lauriala 2010, s. 414.

¹⁴² Bradley – Roberts 2004

¹⁴³ Villa 2003, s.145

ennalta sovittu korko ei välttämättä korreloi luottoriskiä riittävästi silloin, kun luottoriski on erityisen suuri esimerkiksi reaalisen vakuusmassan puutteen tai yhtiön solvenssiin liittyvän erityisen riskin vuoksi. Tällöin luottosopimukseen voidaan ottaa tuotto-ominaisuutta parantavia insentiivikovenantteja, joiden seurauksena velan tuotto kasvaa, mutta pysyy edelleen kiinteänä tai muuttuu kokonaan tai osittain voitto-osuusehtoiseksi eli residuaaliseksi.

Yksinkertaisimmillaan määritettynä kiinteä luotolle maksettava korko voi olla esimerkiksi 5% luoton pääomamäärästä. Tavallisesti luottosopimuksen korkoelementti muodostuu kuitenkin luotonottajan ja luotonantajan välillä ennalta sovitusta korosta, joka on sidottu esimerkiksi tietyn korkokauden euribor-, prime- tai muuhun pankin tai markkinoiden määrittämään viitekorkoon, jonka lisäksi luotonantaja tavanomaisesti vaatii luotolle luottokohtaisesti sovittavia erilliskorkoja, kuten marginaalikorko, viivästyskorko ja lisäkorko¹⁴⁴, jotka yhdessä viitekoron kanssa muodostavan lainan kokonaiskoron. Tällä tavoin viitekoron avulla määritetty korko on tietyllä tavalla vaihtuva, sillä se on sidottu rahoitusmarkkinoiden yleiseen korkokehitykseen, ja määritetään esimerkiksi päivittäin. Korko on vaihtuvuudestaan huolimatta silti *ennalta laskettavissa* melko tarkkaankin, toisin kuin residuaalinen tuotto (esimerkiksi osinko), jonka määrä riippuu yhtiön liiketoiminnan menestyksestä. Tässä piilee osittain kiinteän koron ja residuaalisen osingon tuotto-ominaisuuden ero.

Osin kiinteä ja osin residuaalinen korko on silloin, kun esimerkiksi luotonantajan vaatima marginaali korvataan tietyllä prosenttiosuudella yhtiön tuottamasta voitosta. Kokonaan residuaalinen korko on silloin, kun se määritetään ainoastaan prosenttiosuutena yhtiön liiketoiminnasta syntyneestä voitosta. Tällöin on mielenkiintoista havaita, että tietyissä tapauksissa on mahdollista että korkoa pidetään *taloudellisen luonteensa vuoksi* osinkona esimerkiksi verotuksessa.¹⁴⁵

Yritystä koskevan taloudellisen informaation saaminen on velkojan kannalta insentiivikovenantin käytön ehdoton edellytys, jotta velkojalla on mahdollisuus seurata yhtiön tuoton ja siten velan tuoton kehitystä. Samoin informaation saaminen on ehdotonta siinä mielessä, tiettyjen erilliskorkojen kuten lisäkoron maksuvelvollisuus on usein sidoksissa tiettyyn muutokseen velallisen taloudellisessa asemassa tai velallisen sopimusrikkomukseen (*default*), kuten omavaraisuusasteen lasku velkojan määrittämää tasoa alhaisemmaksi, jonka havaitsemiseksi ja koron perimiseksi velkojan on luonnollisesti oltava asiasta

¹⁴⁴ Lisäkorkolla tarkoitetaan luotonottajan laiminlyönti- tai virhetilanteeseen (*default*) liittyvää luotonantajan mahdollisuutta vaatia laiminlyönnin tai virheen korjaamisen tehostamiseksi yleensä muutaman prosentin lisäkorkoa siltä ajalta, kun laiminlyöntiä tai virhettä ei korjata. Myös lisäkorko voi toisaalta olla voitto-osuusehtoinen.

¹⁴⁵ Ks. osingon ja koron välisestä rajanvedosta esim. Mähönen – Villa 2009, s.425-426

tietoinen. Näin insentiivikovenantit ja informaatiokovenantit liittyvätkin usein toisiinsa, ja toisen käyttö ikään kuin edellyttää myös toisen käyttöä.

Insentiivikovenanttien käyttö näyttäytyy etutahojen riskipositioissa erityisesti silloin, kun korkoelementti on kovenantin muutettu kokonaan residuaaliseksi. Yhtiön toimintaympäristön etutahoilla on perustellun odotuksen periaatteen mukaisesti oikeus luottaa siihen, että velkojan intressissä on huolehtia vain yhtiön maksukyvyyn säilymisestä ja siten velkoja on osakeyhtiön toimintaympäristössä riskiä karttava etutaho. Osakkeenomistajat sitä vastoin ovat osakeyhtiön institutionaalisessa kehityksessä se taho, jotka sijoitukseensa liittyvän residuaalin ja sitä korreloivan viimesijaisen maksunsaantiaseman vuoksi ovat tarkoituksenmukaisia tahoja ottamaan riskiä; osakkeenomistajalla on insentiivi tuoton maksimoimiseen *rationaalisesti*. Velkojalla tätä insentiiviä ei lähtökohtaisesti ole ensisijaisen maksunsaantiaseman ja velalle maksettavan kiinteän koron vuoksi. Koron muuttuessa residuaaliseksi, yhtiöön ilmestyy ikään kuin uusi, riskiä ottava taho, jolloin otettavan riskin määrän voidaan katsoa muiden etutahojen näkökulmasta kasvavan. Välipääomaa koskevan taloudellisen informaation transparenttiuden puute toisin sanoen se, että yhtiön muilla etutahoilla ei käytännössä ole mahdollisuuksia saada muiden etutahojen rahoitusvälineen sisällöstä tietoa, näyttäytyy insentiivikovenanttien osalta erityisen ongelmallisena, sillä on selvää, että residuaalinen korko rasittaa yhtiön maksukykyä eri tavalla kuin kiinteä korko. Yhtiön muilla velkojilla on osakeyhtiötä koskevan institutionaalisen järjestelyn mukaisesti oikeus muodostaa käsitys muiden velkojien asemasta velan normaalin sisällön mukaisesti ja perusteltu oikeus luottaa siihen, että mikäli tästä poiketaan, on poikkeamisesta vähintäänkin saatava kohtuullisella tavalla tieto yhtiötä koskevasta taloudellisesta informaatiosta. Välipääoman osalta asia ei voimassa olevassa systematiikassa ole näin.

3.3.3.5 Kontrollikovenantit

Informaation ja riskiä mahdollisimman tehokkaasti heijastelevan tuoton lisäksi, tai niiden luoman aseman vuoksi, luotonantajalla on usein motiivi yhtiön liiketoiminnan kontrolloimiseen luottoriskin hallitsemiseksi. Insentiivi tähän on erityisen suuri sellaisten yritysten rahoituksessa, joiden arvoon liittyy suuri tulevaisuuteen suuntautuva epävarmuus, kuten siemenvaiheen venture capital –projekteihin¹⁴⁶, ja joiden arvo voi oikeanlaisella liiketoiminnan johtamisella moninkertaistua, ja toisaalta huonoilla ratkaisuilla laskea negatiiviseksi.

¹⁴⁶ Lauriala on tutkimuksessaan keskittynyt erityisesti venture capital –yrityksien rahoittajakontrolliin. Ks. Lauriala 2001

Velkojan insentiivin velallisyhtiötä koskevien kontrollioikeuksien edellyttämiseen voidaan ajatella olevan entistä suurempi silloin, kun velkainstrumenttiin normaalisti liittyvä kiinteämääräinen korko on edellä esitetyllä tavalla tehty osinkoa muistuttavasti residuaaliseksi, jolloin velkojan intressi yhtiössä on muuttunut riskiä karttavan velkojan intressistä riskinotolla voittoa tavoittelevan osakkeenomistajan intressiä vastaavaksi. Kun velkojalla voi samalla olla reaaliaikainen informaatiovirta yhtiön tilanteesta, insentiivi voi kasvaa entisestään reaktiokyvyn kasvaessa yhtiön toimintaympäristössä.

Kontrollikovenantit voivat olla sisällöltään mitä erilaisimpia.¹⁴⁷ Niillä tarkoitetaan sellaisia rahoitussopimuksen ehtoja, joissa velkojalle annetaan mahdollisuus vaikuttaa velallisyhtiön liiketoimintapäätöksen sisältöön. *Villan mukaan* käytännössä ehdot koskevat velkojan ennakollista suostumusta tiettyjen päätösten tekoon tai velkojan oikeutta nimittää yhtiön hallituksen jäseniä.¹⁴⁸ Kun kontrolli ymmärretään sekä aktiiviseksi että passiiviseksi kontrolliksi¹⁴⁹, myös oikeus hallitustarkkailijan (*board observer*) asettamiseen on yhtiön liiketoimintapäätöksiin vaikuttava kontrollikovenantti.

Yksi osakkeenomistajan oikeusaseman tärkeimmistä sisällöstä on oikeus nimittää ”omistamalleen” yhtiölle hallitus. Velkojan oikeus nimittää hallituksen jäseniä ei ole kuitenkaan mitenkään poikkeuksellista tai vierasta osakeyhtiölle, sillä OYL 6:9 mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan antaa esimerkiksi velkojalle oikeus nimittää vähemmän kuin puolet yhtiön hallituksen jäsenistä. Hallituksen nimittämisoikeus voi siis perustua yhtiöjärjestykseen, kovenantteihin tai velkojan oikeuteen kontrolloida muutoin osakkeen tuottamia oikeuksia. Kovenantin ja osakeoikeuksien sopimusperusteisen kontrollin välityksellä velkoja voi saavuttaa aseman, jossa tällä on oikeus tosiasiallisesti nimittää *kaikki hallituksen jäsenet*.

Velkojan insentiivi etukäteissuostumusehdon käyttöön liittyy usein yritysjärjestelyihin ja yhtiön pääomarakennetta muuttaviin järjestelyihin, joilla on vaikutusta yhtiön omistuspohjaan, riskin lisääntymiseen ja yhtiön maksukykyyn. Tällaisia järjestelyjä ovat muun muassa yhtiön sulautuminen toiseen yhtiöön tai sulautuvan yhtiön vastaanottaminen, jakautuminen, osakevaihto, suunnattu osakeanti, optio-oikeuksien antaminen, osakekauppa, liiketoimintakauppa, liiketoiminnan yhtiöittäminen, pääoman alentaminen, lisävelkaantuminen, konserniavustuksen suorittaminen tai tavanomaista suurempi osingonjako.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Ks. kontrollikovenantteista erityisesti *Villa* 2003 s.149-153 ja Tuomisto 1999, s.73-82.

¹⁴⁸ *Villa* 2003, s.149

¹⁴⁹ Aktiivisella kontrollilla tarkoitetaan velkojan aktiivista osallistumista velallisyhtiön päätöksentekoon ja passiivisella kontrollilla vaikuttamista päätöksentekoon siten välillisesti, että velkoja tosiasiallisesti saa aikaan tietynlaista toimintaa tai toiminnasta pidättäytymistä velallisyhtiössä.

¹⁵⁰ *Villa* 2003, s.150

Varojenjaon osalta osakeyhtiölain velkojansuoja on hieman parantunut VOYL:sta maksukykyisyydestin (OYL 13:2) käyttöönottamisen myötä. Maksukyvyyn arviointi perustuu kuitenkin yksin yhtiön hallituksen arvioon käytännössä uusimman tilinpäätöksen perusteella, jonka osoittama taloudellinen tilanne on voinut muuttua, ja mahdollisesta laittomasta varojenjaosta seuraava jaettujen varojen palautusvelvollisuus (OYL13:4) ei välttämättä seuraa siitäkään huolimatta, että yhtiö suhteellisen nopeastikin varojenjaon jälkeen ajautuu maksukyvyttömäksi.¹⁵¹ Velkojia suojaa myös pääoman pysyvyys¹⁵². Yhtiön toimiessa minimipääomalla, tämä pääomasuoja ei kuitenkaan liene missään tapauksessa riittävää velkojien suojan kannalta, sillä minimipääomavaatimukset tuskin riittävät turvaamaan velkojan asemaa osakeyhtiön toimintaympäristössä. Näin näyttää mielestäni siltä, että velkojan insentiivi etukäteissuostumukseen varojen jaon osalta tulee voimassa olevan osakeyhtiölainkin aikana säilyttämään tärkeän asemansa velkojan suojattomuuden vuoksi.

Velkojan etukäteissuostumuksen voimakkaimpana muotona voidaan pitää niin sanottua velkojan veto-oikeutta, jonka nojalla velkojalla on paitsi oikeus saada etukäteistä tietoa suunnitelluista liiketoimintaratkaisuksista, myös absoluuttinen oikeus estää jonkun tietyn liiketoimintapäätöksen. Tällöin velkojalle voi syntyä tosiasiallinen määräysvalta yhtiössä, jonka seurauksena saattaa aktualisoitua riskejä kuten velkojan tulkitseminen velallisyhtiön läheiseksi takaisinsaantilain tarkoittaman 3§:n tarkoittaman johtavan aseman perusteella.¹⁵³

Tässä kohdin on syytä huomata, että velkojalla ei ole *yhtiöoikeudellisia* keinoja estää aiotun liiketoimintapäätöksen tekeminen esimerkiksi äänestämällä tai hallituksen kokouksessa, mutta velkoja todellinen vaikutusvalta (*leverage tai vipuvaikutus*) näyttäytyykin juuri tässä; velkoja saa haluamansa päätökset melko tehokkaasti aikaan ilman yhtiöoikeudellista koneistoa kovenanttien kautta, sillä kovenanttien rikkomisen seurauksena velkojalla on pääsääntöisesti oikeus eräännyttää laina heti maksettavaksi.

Näin voidaan tietyllä tavalla ajatella kovenanttien ja *velkoja-aseman itsessään* luovan velkojalle saman ja jopa voimakkaamman oikeusaseman kuin osakeyhtiölaki ja mahdollinen osakassopimus luo osakkeenomistajalle. Velkojan taloudellinen painostusvalta liittyy ensisijaisesti taloudellisesti heikossa asemassa olevaan yritykseen, jolloin vaihtoehtoina voivat olla konkurssi tai velkojan tahdon

¹⁵¹ HE 109/2005, s.125

¹⁵² Osakeyhtiöllä on oltava vähintään 2.500 euron minimipääoma ja julkisella osakeyhtiöllä vähintään 80.000 euron minimipääoma (OYL 1:3.1).

¹⁵³ Villa 2003, s.152-153

noudattaminen.¹⁵⁴ Muunkinlaisia kantoja on esitetty, ja esimerkiksi *Tung* menee väitteissään niin pitkälle, että hänen näkemyksen mukaan ”*Lender Governance*” perinteisen *Corporate Governancen* sijaan on yhtiössä enemmän pääsääntöistä kuin taloudellisiin vaikeuksiin liittyvää poikkeuksellista kontrollia.¹⁵⁵ Peilattaessa edellä kuvattuja kovenanttien luomia mahdollisuuksia ”perusmuotoisen” velkojan asemaan osakeyhtiölain institutionaalisessa kehikossa, *Tungin* väite ei tunnu enää niin absurdilta. Suuri osa relevantista oikeustutkimuksesta kuitenkin on kuitenkin keskittynyt heikon taloudellisen aseman velkojalle mahdollistamaan vaikutusvaltaan.

3.3.3.6 Kovenanttien ”rikkoutuminen”

Kun luotonantajan asettamia kovenanteja tai kovenanttitasoja ei noudateta tai pystytään noudattamaan, kovenantin sanotaan rikkoutuvan. Toimivalla tavalla strukturoitu kovenanttien kokonaisuus toimii velkojan kannalta jopa reaaliaikaisena ”hälytysjärjestelmänä”, jolloin kovenantti-velkojan on mahdollista sopeuttaa riskipositionsa muuttuneisiin olosuhteisiin välittömästi ja tilannekohtaisesti, esimerkiksi kiristämällä rahoituksen hintaa lisäkoron muodossa tai käyttämällä kovenanttirikkomuksen (*trigger*) ”laukaisemaa” kontrollivaltaa.

Velkojalla on useita mahdollisuuksia reagoida kovenanttien rikkomiseen. Velkoja voi jättää rikkomisen vaille huomiota, vaatia rikkomuksen korjaamista, hyväksyä ehdon rikkoutumisen ennakollisesti¹⁵⁶ tai jälkikäteen ja ilmoittaa siitä velalliselle, vaatia selvittely- tai luottoneuvotteluja tai purkaa rahoitusjärjestely ja eräännyttää luotto välittömästi takaisinmaksettavaksi (*acceleration*) velallisen sopimusrikkomuksen johdosta.¹⁵⁷ Rikkomuksen korjaamisena kyseeseen voivat tulla esimerkiksi luoton uudelleenjärjestely (*restructuring*) tai uudelleenrahoitus (*refinancing*).

Velkojakontrollin näkökulmasta kovenantin rikkoutumiseen liittyy mielenkiintoinen erityistilanne silloin, kun velallisyhtiön (tai sen tytäryhtiöiden) osakkeet ovat sanotun luoton vakuudeksi pantattuina luotonantajalle. Tällöin rahoitus on rakennettu luotto- ja vakuussopimusten muodostaman kokonaisuuden varaan siten, että luottosopimuksen kovenantteihin sidotut

¹⁵⁴ Velan erityisehdoista on mahdollista sopia myös luottosopimuksen liitteenä olevassa erillissopimuksessa, jossa on mahdollista sopia rikkomustilanteiden varalta myös sopimussakosta. Luottosopimuksessa sopimussakon virkaa ajaa aiemmin käsitelty lisäkorkoelementti. Sopimussakko ja lisäkorko lisäävätkin edelleen velkojan tosiasiallista vaikutusvaltaa ja vipuvaikutusta yhtiössä.

¹⁵⁵ *Tung* 2009, erityisesti väitteen lähtökohdista s.5

¹⁵⁶ Ennakollinen hyväksyntä tapahtuu luottosopimuksessa määritellyllä niin sanotulla *waverilla*, jolla velallinen etukäteen ”varoittaa” pankkia tulevasta kovenanttirikkomuksesta, jolloin pankille varautuu mahdollisuus riskinharkintaan. Tällöin pankki voi ”antaa anteeksi” tulevan rikkomuksen tiettyä palkkiota (*waver fee*) vastaan tai ryhtyä tilanteen edellyttämiin toimenpiteisiin.

¹⁵⁷ *Villa* 2003, s.156

eräännyttämisperusteet (*events of default*) vaikuttavat myös panttaussopimuksen kannalta siten, että kovenanttien rikkoutuminen antaa velkojalle oikeuksia myös vakuuteen liittyen. Osakkeiden panttauksessa luotonantaja usein vaatii kovenanttirikkomustilanteessa oikeudekseen käyttää pantattujen osakkeiden tuottamia oikeuksia yhtiökokouksessa (ja muutenkin esimerkiksi oikeuttamalla velkoja kutsumaan yhtiökokous koolle) *kuten omistaja* niin kauan, eräännyttämisperusteen syntyessä ja kestäessä. Kyseessä on tällöin näkemykseni mukaan edellä viitatus *osakkeenomistajaan rinnastuvan tabon* tilanteesta, jossa osakkeiden tuottamat oikeudet on siirretty sopimuksin kolmannelle.

Osakkeenomistajan oikeusaseman siirto voi tapahtua osakepanttitilanteessa valtuutuksena siten, että luotonottaja sitoutuu luottosopimuksessa joko antamaan avoimen valtakirjan luottosopimuksen allekirjoittamishetkellä tai vaihtoehtoisesti antamaan sanotun valtakirjan välittömästi eräännyttämisperusteen synnyttyä. Avoimen valtakirjan tilanteessa mielenkiintoiseksi kysymykseksi nousee *toimijan vastuu* silloin, jos valtuutettu velkoja käyttää osakeoikeuksia muiden etuhajojen tai yhtiön kannalta haitallisesti. Avoimen valtakirjan antanut velallinen tulee sidotuksi agentin tekemiin oikeustoimiin, jolloin *prima facie* valtuuttajan vastuu ratkaisisi ongelman. Mielestäni tilanne ei kuitenkaan ole näin selvä, nimittäin sanotussa tilanteessa valtuutuksen antavan velallisen *neuvotteluasema sekä valtuutukseen liittyvä riski* voivat muodostua kohtuuttomaksi velkojan painostuksen ja velallisen vaihtoehtojen puutteen (konkurssi?) vuoksi. En siten pidä vastuun ja vastuun perustavan sopimuksen sovittelua poissuljettuna vaihtoehtona. Saamani käsityksen mukaan pankit rahoittajina ovatkin erityisen varovaisia osakeoikeuksien käytön suhteen ja vaatimus tehdään ”varmuuden vuoksi” esimerkiksi velkojia loukkaavaa varojenjako koskevan yhtiökokouspäätöksen estämiseksi.

Kovenantin rikkominen onkin aina vakava asia, jota pankin ei tule jättää huomioimatta *ainakaan ilman minkäänlaista notifikaatiota*, ettei velalliselle synny virheellistä kuvaa siitä, että kovenantit eivät ole tärkeä osa luottosopimusta.¹⁵⁸ Toisaalta kovenantit ovat joustava tapa valvoa luottosuhteen kehittymistä ja riskejä siten, että velkojalla on mahdollisuus valita sopivin toimintamalli kussakin tilanteessa. Tämän tutkimuksen kannalta kovenantit ovat kuitenkin se keskeinen keino, jolla velkojan on mahdollista luoda itselleen kontrolloiva asema yhtiössä.

3.4 Välipääoman informaatiovaje

Oman pääoman ehtoinen ”velka” voidaan siis muodostaa edellä kuvatulla tavalla yhdistämällä oman pääoman elementtejä (kappale 3.2.1) velkaan pohjautuvaan rahoitusinstrumenttiin. Suomalaisista

¹⁵⁸ Välimäki 2010, s.474-475 alaviitteineen.

pörssiyhtiöistä ainakin Huhtamäki Oyj:llä on käytössään ”oman pääoman ehtoinen laina”¹⁵⁹, jonka lisäksi noin kymmenellä muulla suomalaisella pörssiyhtiöllä on käytössään oman pääoman ehdot sisältäviä lainoja. Elementtien yhdistely tapahtuu luottosopimuksen kovenanteilla (ks. kappale 3.3.3). Pääoma kirjataan tällöin kansallista tilinpäätöslainsäädäntöä noudattavan osakeyhtiön taseessa *sen pohjalla olevan instrumentin mukaan* yhtiön vieraaseen pääomaan. Tosiasiassa velka voi kuitenkin tuottaa osakkeenomistajan oikeusasemalle ominaiset residuaaliset tuotto- ja kontrollioikeudet, joiden lisäksi velka voidaan sopia perpetuaaliseksi, vakuudettomaksi ja osakkeen tavoin yhtiön muihin velkoihin nähden subordinoiduksi. Edellä on myös esitetty, että määräysvalta osakeyhtiössä ei perustu ainoastaan formaliteetteihin kuten osakkeen omistamiseen tai asemaan yhtiön hallintoelimissä, vaan muodon sijasta tarkastelu tulee keskittää kontrollia koskevan järjestelyn sisältöön.

Välipääomaan liittyvällä informaatiovajeella tarkoitan sitä, että välipääoman tosiasiallinen luonne ei välttämättä vastaa instrumentista yhtiön etutahoille saatavilla olevaa taloudellista informaatiota. Tilinpäätöksen ja sen liitteiden tarkoitus on ensisijassa antaa yhtiön toimintaympäristön etutahoille riittävä ja oikea kuva yhtiön taloudellisesta asemasta sekä siitä, miten oman ja vieraan pääoman välinen suhde on kohdeyhtiössä järjestetty. Muuta relevanttia informaatiota etutahoille tuotetaan yhtiön johdon liikkeelle laskemien esitteiden, raporttien, vuosikertomusten sekä muun informaation muodossa.

Välipääomainstrumenttien osalta vain *pääomalaina* on sidosryhmäinformaation kannalta transparentissa asemassa: OYL 8:5.3 mukaan pääomalainojen keskeiset ehdot ja lainoille kertynyt kuluksi kirjaamaton korko on ilmoitettava yhtiön toimintakertomuksessa. Pääomalaina on siten erityinen välipääomainstrumentti, että sen sisältö ja sisällön rajat on määritelty eksplisiittisesti laissa (OYL 12 luku). Näin ollen *vähintäänkin rajat*, joiden puitteissa pääomalaina voidaan antaa, ovat kaikkien yhtiön etutahojen tiedossa jo osakeyhtiölakia tutkimalla, jonka lisäksi yhtiön johto on velvoitettu tuottamaan lisäinformaatiota kyseisen instrumentin taloudellisesta sisällöstä. Välipääomaa voidaan kuitenkin muodostaa vapaasti myös muutoin kuin pääomalainan muodossa, jolloin sidosryhmäinformaatio nousee erityisen korostettuun asemaan.

Välipääoman informaatiovajeen vuoksi esimerkiksi kohdeyhtiön kanssa rahoitusneuvotteluihin ryhtyvän velkojan taikka passiivisen sijoittajan roolissa olevan osakkeenomistajan voi olla mahdotonta selvittää kuka yhtiössä tosiasiallisesti vastaa liiketoiminnan suunnasta, kenen hyväksi yhtiön johto tai määräävä osakkeenomistaja tosiasiallisesti toimii ja millä tavalla yhtiön voitonjako on järjestetty, sillä välipääoman ehdot eivät ole transparentteja, eikä velkojat varmasti ole halukkaita paljastamaan asemaansa

¹⁵⁹ Huhtamäki Oyj tilinpäätös 2009.

toisilleen¹⁶⁰. On selvää, että velkojan residuaalinen korko esimerkiksi rasittaa yhtiön maksukykyä eri tavalla kuin velkojan normaalin riskiposition mukainen kiinteämääräinen korko. Tällöin keskeiseksi riskiposition muodostamisen perusteeksi nousee osakeyhtiön institutionaalinen kehys, jonka luomaa perusteltua odotusta edellä esitetyllä tavalla on suojattava.

3.5 Yhteenveto

Liialliseen kovenanttien käyttöön liittyy velkojan kannalta siten riskejä¹⁶¹, sillä oikeusjärjestyksemme ei tunnusta suojaa keinotekoisille järjestelyille, joissa velkoja pyrkii samalla olemaan sekä velkoja että osakkeenomistaja hyödyntämällä molempien oikeusasemien parhaat puolet. Kovenanttien käytössä, erityisesti luotonantajan ollessa pankki, onkin kovenantteihin liittyvän seuraamusriskin hallitsemiseksi tärkeää, että luotonantaja kertoo luotonantovaiheessa avoimesti ja totuudenmukaisesti kovenanttien ominaisuuksista ja käytännön merkityksestä luotonottajalle.¹⁶² Sanottu ei kuitenkaan vähennä riskiä suhteessa yhtiön toimintaympäristön muihin etutahoihin, kuten muihin velkoihin ja luottosopimuksen ulkopuolisiin osakkeenomistajiin. Näin ollen kovenanttien käyttö ja välipääoman muodostaminen on aina luotonantajan kannalta jokseenkin harmaata aluetta, eikä vastuuaseman välttämisen kannalta ole mahdollista tehdä täysin varmoja ennakkojärjestelyjä.

Mikäli rahoitettava yhtiö on korvannut suuren osan omasta pääomastaan sanotunkaltaisella oman pääoman ehtoisella ”velalla” esimerkiksi veroinsenttiivin tai pankin painostuksen seurauksena, ja velkoja käyttää osakeyhtiössä tosiasiallista määräysvaltaa, herää koko joukko kysymyksiä. Milloin raja oman ja vieraan pääoman välillä ”murtuu”, eli milloin velasta tulee osake ja mitkä ovat ne *ratkaisevat ominaisuudet*, jotka tekevät osakkeesta osakkeen ja velasta velan? Onko velkojaa mahdollista käsitellä osakkeenomistajana tämän ollessa tosiasiallisesti *osakkeenomistajaan rinnastettava tabo* ja mitkä ovat velkojan juridiset riskit tämän harjoittaessa ”kiellettyä” tai ”liiallista” kontrollia yhtiössä, ja mikä on tällöin raja kielletyn ja sallitun kontrollin välillä? Hahmotan näitä teemoja seuraavassa tutkielman alussa hahmotetun riskipositiooperusteisen analyysin avulla, jolloin edellä useassa kohdoin havaitulla tavalla *informaation* merkitys nousee erittäin korostuneeseen rooliin.

¹⁶⁰ Yhtiöltä voidaan luonnollisesti vaatia sopimuksessa vakuutuksia (*representations and warranties*) esimerkiksi amerikkalaistyyppisesti kaikesta mahdollisesta velalliseen liittyvästä riskistä. Tätä ei kuitenkaan voida transaktiokustannusten tai rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta pitää suositeltavana.

¹⁶¹ Ks. luvut 5 ja 6.

¹⁶² Esim. Tuomisto 1999, s.113

4. VELKOJAKONTROLLI

4.1 Sallitun ja kielletyn kontrollin rajanvedosta

Velkoja nähdään osakeyhtiön institutionaalisessa viitekehyksessä osakkeenomistajaan verrattuna yhtiön ulkopuolisena tahona, jonka rooli suhteessa yhtiön liiketoiminnan johtamiseen on passiivinen. Velkoja toimittaa yhtiölle vieraan pääoman ehtoista rahoitusta sopimuksen perusteella määrätyksi ajaksi ennalta sovittua tuottoa (korko) vastaan. Osakkeenomistajien näkökulmasta velkojan normaali riskipositio näyttäytyy osakkeenomistajan riskiä hillitsevänä, sillä velkojan yrityksen johtoon kohdistuva likviditeetin säilymiseen tähtäävä monitorointi hillitsee johdon ylimääräistä riskinottohalukkuutta.¹⁶³ Velkoja ei kuitenkaan ole tämän normaalinkaan riskipositionsa sisällön mukaisesti täysin vailla kontrollioikeuksia, sillä osakeyhtiölain institutionaalisessa järjestelyssä on omaksuttu tiettyjä *formaaleja kontrollioikeuksia*, joiden avulla velkojalle tarjoutuu mahdollisuus varautua vaihdantaan liittyvien riskien realisoitumiseen. Formaalisen kontrollin lisäksi velkojalla on mahdollisuus *sopimusperusteisesti* (esimerkiksi kovenantein) parantaa asemaansa luottosuhteessa suhteessa yhtiöön ja sen etutahoihin.

Formaaleja kontrollioikeuksia voidaan pitää osakeyhtiön toimintaympäristön kannalta sallittuina. Rajanveto kiellettyyn kontrolliin ei kuitenkaan ole siten yksinkertaista, että voitaisiin todeta sallitun kontrollin ylittävän kontrollin olevan kiellettyä. Välipääoma, ja siten sopimusperusteinen kontrolliaseman luominen on osakeyhtiölaissa omaksutun sopimusvapauden nojalla mahdollista, jolloin velkojakontrollia on *ex lege* pidettävä sallittuna. Kyse onkin rajojen hahmottamisesta velkojakontrollin liiallisuuden ja haitallisuuden suhteesta osakeyhtiön institutionaalisessa kehyksessä sekä etutahojen riskipositioissa.

Velkojakontrollin hahmottaminen on sääntelyn osalta erittäin harmaa-alue, ja kuten *Lauriala* on todennut, kontrolliasema rakennetaan kuitenkin *useiden eri oikeudenalojen välillä*, joten ei liene edes olemassa yhtä velkojakontrollin identifioivaa kriteeristöä tai tulkintalinjaa, vaan arvioinnissa on käytettävä uudenlaisia ajatuksia, joilla perinteisistä oikeudenalojen välisistä käsityksistä voidaan irtaantua.¹⁶⁴ *Lauriala* on ehdottanut tällaisiksi keinoksi kontrolliteorioita, uuden varallisuus oikeuden innovaatioita sekä yhdysvaltalaisia luotonantajavastuuta koskevia teorioita.¹⁶⁵ Selvää rajaa sallitun ja kielletyn kontrollin välille ei ole osoitettavissa, mutta hahmotan kielletyn kontrollin tunnistamisen suuntaviivoja tässä luvussa pääosin yhdysvaltalaiseen teoriaan ja käytäntöön nojaten. Kuten aiemmin on

¹⁶³ Ks. kappale 2.2.1

¹⁶⁴ Villa 1997, s.373 ja Villa 2003, s.183

¹⁶⁵ Lauriala 2001, s.118

todettu, kovenanttiehtoisen luotonannon ongelmat ovat rahoituksen globaalin luonteen kannalta samankaltaisia kaikkialla. Suomen osalta ongelman muodostaa toistaiseksi oikeuskäytännön puute, mutta kovenanttiehtoisen luotonannon suosittuuden vuoksi nähdäkseni on vain ajan kyse, milloin ongelmat realisoituvat ja aihe tulee ajankohtaiseksi myös tuomioistuimille.

4.2 Sallittu formaali velkojakontrolli

Velkojan formaaleissa kontrollioikeuksissa on kyse insolvenssi-, vahingonkorvaus- sekä rikosoikeudellisista keinoista, joilla velkoja voi puuttua sellaisen velallisyhtiön toimintaan, joka syyllistyy sopimusrikkomukseen tai toimii vastoin osakeyhtiön institutionaalisen viitekehyksen mukaista järjestystä tilanteissa, joissa velkoja ei ole muulla tavalla (esim. kovenantit, vakuudet tai vakuutukset) varautunut riskien realisoitumiseen.¹⁶⁶

Velkojan formaalista kontrollioikeutta voidaan perustella osakkeenomistajien ja velkojien eriytyneillä intresseillä.¹⁶⁷ Esimerkiksi velallisen yrityssaneeraus- tai konkurssissa, kun yhtiö ei kykene suoriutumaan luottosopimuksen mukaisista velvoitteistaan, ei ole enää perusteita allokoita kontrolli- ja valvontaoikeuksia osakkeenomistajille, koska *parhaan intressin yhtiön maksukyvyyn palauttamiselle* voidaan katsoa olevan velkojalla, joka luonnollisesti pyrkii yhtiön velanmaksukyvyyn palauttamiseen. Rikos- ja vahingonkorvausoikeudellisesti velkojan kontrollioikeus perustuu oikeudettomaan oikeudenloukkaukseen, jonka seurauksena tilanne tulee voida juridisesti korjata. Kyse tässä on oikeudenmukaisuuden periaatteesta.

Osakeyhtiölain systematiikassa on omaksuttu myös muita velkojakontrollia tuottavia mekanismeja. Esimerkiksi OYL 14:7 §:n niin sanotun velkojiensuojamääräyksen mukaan yhtiön velkojalle¹⁶⁸ voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä antaa oikeus vastustaa tietyn yhtiöjärjestyksen määräyksen muuttamista tai kyseisestä määräyksestä poikkeamista. Poikkeamisella tarkoitetaan yksimielisten osakkeenomistajien mahdollisuutta poiketa yhtiöjärjestyksen määräyksestä ilman yhtiöjärjestyksen muuttamista.¹⁶⁹ Säännöksellä annetaan velkojalle siis vaikutusvaltaa yhtiön sisäisessä päätöksenteossa.

¹⁶⁶ Esim. Villa 2003, s.58-59 ja Mähönen – Villa 2006a, s.231-232

¹⁶⁷ Mähönen – Villa 2006a, s.231-232

¹⁶⁸ OYL 14:7 sanamuodon mukaan säännös soveltuu velkojiin, joilla on saatava yhtiöltä. Helminen on kuitenkin todennut, että nimellisillä järjestelyillä säännökseen piiriin voidaan käytännössä saada kuka tahansa kolmas (Helminen 2006, s.74).

¹⁶⁹ Helminen 2006, s.73

Velkojakontrollin osalta *Helminen* on *de lege ferenda* aivan oikein havainnut, että velkojalla ei ole formaalia oikeutta moittia OYL 14:7 vastaisesti tehtyä päätöstä, eikä moiteoikeutta osakeyhtiölain institutionaalisen kehyksen valossa tulisikaan velkojalle antaa, koska äärimmillään moiteoikeuden myöntäminen tarkoittaisi sitä, että velkoja päättäisi yhtiön asioista osakkeenomistajan tavoin, mutta tätä paremmalla maksunsaantiasemalla. Intressiristiriitojen syntyminen sanotussa tilanteessa olisi ilmeistä. Velkojien suojamääräyksen tarkoituksena lieneekin sen varmistaminen, että velkojat ylipäänsä voivat kontrolloida osakkeenomistajille jaettavia varoja.¹⁷⁰

Velkojien suojamääräyksen lisäksi osakeyhtiölain systematiikassa oikeus nimittää yhtiön hallituksen jäseniä voidaan yhtiöjärjestysmääräyksellä antaa myös velkojille. OYL 6:9 §:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että alle puolet hallituksen jäsenistä voidaan nimittää muussa kuin osakeyhtiölain olettamajärjestyksessä, jonka mukaisesti yhtiökokous tai hallintoneuvosto nimittää hallituksen jäsenet. Kyse on siten erittäin konkreettisesta formaalin velkojakontrollin muodosta, sillä yleisesti voidaan ajatella että hallitukseen nimitetty on lojaali nimittäjänsä intresseille, jolloin johdon toiminta voi päämies-agenttisuhteen kannalta olla ristiriitaisten intressien sekä ohjeistuksen värittämää, kun osakkeenomistajat kontrolloivat toista ja velkojat toista puolta yhtiön hallituksesta.

Velkojan formaalinen kontrollioikeus eroaa muulla tavoin järjestetystä kontrollioikeudesta kahdessa muiden etutahojen kannalta erittäin merkityksellisessä suhteessa. Ensinnäkin formaalinen kontrollioikeus perustuu osakeyhtiötä koskevaan institutionaaliseen järjestelyyn. Kyse on oikeusjärjestykseen perustuvista ”yhteisistä pelisäännöistä”, joihin kaikki osakeyhtiömuotoisen yrityksen toimintapiirin toimijat ovat vähintäänkin implisiittisesti sitoutuneet. Toiseksi velkojan formaalista kontrollioikeudesta on mahdollista saada informaatiota. Tällöin yhtiön muiden etutahojen riskipositioiden ei voida katsoa vaarantuvan, sillä jokaisella toimijalla on niin halutessaan mahdollisuus sopeuttaa oma riskipositionsa velkojan formaaliin kontrollioikeuden harjoittamiseen ja täten varautua siitä mahdollisesti seuraaviin riskeihin.

4.3 Kielletty velkojakontrolli

Lauriala esittää *Steven Kargin* artikkeliin viitaten suuntaa-antavan tunnusmerkistön niille kriteereille, joiden perusteella velkojakontrollia voidaan arvioida ja tunnistaa.¹⁷¹ Nämä kriteerit ovat:

¹⁷⁰ Helminen 2006, s.74 ja 80.

¹⁷¹ *Kargin* erittelyyn suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa ovat viitanneet muun muassa Lauriala (2001) ja Villa (2003).

1. velkojan oikeus kontrolloida osaa kohdeyhtiön osakkeista käyttämällä niihin kuuluvia oikeuksia muiden sidosryhmien vahingoksi,
2. määräysvallan yhtiössä tuottava osakkuus,
3. velkojan asema sekä velallisena että velkojana,
4. kohtuuton, mielivaltainen ja epäoikeutettu kontrolliaseman hyväksikäyttö,
5. velkojan valta vaikuttaa yhtiön avainhenkilöstön valintaan sekä päivittäisiin liiketoimintapäätöksiin (rutiinit),
6. rahoitusjärjestelyt, joiden tuotto ei ole alalla vallitsevan tavan mukainen sekä
7. yhtiön pakottaminen toteuttamaan vieraan pääoman ehtoiset rahoitusjärjestelyt, vaikka yhtiö on tullut maksukyvyttömäksi.¹⁷²

Esitetty kriteeristö ei siis ole millään tavalla tyhjentävä tai ehdoton, mutta kuvastaa hyvin erilaisia tilanteita, joissa velkojan liiallinen sekaantuminen yhtiön liiketoimintaan voi muodostaa yhtiön muiden etutahojen kannalta haitallisen ja siksi kielletyn kontrollivallan käytön.

Kargin kriteeristöstä on mahdollista tehdä yleistyksiä liittyen muun kuin edellä (kappale 3.2.2) esitettyyn osakkeiden kontrolloimiseen perustuvan kontrollin tunnistamiseksi. Yhtiön muiden etutahojen näkökulmasta velkojan kontrollin haitallisuus esiintyy epäoikeutettuna tosiasiallisen määräysvallan opportunistisena käyttämisenä oman edun tavoitteluksi muiden kustannuksella. Kontrolloivan velkojan suhde yhtiön muihin velkojiin on erityisen riskialtis, sillä kontrolloivalla velkojalla voi esimerkiksi yhtiön maksukyvyttömyyden uhatessa olla muihin velkojiin verrattuna yksityinen reaaliaikainen informaatio (informaatiokovenantit) sekä tosiasiallisesti tehokkaat keinot (kontrollikovenantit) yhtiön toiminnan ohjaamiseen, jolloin velkojalla voi useassakin suhteessa olla mahdollisuus oman edun ajamiseen yhtiön muiden velkojien aseman kustannuksella. Opportunismia ja siitä johtuvaa muiden etutahojen oikeudenloukkausta voidaankin pitää yhtenä selkeänä indikaationa velkojakontrollin haitallisuudesta.

Vastaavasti kontrollin haitallisuutta ja liiallisuutta indikoi velkojan osanotto yhtiön päivittäisen liiketoiminnan johtamiseen. Pidän tätä selkeimpänä indikaationa kielletystä kontrollista, koska liiketoimintaan osanottaminen poikkeaa erityisen merkittävästi velkojan normaalin riskiposition sisällöstä ja on merkittävästi vastoin yhtiön muiden velkojien ja osakkeenomistajien perusteltua käsitystä siitä, että yhtiön liiketoiminnasta vastaa yhtiön johto. Johtaminen voi olla hallitustyöskentelyyn osallistumista esimerkiksi siten, että velkojan yhtiön hallitukseen nimittämät tahot toimivat hallituksessa epäitsenäisesti velkojan määräysvallan rajoittamina. On mahdollista, että hallituksen jäsenen itsenäisyys on siinä määrin rajoittunutta, että tosiasiallista tilannetta arvioitaessa velkoja itse asiassa toimii yhtiön tosiasiallisena johtajana esimerkiksi velkojan käyttäessä veto-oikeuttaan muiden etutahojen kannalta

¹⁷² Lauriala 2001, s.119 viitaten artikkeliin Steven A. Karg: A Bankruptcy Trap for the Unwary Creditor: Equitable Subordination Resulting From Excessive Creditor Control. Artikkelin on saatavissa WestLaw –tietokannasta. En käsittele tutkimuksessa tilanteita, joissa velkojakontrolli perustuu osakkeenomistukseen (kriteeri 2) tai velallisasemaan (kriteeri 3) yhtiössä.

haitallisesti. Näin on tilanne ollut useissa osakkeenomistajan vastuuta *tosiasiallisen johtamisen perusteella* koskevilla tapauksissa.¹⁷³ Kyse on sisältöpainotteisuuden periaatteen analogiasta, jonka mukaan kysymys siitä, kuka yhtiön johtoon tosiasiallisesti kuuluu, ratkaistaan henkilön tosiasiallisen, ei muodollisen aseman perusteella, jolloin arvioinnissa on niin ikään olennaista tarkastelun keskittyminen henkilön tosiasialliseen toimintaan. Tulkinta on kuitenkin osakeyhtiölain johdon vastuuta koskevan OYL 22:1 §:n sanamuodon vastainen, joten tulkintaan tulee suhtautua pidättyvästi ja sen soveltaminen tuleekin kyseeseen vain erityisen painavin perustein.

Sanotulle tulkinnalle niin sanotusta ”varjojohtamisesta” voidaan hakea johtoa ulkomaisesta lainsäädännöstä. Esimerkiksi Yhdistyneen kuningaskunnan osakeyhtiölain (Companies Bill, 2006) 250 §:ssä määritellään hallituksen jäsen (*director*) koskemaan kaikkia hallituksen jäsenen tehtäviä hoitavia tahoja, *riippumatta siitä miksi heitä kutsutaan*. Määritelmä kattaa sekä osakeyhtiölain mukaiset että tosiasialliset johtajat. Samaisen lain 251§:ssä määritellään lisäksi niin sanotut varjojohtajat (*shadow directors*), joilla tarkoitetaan tahoja, joiden määräysten ja ohjeiden mukaisesti hallitus on työskentelyssään tottunut toimimaan, mutta sanottu ei kuitenkaan koske henkilöä joka antaa ammatillisesti neuvoja (*advice given in a professional capacity*) hallitukselle.¹⁷⁴

Saksan osakeyhtiölaissa (Aktiengesellschaft, 1965) on Yhdistyneen kuningaskunnan varjojohtajan piirteitä. Saksan osakeyhtiölain 117§:n mukaan vahingonkorvausvastuu voi seurata kenelle tahansa taholle, joka vaikutusvaltaansa käyttämällä suostuttelee hallituksen jäsenen, rekisteröidyn edustajan (*prokurist*) tai nimenkirjoitukseen oikeutetun henkilön toimimaan yhtiön tai osakkeenomistajien edun vastaisesti, voi olla aiheutuneesta vahingosta korvausvelvollinen yhtiötä tai osakkeenomistajia kohtaan. Vastuu osakkeenomistajia kohtaan voi syntyä sen vahingon osalta, jonka osakkeenomistajat ovat kärsineet yhtiön kärsimän vahingon lisäksi.

Myös Ruotsissa on oikeuskäytännössä ja –kirjallisuudessa katsottu, että niin sanottujen tosiasiallisten edustajien vastuuta arvioidaan samalla tavalla kuin muodollistenkin edustajien.¹⁷⁵ Ruotsin korkein oikeus esimerkiksi on katsonut, että se joka on yhtiössä tosiasiallisesti

¹⁷³ KKO 2001:87 on kuvaava esimerkki varjojohtajan vastuusta. A:lla, joka ei ollut osakeyhtiön hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja, oli ollut yhtiössä tosiasiallisesti sellainen asema ja päätösvalta, että hän oli vastuussa ennakonpidätysten ja työnantajan sosiaaliturvamaksujen suorittamisesta. Edellytyksenä sanotulle vastuulle korkein oikeus piti sellaista itsenäisen taloudellisen päätösvalta yhtiössä, että hänellä on mahdollisuus määrätä yhtiön varojen käytöstä ennakonpidätysten ja työnantajan sosiaaliturvan maksujen suorittamiseksi. Ks. tosiasiallisesta johtamisesta johtuvasta vahingonkorvausvelvollisuudesta tarkemmin Savela 2006, s.213-216.

¹⁷⁴ Ks. myös Mähönen – Villa 2006c, s.295-296

¹⁷⁵ Mähönen – Villa 2006c, s.296 viitteineen

määrävässä asemassa ilman muodollista paikkaa yhtiön lakimääräisissä orgaaneissa, pitää rinnastaa henkilöön, jolla on kyseinen asema.¹⁷⁶

Tausta-ajatuksena velkojan liiketoimintaan osallistumisen haitallisuudesta on velkojan erilaiset intressit osakkeenomistajaan (kontrollia käyttävänä tahona) verrattuna, johtuen velkojan ensisijaisesta maksunsaantiasemasta osakkeenomistajaan nähden. Tätä on käsitelty edellä maksunsaantijärjestystä koskevassa kappaleessa.

Myös vieraalle pääomalle maksettavaa tavanomaisuudesta poikkeavaa tuottoa voidaan pitää indikaationa velkojakontrollista. Alan käytännöstä selkeästi poikkeava tuotto voi osoittaa velkojan kohtuutonta neuvotteluasemaa yhtiöön nähden etenkin tilanteissa, joissa tuotto on yhtiön maksukykyyn nähden erityisen korkea. Tuoton sitominen yhtiön voittoon on lisäksi indikaatio velkojan riskiposition muutoksesta osakkeenomistajaan verrattavaksi, jolloin velkojan ja osakkeenomistajan voitontavoitteluun tähtäävät intressit voivat lähentyä toisiaan. Kohtuutonta neuvotteluasemaa sekä kontrollia osoittavat myös tilanteet, joissa velkoja voi tosiasiallisesti pakottaa yhtiön tiettyihin maksukykyä vaarantaviin tai maksukyvyttömyyttä syventäviin transaktioihin, kuten *Kargin* esittämään vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen.

Kuten todettu, edellä on hahmotettu vain suuntaviivoja ja mahdollisia tilanteita kontrolloivan velkojan asemasta velallisyhtiössä. Ratkaisu on kuitenkin aina tehtävä kokonaisharkintaan nojaten siten, että kaikki kunkin tapauksen erityispiirteet on huomioitava velkojan tosiasiallisen statuksen hahmottamisessa. Kontrolliaseman rakentuessa kovenanteille joiden avulla velkasuhde lähenee osakkeenomistajan oikeusasemaa, olennaista arvioinnissa on ”velan” vertaaminen oman pääoman varsinaisiin ja epävarsinaisiin tunnusmerkkeihin, jolloin on mahdollista että velkaa tulee tosiasiallisen luonteensa vuoksi käsitellä omana pääomana (samastustilanne). Ainoana johtona arviointiin lienee mahdollista todeta, että mitä enemmän oman pääoman elementtejä velka sisältää, sitä todennäköisempää on, että rahoittajalle saattaa syntyä tosiasiallisen statuksensa mukainen vastuuasema jäljempänä esitetyllä tavalla.

4.4 Muutokset riskipositiossa

Velkojakontrollin vaikutusten arvioinnissa riskipositioperusteinen lähestymistapa tarjoaa apuvälineen tilanteen hahmottamiselle kokonaisuutena. Residuaalisen tuoton tai kontrollioikeuksien liittäminen

¹⁷⁶ NJA 1997 s.418

velkaan voi tullessaan yhtiön muiden etutahojen tietoon johtaa siihen, että muiden velkojien on vaikeaa saada selvää siitä, johtaako yhtiötä lopulta kontrolloiva vai yhtiön johto.¹⁷⁷

Samoin epäselvyyttä voi herätä sen osalta kenen ohjeiden ja edun mukaisesti johto yhtiössä toimii; osakkeenomistajan kuten OYL 1:5 ja 8§:t edellyttävät, vai onko osakkeenomistajan rinnalle ilmestynyt residuaalista kilpaileva velkoja? Tällöin johto ei päämies-agenttiteorian mukaisesti toimikaan enää yksinomaan osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen edellyttämällä tavalla osakkeenomistajan agenttina, vaan kovenanttien johdosta päämies on joko kokonaan muuttunut tai sitten johdolla on kahdenalaisia päämiehiä, joiden intressit saattavat olla erilaiset. Kahden päämiehen tilanteessa yrityksen johto saattaa asettua erittäin hankalaan asemaan, sillä päämies-agenttiteorian mukaisesti päämies (osakkeenomistaja) asettaa agentille (johto) tavoitteet, joiden mukaisesti agenttisopimuksessa asetettuun tavoitteeseen (asetetun pääoman hoitaminen) pyritään, ja ohjeistuksen tullessa yhtäältä osakkeenomistajalta ja toisaalta velkojalta, voi päätöksenteko pahimmillaan johtaa toisen etutahon oikeudenloukkauksiin. Tuoton residuaalistavan insentiivikovenantin käyttö lähentää tosin velkojan intressejä osakkeenomistajan intressejä muistuttaviksi, mutta on syytä huomata, etteivät velkojan ja osakkeenomistajan intressit koskaan ole samat, koska korko vähennetään kuluna tuloslaskelmassa aina ennen voiton esittämistä.¹⁷⁸ Velkojalle maksettava tuotto vähentää siis osakkeenomistajalle maksettavan tuoton määrää.

Ongelmana yhtiön muiden etutahojen riskiposition kannalta näyttäytyy myös kontrolloivan velkojan myötä lisääntynyt riski. Velkojan normaaliin riskiposition sisältöön kuuluu yritysjohton riskinottohalukkuuden hillitseminen, kuten edellä on esitetty. Kontrollioikeuksien ja residuaalisen tuoton lisääminen velkaan antaa velkojalle uudenlaisen insentiivin; velkojan intressissä voi olla luottosuhteen voimassaoloaikana maksimoida oma tuottonsa kontrolloivaa asemaansa opportunistisesti hyväksikäyttämällä. Tällöin velkojan riskiposition sisältö ei enää vastaa riskiä hillitsevää yhtiön maksukykyä valvovaa passiivista tahoja, vaan sanottu riskinotto valistuneen arvonmaksimoinnin käsitteen ja siten osakeyhtiön tarkoituksen vastaisena on omiaan asettamaan yhtiön muiden etutahojen aseman uhatuksi.

Yhtiön muiden velkojien näkökulmasta riskiposition muutos vaikuttaa konkreettisesti myös siten, että residuaalinen korko rasittaa yhtiön maksukykyä olennaisesti eri tavalla kuin kiinteä korko.¹⁷⁹ Sanotulla on vaikutusta myös luotonantovaiheessa sellaisen velkojan osalta, jonka luotonantopäätös koskee sellaisen yrityksen lisärahoitusta, jossa on olemassa sanotunkaltainen kontrolloiva residuaaliset intressit

¹⁷⁷ Mähönen – Villa 2006a, s.241

¹⁷⁸ Ibid.

¹⁷⁹ Ibid.

omaava velkojataho. Kuten edellä on useassa otteessa havaittu, kontrolloivan velkojan oikeusasemasta ei ole saatavissa informaatiota, jolloin sanotusta informaation puutteesta kärsivä yhtiön uusi velkoja voi perustaa luottoharkintansa ja siten luottonsa hinnoittelun olennaisesti väärälle perustalle.

Miten sanottuja ongelmia voidaan sitten ratkaista ottaen huomioon sen, että osakeyhtiölain systematiikkaa ei ole rakennettu sen vaihtoehdon pohjalle, että velkojallakin voi olla merkittävä määräysvalta osakeyhtiössä? Edellä on esitetty, että informaatiokovenanttien johdosta velkojan asema informaation suhteen voi muodostua jopa osakkeenomistajaa voimakkaammaksi. On selvää, että velkojan riskinä on tällöin sisäpiiri- tai läheisyysuhteen syntyminen velkojan ja velallisen välille. Epäselvempää on se, miten tulisi ratkaista tilanne, jossa velkoja osakkeenomistajaan rinnastavana tahona joko osakeoikeuksia koskevan sopimuksen tai kontrollikovenanttien johdosta toimii opportunistisesti muiden etuhajojen kustannuksella. Osakeyhtiölain 22 luvussa on säännökset vain osakkeenomistajan ja johdon korvausvastuusta sanotunkaltaisissa tilanteissa. Pidän *de lege lata* mahdollisena yhtiöoikeuden ulkopuolisen vahingonkorvausvelvollisuuden syntymistä kontrolloivalle velkojalle, mutta oikeuskirjallisuudessa on esitetty mahdolliseksi myös velkojan rinnastaminen osakkeenomistajaan niin sanotun samastusteorian avulla, jolloin on tutkittava mahdollisuutta *contra legem* –tulkintaan siitä, onko säännösten analoginen soveltaminen velkojaan mahdollista. Samastusteemassa vaikutusta on annettava perustellun odotuksen sekä riskiposition muuttumattomuuden periaatteille. Korostuneeseen asemaan tutkimuksessa on noussut informaatio, joten lopuksi on syytä tarkastella *de lege ferenda* mahdollisuutta välipääomaan liittyvän informaatiovajeen ratkaisemista.

5. KIELLETYN VELKOJAKONTROLLIN JURIDISET RISKIT DE LEGE LATA

5.1 Läheisyysuhde velkojan ja velallisyhtiön välillä

5.1.1 Läheisyysuhteesta

Velkojan edellä kuvattu muuttunut riskipositio velallisyhtiössä voi synnyttää velkojan kannalta riskin siitä, että velallisyhtiön ja velkojan välille syntyy *läheisyysuhde*, jolloin velkoja tulkitaan velallisyhtiön läheiseksi takaisinsaantilain 3.2§:ssä määritellyllä tavalla. Säännöksen mukaan ”toistensa läheisinä pidetään *yksityistä elinkeinonharjoittajaa, yhtiötä, muuta yhteisöä tai säätiötä* sekä:

- 1) sitä, jolla yksin tai yhdessä läheisensä kanssa on osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella olennainen etujen yhteys elinkeinonharjoittajan, yhteisön tai säätiön kanssa;

- 2) sitä, jolla johtavan aseman perusteella on olennainen vaikutusvalta elinkeinonharjoittajan, yhteisön tai säätiön toiminnassa; sekä
 - 3) sitä, joka on 1 tai 2 kohdassa tarkoitetun läheinen.
- Edellä 2 momentin 3 kohtaan perustuvalla läheisyysuhteella ei ole merkitystä, jos saatetaan todennäköiseksi, ettei sillä ole ollut yhteyttä oikeustoimeen.”

Velkojan kannalta huomioon otettavan riskin muodostaa TaksL 3.2.1k sekä 3.2.2k, joissa määritellään läheisyys osakkuuteen rinnastuvan taloudellisen seikan sekä olennaisen vaikutusvallan perusteella.

Konkurssitakaisinsaannin välitön tavoite on hankkia täytäntöönpanon piiristä velkoja loukkaavalla tavalla siirtynyt varallisuus takaisin pesään, palauttaa velkojien tasa-arvoa loukaten yksittäisille velkojille tehdyt suoritukset tai estää muita velkoja loukkaavien vaateiden toteutuminen konkurssimenettelyssä.¹⁸⁰ Erityisemmin, läheisyyttä koskevan 3§:n tarkoituksena on puuttua konkurssivelallisen ja tämän lähipiiriin kuuluvien välisiin varallisuussirtoihin ja suojata luotonantoa.¹⁸¹

5.1.2 Velkoja velallisyhtiön läheisenä

Tutkielman aiheen kannalta olennaista on kysymys siitä, voiko kovenanttiehtoinen luotonantaja olla tulkittavissa tällaiseksi *osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella syntyvään olennaiseen etujenyhteyteen nojaten* ja jos niin, mitä elementtejä omasta pääomasta on tullut kovenantein liittämään velkaan? Mikä tahansa taloudelliseen seikkaan perustuva etujen ykseys ei muodosta läheisyyttä, joten kysymys on relevantti ja arvioinnissa painotettavien seikkojen osalta mielipide oikeuskirjallisuudessa ei ole tällä hetkellä täysin selvä.

Takaisinsaantilakia koskevan hallituksen esityksen mukaan pelkkä luotonanto ei yksin muodosta etujen yhteyttä velkojan ja velallisen välille.¹⁸² Oikeuskirjallisuudessa näyttääkin vallitsevan kaksi vastakkaista kantaa siitä, voiko luottosuhde muodostaa TaksL 3.2§:n tarkoittaman osakkuuteen tai siihen rinnastettavaan seikkaan perustuvan olennaisen etujen ykseyden.

Takaisinsaantia laajasti tutkinut *Tuomisto* on takaisinsaantilakia koskevassa hallituksen esityksessä esitettyjen arviointia helpottavien esimerkkien avulla eritellyt kolme kriteeriä, joilla on merkitystä olennaista etujen yhteyttä arvioitaessa. Näitä kriteerejä ovat vaikutusvalta, omistus ja oikeus toiminnan tuottoon.¹⁸³ Näiden kriteerien välistä yhteyttä *Tuomisto* on selittänyt niin, että esimerkiksi rajoittuneisuus omistuksessa voi kompensoitua tosiasiallisella vaikutusvallalla ja toisaalta erityisen suuri

¹⁸⁰ Tuomisto 2002, s.1

¹⁸¹ Villa 1997, s.364

¹⁸² HE 102/1990 s.45

¹⁸³ Tuomisto 2002, s.20

omistus voi ilman vaikutusvaltaakin muodostaa etujen ykseyden.¹⁸⁴ Lisäksi Tuomisto on tullut siihen näkemykseen, että TaksL 3.2§:ssä tarkoitettu etujen ykseys tarkoittaa lähinnä osallistumista yhtiön voittoihin ja tappioihin. Tuomisto kuitenkin *kieltää* mahdollisuuden siihen, että luottosuhde perustaisi koskaan sanottua suhdetta velkojan ja velallisyhtiön välille, lähinnä juuri siitä syystä, että etujen ykseys edellyttää osallistumista sekä voittoon että tappioon.

Keskustelun toisen kannan muodostava *Villa* on käsitellyt luottosopimukseen perustuvan läheisyyden syntymistä väitöskirjassaan erityisesti pääomalainan osalta. Villan näkemys on, että puuttuminen velallisyhtiön liiketoimintaan ja johtamiseen on riittävää, eikä osallistuminen voittoon tai tappioon ole edellytys läheisyyden syntymiselle, vaan riittävää on velkojan oman taloudellisen edun hyödyntäminen.¹⁸⁵ Ymmärryksen mukaan Villan ajatuksena on tässä se, että velkojan kovenanttiehtoisessa luotonannossa intressinä on varmistaa velan takaisinmaksu, jolloin velkojan intressiksi muodostuu osakkeenomistajan riskiposition mukainen intressi johtaa yhtiön liiketoimintaa mahdollisimman tarkoituksenmukaisesti pitkällä aikavälillä. Näin nähtynä yhtiön ja velkojan intressit olisivat yhtenevät ja siten läheisyysuhteen edellyttämä etujen yhteys täyttyisi ikään kuin luonnollisesti eikä yhtiön asemaa heikentäviä varallisuuden siirtoja tapahtuisi.

Villa täsmentääkin läheisyyden arvioinnin kannalta olennaisen; mitä enemmän kovenanteilla siirretään osakkeenomistajan oikeusasemalle olennaisia elementtejä velkojalle, sitä todennäköisempää on, että sopimus muodostaa läheisyysuhteen velkojan ja velallisyhtiön välille. Residuaalinen korko, perpetuaalisuus ja kontrollioikeudet muodostaisivat siten indisioita siitä, että läheisyys todennäköisesti olisi käsillä, mutta yhtä yhtenäistä kriteeristöä lienee jälleen mahdotonta esittää.¹⁸⁶ Myös *Tepora* ja *Ovaska* näyttävät olevan Villan kanssa samaa mieltä. *Tepora* toteaa, että ”laaja-alainen” rahoitussopimus pankin ja velallisyhtiön välillä voi tarkoittaa järjestelyä, jonka nojalla läheisyysuhde voi syntyä¹⁸⁷ ja *Ovaska* täsmentää, että rahoitussuhde voi perustaa rahoittajalle siten johtavan aseman velallisyhtiössä, että määräämisvalta voi merkitykseltään vastata laissa säänneltyjä läheisyysuhteita¹⁸⁸.

Mielestäni *Villan* perustelu on *Tuomistoa* uskottavampi ja tarkoituksenmukaisempi varsinkin huomioiden sen, että välipääomainstrumenttien käyttö ja sopimusvapaus on nykypäivän rahoituksessa huomattavasti

¹⁸⁴ Tuomisto 2002, s.22-23.

¹⁸⁵ *Villa* 1997, s.372-374

¹⁸⁶ Näin myös Villan kantaan sanatarkasti yhtyvä Lauriala, joka toteaa mielenkiintoisesti jo edellä esitetyllä tavalla että velkojakontrollin havaitseminen edellyttää sitä paitsi useiden oikeudenalojen keinojen yhdistämistä, jolloin analyysi laajenisi myös oikeudenalat ylittäväksi (Lauriala 2001, s.118-119).

¹⁸⁷ *Tepora* 1994, s.462

¹⁸⁸ *Ovaska* 1991, s.155

kehittyneempää ja laajemmin käytettyä kuin vuonna 2002. Kovenanttien perustella on mahdollista muokata mitä erilaisimpia riskin ja tuoton yhdistelmiä sekä luoda velkojalle erittäinkin vahva kontrolliasema yhtiössä. On selvää, että riskin ja tuoton yhdistelmillä tosiasiallisesti luodaan myös erilaisia insentiivejä velkojalle, jolloin myös tämän intressit voivat joko yhdistyä tai erota yhtiön intresseistä. Velkojan intressien osalta yhdyntä tulkintani Villan näkemyksestä; velkojan intressi on usein yhtiön intressin kanssa yhtenäinen riippumatta siitä osallistuuko velkoja luottosopimuksen perusteella yhtiön voittoon ja / tai tappioon. Villan mukaan arviointi tulee suorittaa aina tapauskohtaisesti ja huomioiden esimerkiksi yhtiön kaikkien velkojien määrän; mitä enemmän yhtiöllä on velkojia, sitä epätodennäköisempää läheisyyden syntyminen olisi.¹⁸⁹

Osakkuuteen rinnastuvana taloudellisena seikkana voidaan mielestäni pitää juurikin kovenanttiehtoista velkaa, johon on taloudellisten ominaisuuksiensa puolesta enemmän oman pääoman oikeusaseman kuin velkojan oikeusaseman tuottava. Tämä on myös takaisinsaantilain tarkoituksen mukaista, sillä kontrolloivan velkojan toiminnalla voi olla merkittäviä seurauksia yhtiön muiden velkojien asemaan, ja velkojan aseman lähentyminen osakkeenomistajan asemaan saattaa lisätä yhtiön toimintapiiriin riskiä ottavien tahojen ja siten yhtiön maksukyvyyn heikkenemiseen liittyvän riskin määrää.

Huomioon tulee myös ottaa edellä kappaleessa 3.2.2 esitetty mahdollisuus siitä, että osakkeenomistaja peruuttamattomasti siirtää velkojalle osakkeen tuottamat oikeudet ja velvollisuudet (osakkeenomistajaan rinnastettava taho). Kyseessä on mielestäni sellainen määräysvallan siirtyminen osakkeenomistajalta velkojalle, jonka seurauksena läheisyysuhde ehdottomasti syntyy. Osittainen luopuminen tulkittaisiin läheisyyttä puoltavaksi seikaksi.¹⁹⁰ Arviointi tuleekin aina suorittaa *in casu*. Seuraavassa tarkastelen läheisyysuhteen syntymisen oikeusvaikutuksia kontrolloivan velkojan näkökulmasta.

Mielestäni TaksL 3.2.2k:ssa määritelty johtavaan asemaan perustuva olennainen vaikutusvalta ei välttämättä ole poissuljettu vaihtoehto velkojan kannalta realisoituvasta juridisesta riskistä kaikissa tapauksissa. Takaisinsaantilain hallituksen esityksen mukaan tällainen johtavaan asemaan perustuva olennainen vaikutusvalta on yhtiön hallituksen jäsenillä ja toimitusjohtajalla.¹⁹¹ Tästä huolimatta tarkastelu on keskitettävä kuitenkin *substance over form* -periaatteen mukaisesti tosiasiallisten vaikutusmahdollisuuksien arviointiin ja hallituksen esityksessä todetaankin, että hallintoon tosiasiallisesti osallistumaton tai tosiasiallisen päätösvalan omaamaton hallituksen jäsen ei välttämättä ole yhtiön läheinen. 1990-luvulla kovenanttiehtoinen luotonanto ei ollut vielä

¹⁸⁹ Villa 1997, s.373

¹⁹⁰ Näin myös Villa, *ibid.* s.374

¹⁹¹ HE 102/1990 s.46

kovinkaan yleistä eikä mahdollisuuksia poiketa osakeyhtiön institutionaalisesta järjestelystä tunnettu. Mielestäni voidaankin *ex analogia* tulkita takaisinsaantilain hallituksen esityksessä mainitun tosiasialliseen vaikutusvaltaan kohdistuvan viittauksen nojalla, että velkoja, jolla on *tosiasiallinen vaikutusvalta yhtiön hallitukselle ja toimitusjohtajalle normaalisti kuuluviin tehtäviin, voi olla yhtiön läheinen myös tämän momentin nojalla.*

Läheisyysuhteen oikeusvaikutukset jakautuvat yhtäältä takaisinsaantiaikoihin sekä todistustaakan jakoon. Velallisyhtiön läheisenä pidettävän velkojan oletetaan tienneen tai pitävän tietää takaisinsaannin perusteena olevista seikoista TaksL 5.2§:n tapauksissa, ja TaksL 8§:n mukaan todistustaakka alihintaisuudesta tai –vastikkeellisuudesta on velalliseen läheisyysuhteessa olevan velkojan kannettavana. Erityisesti läheisyysuhteeseen vaikuttaa luotonantajan kannalta kuitenkin takaisinsaantiaikojen osalta, sillä läheisen velkojan suorittamien oikeustoimien peräyttäminen on mahdollista pidempää – tai jopa rajoituksetonta - takaisinsaantiaikaa sekä kvalifioituja takaisisaantiperusteita noudattaen.

5.2 Konsernisuhteen syntyminen velkojan ja velallisen välille

Tutkittaessa tosiasiallisen määräysvallan käyttöä ja vaikutuksia osakeyhtiössä, on mielenkiintoista havaita, että osakeyhtiökontekstissa taloudelliseen seikkaan perustuva olennainen etujen ykseys velkojan ja velallisen välillä saattaa täyttää myös osakeyhtiölain konsernin syntymisessä kriteerinä käytetyn määräysvallan edellytyksen. Osakeyhtiölain konsernia koskevassa 8:12§:ssä viitataan KPL 1:5 §:ään, jonka mukaan konsernisuhteen edellyttämä määräysvalta voi perustua osakkeiden tuottaman äänten enemmistön (KPL 1:5.1k) lisäksi oikeuteen nimittää enemmistö kohdeyhtiön hallituksessa tai siihen verrattavassa toimielimessä (KPL 1:5.2k). Äänten enemmistö sekä hallituksen nimitysoikeus voi, kuten myös edellä esitetty, perustua muun muassa yhtiöjärjestykseen, yhtiösopimukseen tai *muuhun* sopimukseen, kuten laaja-alaiseen rahoitussopimukseen.¹⁹²

Arvioitaessa laaja-alaisen rahoitussopimuksen merkitystä konsernisuhteen mahdollisen synnyn kannalta, huomiota kiinnitetään samoihin seikkoihin kuin edellä (kappale 5.1) esitetyn läheisyysuhteen arvioinnissa.¹⁹³ Tällöin lähtökohtana on, että tavanomainen rahoitussopimus ei synnytä konsernisuhdetta velkojan ja velallisen välille, vaan kovenantit, jotka lähentävät vieraan pääoman ehtoista rahoitusvälinettä lähemmäksi omaa pääomaa velkojan *määräysvallan osalta* toimivat indikaatioina konsernisuhteen syntymisen puolesta. Ratkaisevaa kokonaisarviossa on se, onko velkoja tosiasiallisesti saavuttanut määräävän aseman yhtiössä siten, kuin KPL 1:5§ edellyttää. On huomattava, että konsernisuhteen arvioinnin kannalta informaatiokovenanteilla tai tilannekohtaista velkojakontrollia

¹⁹² Villa 2003, s.184

¹⁹³ Ibid.

luovilla kontrollikovenanteilla (esimerkiksi edellytys velkojan suostumuksesta tietyn liiketoimintapäätöksen tekemiseen) ei ole merkitystä konsernisuhteen syntyminen arvioinnin kannalta, jossa keskeistä on osakkeiden tuottamaan äänioikeuteen rinnastuvan määräysvallan tunnistaminen.

Edellä esimerkkinä käytetty osakkeiden panttausta koskeva sopimus on konsernisuhteen kannalta merkityksellinen silloin, kun osakepantint ehdoksi on asetettu osakkeiden tuottaman oikeusaseman käyttö eräännyttämisperusteen (*default*) synnyttyä ja kestäessä. Tällöin velkojalla on oikeus määrätä yhtiön osakkeiden tuottamasta äänioikeudesta ja osakepantint kohdistuessa KPL 1:5§:n edellyttämällä tavalla osakkeisiin, jotka tuottavat *enemmän kuin puolet* kohdeyhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, on selvää, että konsernisuhteen synnylle on perusteita. Näkemykseni mukaan tällainen osakkeiden panttausta koskeva sopimus on KPL 1:5§:n tarkoittaman *muun sopimuksen* tarkoittama sopimus¹⁹⁴ samoin kuin edellä kappaleessa 3.2.2 kuvattu *Villan* esittämän konstruktion mukainen ”tyhjää osaketta” koskeva sopimusjärjestely.

KPL 1:5.2k:n mukaisen hallituksen tai muun vastaavan toimielimen nimitysoikeuteen perustuvan määräysvallan osalta velkojan kannalta riskin muodostaa tilanne, jossa osakeyhtiölain sallimalla tavalla velkojalle on annettu oikeus nimittää alle puolet rahoitettavan yhtiön hallituksesta (OYL 6:9) ja lisäksi esimerkiksi rahoitussopimuksen ehtojen mukaisesti velkojan nimitysoikeutta lisätään siten, että tosiasiallisesti velkojan nimitysoikeus kohdistuu yli puoleen yhtiön hallituksen tai vastaavan toimielimen jäsenistöstä. Tällöin myös KPL 1:5.2k:n mukainen määräysvalta kriteeri voi täytyä ja konsernisuhde syntyä velkojan ja velallisen välille. Samoin riski voi realisoitua tilanteessa, jossa velkoja konvertoi osittain vaihtovelkakirjalainan ja tulee täten esimerkiksi yhtiön osakassopimuksen piiriin vähemmistöosakkeenomistajana, joille on osakassopimuksen ehtojen mukaisesti allokoitu valta nimittää tietty määrä hallituksen jäsenistä.¹⁹⁵

Mikäli konsernisuhteen katsottaisiin syntyvän velkojan ja velallisen välille ja velkojana olisi esimerkiksi osakeyhtiömuotoinen pankki, pankin tulee noudattaa osakeyhtiö- sekä kirjanpitolain konsernia koskevia erityismääräyksiä kuten konsernitilinpäätöksen laatimista sekä konsernia koskevan erityisen informaatiovelvoitteen täyttämistä koskevia määräyksiä.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Näin myös Villa 2003, s.185

¹⁹⁵ Ibid.

¹⁹⁶ Ibid.

5.3 Sisäpiiritiedon käyttö sekä yrityssalaisuuden ilmaiseminen

Velkojan riskiposition muutos informaation osalta sisältää riskin velkojan kannalta kuulumisesta muuttuneen aseman johdosta velallisyhtiön sisäpiiriin. Osakeyhtiön hallituksen tiedonantovelvollisuudet sekä –oikeudet määräytyvät yksityisen osakeyhtiön osalta osakeyhtiölain ja julkisen osakeyhtiön osalta lisäksi arvopaperimarkkinalain mukaisesti. Julkisen osakeyhtiön hallitusta koskevat lisäksi rikoslain sisäpiirisäännökset. Rikoslain 51 luku sisältää säännökset arvopaperimarkkinarikoksista, kuten sisäpiiritiedon väärinkäyttämisestä. Lisäksi RL elinkeinorikoksia koskevassa 30 luvussa on säännökset sisäpiiritietoa muistuttavan *yrityssalaisuuden* ilmaisemisesta tai käyttämisestä. Säännöksillä on merkitystä informaatiokovenanttien käytön kannalta.

AML 5:1§:n mukaan *sisäpiiritiedolla* tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Tällä ei ole katsottu tarkoitettavan julkisesti saatavilla olevia tietoja yhdistelemällä yksityisesti käytettäväksi tarkoitettua tietoa, eli toimijan muista poikkeava kyky taloudellisen tiedon analysointiin ei muodosta sisäpiiritietoa.¹⁹⁷ RL 51.1 §:n mukaan sanotun sisäpiiritiedon väärinkäyttämisestä taloudellisen edun tavoittelemiseksi voi seurata sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta.

Yrityssalaisuudella tarkoitetaan sellaista liike- tai ammattisalaisuutta taikka muuta vastaavaa tietoa, jonka elinkeinonharjoittaja pitää salassa. Tällä tarkoitetaan tietoa, jonka tekijä on saanut tietoonsa ollessaan toisen palveluksessa, toimiessaan yhteisön hallintoneuvoston tai hallituksen jäsenenä, toimitusjohtajana, tilintarkastajana tai selvitysmiehenä taikka *näihin rinnastuvassa tehtävässä*.¹⁹⁸ 30:5§:n mukaan joka taloudellista hyötyä tavoitellakseen oikeudettomasti ilmaisee toiselle kuuluvan yrityssalaisuuden tai oikeudettomasti käyttää sellaista yrityssalaisuutta, voidaan tuomita yrityssalaisuuden rikkomisesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

Informaatiokovenanttien avulla tietyille velkojalle tuotettu yksityinen informaatio, jota ei ole saatavissa markkinoilta, voi muodostaa riskin velkojan kannalta, koska sisäpiiritiedon väärinkäyttäminen ja yrityssalaisuuden ilmaiseminen tai käyttäminen taloudellisen edun tavoittelussa on rangaistavaa siten kuin RL 30 ja 51 luvuissa säädetään. Kun velkojalle on lisäksi annettu kontrollioikeuksia, kuten oikeus nimittää yhtiön hallituksen jäseniä, on olemassa vaaraa, että velkoja saa nimittämältään hallituksen

¹⁹⁷ Villa 2003, s.176 alaviitteineen.

¹⁹⁸ Ibid.

jäseneltä sellaista velallisyhtiötä koskevaa tietoa, joka täyttää sisäpiiritiedolle asetut vaatimukset. Muun muassa tällöin velkojaa on pidettävä yhtiön sisäpiiriläisenä.¹⁹⁹ Samoin velallisyhtiön reaaliaikainen monitorointi sekä velkojalta mahdollisesti tarvittava suostumus tiettyjen liiketoimintapäätösten tekemiseen saattaa tuottaa velkojalle informaatiota, jonka voidaan katsoa kuuluvan yrityssalaisuuden piiriin. On syytä huomata, ettei yrityssalaisuuden tai sisäpiiritiedon antaminen velkojalle ole kiellettyä *per se*, vaan tarkastelu keskittyy sanotun tiedon oikeudettomaan väärinkäyttämiseen. Oikeudetonta väärinkäyttö ei ole esimerkiksi silloin, kun velallisyhtiö on yrityssalaisuuden paljastaessaan sitoutunut antamaan itseään koskevaa salassa pidettävää tietoa velkojan käytettäväksi.²⁰⁰

5.4 Kovenanttien kohtuullistaminen

Kovenanttiehtoisen velkojan kannalta eräänä kovenantteihin liittyvänä riskinä voidaan pitää mahdollista kovenanttien altistumista kohtuullistamisarviointille. Kovenantit ovat sopimuslausekkeitä, joten niiden sovittelu voi tulla kyseeseen OikTL 36§:n nojalla. Arviointiin vaikuttaa merkittävästi luotonantajan vahvempi neuvotteluasema etenkin tilanteessa, jossa luotonottajan heikon taloudellisen aseman vuoksi luotonottajan vaihtoehdot voivat jakaantua konkurssin tai luotonantajan edellyttämien ehtojen noudattamisen välille.

Kovenanttien osalta kohtuuttomuustilanteet voidaan jakaa kahteen. Yhtäältä kovenantit voivat olla tyypiltään kohtuuttomia kovenanteja, jotka ovat *aina kohtuuttomia* riippumatta luottosopimuksen muusta sisällöstä ja soveltamistilanteesta ja toisaalta kovenantteihin, joiden soveltaminen voi *yksittäistapauksessa* johtaa kohtuuttomuuteen. Jälkimmäisessä tilanteessa ehtoja voidaan sovitella mainitun OikTL 36§:n nojalla.²⁰¹

Tyypikohtuuttomia lausekkeitä ovat OikTL 36§:n esitöiden perusteella lausekkeet, joiden nojalla toisella osapuolella on sopimussuhteen keskeisiä kysymyksiä koskeva yksipuolinen päätösvalta. Samoin oikeuskäytännössä on pidetty tyypikohtuuttomina ehtoja, joiden nojalla sopijapuolella on yksipuolinen oikeus muuttaa sopimusehtoja. Tällaisen elementin sisältävä kovenanti voi *Tuomiston* mukaan olla tyypikohtuuton siitäkin huolimatta, että vastakkain ovat periaatteessa kaksi tasapuolista toimijaa. Toisaalta tyypikohtuuton voi olla myös sellainen ehto, joka rajoittaa yhtiön yhtiöoikeudellista itsenäisyyttä esimerkiksi siten, että luotonottaja joutuisi käytännössä

¹⁹⁹ Villa 2003, s.177-180.

²⁰⁰ Edelleen sanotusta on erotettava yhtiön johdon *kelpoisuus* antaa yrityssalaisuudeksi luokiteltavaa tietoa velkojalle. Mikäli hallitus on kelpoisuutensa ylittäen julkaissut salassa pidettävää tietoa, voi hallitus joutua vahingonkorvausvastuuseen siten kuin OYL 22 luvussa säädetään. Villa 2003, s.177-180.

²⁰¹ Tuomisto 1999, s.122.

pidättäytymään kaikista liiketoiminnallisista ratkaisuista ilman ilmoitusta velkojalla tai tämän suostumusta päätöksen tekemiseen (velkojan veto-oikeus).²⁰²

Yksittäistapauksellisesta kohtuuttomuutta arvioitaessa neuvotteluasemien tasapaino on siis erityisen keskeinen, ja ongelmia tasapainossa voi aiheuttaa velkojan painostus sekä mahdollinen konkurssin tai taloudellisen ahdingon syventymisen uhka. Kovenanttien luonne ja tarkoitus on kuitenkin se, että niiden avulla velkojan on mahdollista hallita luottosuhteeseen liittyvää riskiä, joka määräytyy aina tapauskohtaisesti kunkin kohdeyhtiön osalta erikseen. Velkojan on siten voitava tarpeen niin vaatiessa sisällyttää tiukkojakin kovenanttiehtoja luottosopimukseen, esimerkiksi silloin, kun kohdeyhtiön vakuusomaisuus on olematonta.²⁰³ Näin ollen nähdäkseni kovenantit tulevat yksittäistapauksellisesti soviteltaviksi vain harvoin.

Toisaalta kovenanttien tarkoitus ei voi saada suojaa tapauksissa, joissa kovenantit aiheuttavat yksipuolisesti vahinkoa kohdeyhtiölle tai sen sidosryhmille, ja tällaisessa tilanteessa kovenanttien sovittelu voikin tulla kyseeseen. Tällöin merkitystä arvioinnissa on edellä esitetyllä tavalla luotonantajan sopimusneuvotteluissa noudattama avoimuus kovenanttien merkityksen osalta²⁰⁴ sekä sillä, miten alisteiseksi luotonottajan asema on tosiasiallisesti luotonantajaan nähden muodostunut. Kohtuuttomuusarviointi on edelleen suoritettava *in casu* huomioiden kaikki tapaukseen vaikuttavat seikat.²⁰⁵

5.5 Kontrolloitu velkojan vahingonkorvausvastuu

Mikäli luottokokonaisuuteen liittyvä velkojan kontrolliasema ja sen epäoikeutettu käyttäminen johtavat siihen, että velkoja vaikuttaa velallisyhtiöön *tilannekohtaisesti* oman etunsa ajamiseksi siten, että velallisyhtiön on toimittava velkojan edellyttämällä tavalla muiden yhtiön etuhajojen haitaksi, kuten suosimalla kontrolloivaa velkojaa koron tai velan maksussa yhtiön muiden velkojien kustannuksella, voi velkojan kontrolliin liittyvä riski realisoitua *sopimuksen ulkoisena vahingonkorvausvastuuna* siten, kuin vahingonkorvauslain 2:1.1§:ssä säädetään.²⁰⁶

Lauriala tarkoittaa *tilannekohtaisella vaikuttamisella* velallisyhtiön painostamista tilannekohtaisesti ryhtymään tiettyihin toimiin, kuten esimerkiksi hylkäämään muut rahoituslähteet tai pidättymään

²⁰² Ibid. s.123 alaviitteineen sekä s.124.

²⁰³ Ibid. s.126

²⁰⁴ Ks. esim. Turun HO 9.6.1989, 1988 S 5 Uki 1 ja Turun HO 20.6.1990, S 89/396 (Tuomisto 1999, s.127)

²⁰⁵ Ibid.

²⁰⁶ Villa 2003, s.187

tietyistä investoinneista. Sanotun kaltaisen painostuksen aiheuttama vahinko yhtiön muille intressitahoille voi aktualisoitua kontrolloivan velkojan vahingonkorvausvastuuna.

Tilannekohtaisesta vaikuttamisesta on kuitenkin erotettava painostaminen (luotto)sopimuksen ehdoissa pysymiseen; rahoittajan kontrolliasemaa tulee arvioida sopimusjärjestelyn mukaan siten, että toimet, jotka tehdään sopimuksen toteutumisen turvaamiseksi, eivät johda vastuuseen.²⁰⁷ *Lauriala* tarkoittaa vastuusta vapauttavassa tilanteessa sopimuksella sellaista sopimusta, joka rajoittaa velkojan harkintavallan toimenpiteiden osalta minimiin erotuksena sopimuksesta, jonka ehtojen nojalla rahoittajalla on vapaa harkintavalta.²⁰⁸

VahL 2:1.1 §:n mukaan se, joka tahallisesti tai tuottamuksesta aiheuttaa toiselle vahingon, on sen velvollinen korvaamaan. VahL 5:1 §:ssä säädetään puhtaiden varallisuusvahinkojen korvaamisesta. Puhtailla varallisuusvahingoilla tarkoitetaan taloudellista vahinkoa, joka ei ole yhteydessä henkilö- tai esinevahinkoon, ja on huomattava, että vahingonkorvauslain systematiikassa *puhtaiden varallisuusvahinkojen korvattavuus on tiukasti rajattua* ja velkojakontrollin osalta muiden etutahojen kärsimä puhdas varallisuusvahinko tulee korvattavaksi vain, jos korvaamiseen on ”erittäin painavia syitä”.²⁰⁹ Korvattavuus on siis rajattu erittäin poikkeuksellisiin tilanteisiin, eikä vahingonkorvauslain esitöistä ole saatavissa johtoa siihen, mitä erityisen painavalta syytä edellytetään.²¹⁰

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu painavan syyn olevan käsillä esimerkiksi silloin, kun kontrolloivan velkojan tarkoituksena oli vahingoittaa yhtiön muiden etutahojen intressejä, jos vahinkoa aiheuttaneen on täytynyt ymmärtää, että toimenpiteestä varsin todennäköisesti syntyy vahinkoa, ja jos toimenpide on ollut hyvän tavan vastaista ja epälojaalia.²¹¹ Kontrolloivan velkojan teon moitittavuus on siten hyvän tavan vastaisuuden arvioinnin kriteeri. *Hyvää rahoitustapa* edellyttää reilun vaihdannan sääntöjen noudattamista, sillä sopimusvapauden taustalla vaikuttaa vastuu sopimuksesta sekä sopimuksen vaikutuspiiriin *toimintaympäristöstä*. Sopimusvapaudella on siten rajat, ja sitä voidaan hyödyntää vain tavalla, joka täyttää luottamuksen ja lojaalisuuden vaatimukset ja onkin ymmärrettävää, että toimintaympäristön huomioonottamisvaatimus korostuu silloin, kun kontrolloiva velkoja on tosiasiallisesti yhtiössä määräävässä asemassa.²¹²

²⁰⁷ Lauriala 2001, s.126

²⁰⁸ Ibid. s.125

²⁰⁹ Savela 2006, s.348

²¹⁰ Villa 2003, s.188

²¹¹ Tammi-Salminen 2001, s.312 sekä Villa 2003, s.188-189

²¹² Villa 2003, s.188

Näin ollen voitaisiin siis todeta, että velkojan tarkoituksellisesti aiheuttaman puhtaan varallisuusvahingon arvioinnissa tulee huomio kiinnittää teon moitittavuuteen sekä velkojan ymmärrykseen teon vahingollisuudesta. Velkojan kannalta tämä näyttäytyy siten, että mitä määräävämmässä asemassa velkoja tosiasiallisesti on, sitä korostuneemmin tämän tulisi huomioida kontrollinsa vaikutukset osakeyhtiön toimintaympäristön etutahoissa. Kontrollioivan velkojan vahingonkorvausvastuu voisi realisoitua esimerkiksi silloin, kun kontrolloiva velkoja saa aikaan yhtiössä päätöksen, jonka mukaisesti hänen velkansa koron tai pääoman maksua suositetaan muiden kustannuksella (puhdas varallisuusvahinko), koska on selvää, että kyse on tilannekohtaisesta vaikuttamisesta, ja että velkoja ymmärtää teon moitittavuuden sekä haitallisuuden yhtiön muiden velkojien kannalta. Tilanteessa velkojan vastuu muistuttaa pitkälti määräävän osakkeenomistajan vastuuta.

Kontrolloivan velkojan kannalta oman pääoman ehtojen liittäminen velkaan onkin aina siten harmaata aluetta, että velkoja ei koskaan voi olla vastuun kannalta ”varma”, eikä velkoja velan luonteesta huolimatta voi varmuudella välttää vastuuasemaa. Rahoittajan kannalta sanottu kanta on pettymys, mutta kantaa voidaan pitää perusteltuna: osakeyhtiölain 22 luvun vahingonkorvaussystematiikka on moderniudestaan huolimatta rakennettu *vanhanaikaisesti* siten, että vastuu on allokoitu vain ”perinteisesti” kontrollia käyttäville tahoille (osakkeenomistaja sekä johto). Tämä ei yksinkertaisesti ole riittävää, vaan velkojakontrollia seuraava kontrollivastuu on voitava toteuttaa jollakin keinoin peruuttamattomien oikeudenloukkauksien estämiseksi tilanteissa, joissa on mahdollista syntyä lainsäädännöllinen tyhjiö tosiasiallista määräysvaltaa käyttävän velkojan vastuun osalta. Kannalla ei myöskään ole vaikutusta rahoituksen saatavuuden tai joustavuuden kannalta, koska korvattavuus osakeyhtiölain systematiikassa rajautuu tahallisesti tai tuottamuksesta aiheutettuun vahinkoon.

6. DE LEGE FERENDA

6.1 Velkojan samastaminen osakkeenomistajaan

5.3.1 Velkojan samastamisesta osakkeenomistajaan

Oman pääoman ehtojen ”liiallinen” lisääminen velkaan herättää *de lege ferenda* kysymyksen siitä, onko velka enää velka ja toisaalta tuleeko velkojaa enää käsitellä velkojana, vai onko tämän riskipositio suhteessa osakeyhtiön toimintaympäristön muihin etutahoihin nähden muuttunut siten, että velkojaa tulisi tilannekohtaisesti käsitellä osakkeenomistajana? Milloin tämä raja ylittyy ja mitä ominaisuuksia pidetään osakkeelle ja velalle siten ominaisina, että sisältöpainotteisuuden periaatteen mukaisesti instrumentin oikeudellinen luonne voitaisiin sivuuttaa?

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty yhtenä vaihtoehtona ongelman ratkaisemiselle velkojan samastamista osakkeenomistajaan. *Samastuksella*²¹³ tarkoitetaan yleisesti osakkeenomistajan rajoitetun vastuun murtamista/sivuuttamista asettamalla osakkeenomistaja henkilökohtaiseen vastuuseen yhtiön veloista (*piercing the corporate veil*).²¹⁴ Tällöin osakkeenomistajan ja yhtiön oikeusjärjestykseen perustuva muodollisesti erillinen varallisuus- ja vastuupiiri sivuutetaan tosiasiallisen sisällöllisen yhtenäisyyden perusteella. Kyse on siten *contra legem* –tulkinnasta ja osakeyhtiön kantavien periaatteiden, eli osakkeenomistajan rajoitetun vastuun sekä osakeyhtiön täydellisen oikeushenkilöllisyyden sivuuttamisesta. Samastukseen onkin suhtauduttu Suomessa²¹⁵ verrattain pidättyvästi ja sen perusteltavuutta on pidetty kyseenalaisena.

Velkojan samastamisessa osakkeenomistajaan on kyse kuitenkin eri asiasta kuin edellä esitettyssä *vastuun samastamisessa*. Samastettaessa velkoja osakkeenomistajaan velkojasta ei *de facto* tule osakkeenomistajaa (kuten esimerkiksi yhdenyhtiötä koskevassa osakkeenomistajan samastamisessa yhtiöön²¹⁶), eli varsinaista oikeussubjektien yhdistymistä tai samastusta sinänsä ei tapahdu, vaan velkojan status velkojana sivuutetaan suhteessa kolmanteen (esimerkiksi yhtiön muut velkojat tai verottaja) ja velkasuhdetta käsitellään tässä suhteessa oman pääoman ehtoisena.²¹⁷ Samastuksesta ei ole säännöksiä osakeyhtiölaissa, joten samastuksen perusteita on haettava *yhtiöoikeuden ulkopuolisista normeista*. Kyse on siis sisältöpainotteisuuden periaatteen analogiasta siten, että samastuksessa ovat vastakkain yhtäältä yhtiöoikeudellinen velkojan muodollisen aseman säilyttämistä vaativa normi sekä toisaalta yhtiöoikeuden ulkopuolinen velkojan muodollisen aseman syrjäyttämistä vaativa normi. Sanottu *normikollisio* tulee ratkaista *in casu* ottamalla huomioon kaikki asiaan vaikuttavat tekijät siten, että määräävänä perusteena voidaan pitää normien tarkoitusta. Tästä näkökulmasta velkojan samastaminen tarkoittaa sitä, että velkojan statusta ylläpitävät yhtiöoikeudelliset normit väistyvät vahvempien, velkojan statuksen sivuuttamista edellyttävien normien tieltä.²¹⁸

²¹³ Teemaa käsittelevässä oikeuskirjallisuudessa käytetään teemasta virheellisesti termiä ”samaistus” (esimerkiksi Saarnilehto (1996) ja Huttunen (2010)). ”Samaistuksen” sijaan termiä samastus on kuitenkin terminologisesti pidettävä oikeana, koska kyse on kahden muodollisesti erillisen asian tulkitsemisesta sisällön perusteella *samaksi*. Näin ollen teemaa kuvaavan termin kantasana on ”sama”, jolloin on perusteltua puhua ”samastuksesta”.

²¹⁴ Ks. samastuksesta erityisesti Vandekerckhove 2007, Savela 2006, s.362-371, Mähönen – Villa 2006a, s.138-141 ja toisaalta Huttunen 2010, jossa samastusta selitetään jokseenkin keinotekoisesti muiden oikeudellisten konstruktioiden avulla.

²¹⁵ Ks. samastuksesta muissa Pohjoismaissa Saarnilehto ym. 1996, s.7-18, jossa todetaan samastuksen olevan mahdollista pohjoismaissa, mutta samastukseen suhtaudutaan silti pidättyvästi.

²¹⁶ Ks. tästä esim. Huttunen 1963

²¹⁷ Villa 1997, s.386

²¹⁸ Villa 1997, s.381-382

Toisaalta velkojan samastamisen osakkeenomistajaan erottaa vastuun samastamisesta myös se, että mitään *oikeusjärjestyksen eksplisittisesti tarjoamaa statusta, kuten osakkeenomistajan rajoitettua vastuuta tai osakeyhtiön yhtiörajan murtamista ei tapahdu*, vaan kyse on siitä, vastaako velkoja rahoitusinstrumentin muodollisesti (velkoja) vai sisällöllisesti (osakkeenomistaja) tuottaman oikeusaseman perusteella velvoitteistaan suhteessa kolmanteen. Muodollisesti velkojalla ei ole esimerkiksi osakeyhtiölain 22 luvun mukaista vahingonkorvausvelvollisuutta siten, kuin yhtiössä *osakeyhtiölain systematiikassa* määräysvaltaa käyttävillä tahoilla (määrävä osakkeenomistaja sekä johto). Velkojan status yhtiössä määrittäytyy nimenomaisesti hänen yhtiöön asettaman pääomapanoksen *ehtojen* mukaisesti, ja nämä ehdot voivat edellä esitetyllä tavoin kovenanttien johdosta tuottaa velkojalle osakkeenomistajaan rinnastettavan oikeusaseman. Tällöin on mahdollista syntyä lainsäädännöllinen tyhjiö, jossa velkojalla on mahdollisuus ilman *yhtiöoikeudellista* vastuuta käyttää tosiasiallista määräysvaltaa opportunistisesti hyväkseen muiden etutahojen kustannuksella. Tilanne on näkemykseni mukaan kestävä, ja osakeyhtiölain systematiikkaa on tältä osin pidettävä riittämättömänä.

Näkemykseni mukaan samastuksessa onkin kyse juuri *sisältöpainotteisuuden periaatteen soveltamisesta* siten, että jäykän oikeusdogmaattisen tarkasteluotteen sijasta osakeyhtiö, sen etutahot ja rahoitusvälineet hahmotetaan todellisessa toimintaympäristössään, jolloin havaitaan, että oikeudellisen muodon väärinkäytön mahdollisuus piilee juuri välipääomassa. Sanotun väärinkäytön ratkaiseminen ja oikeudellinen korjaaminen on mahdollista ainoastaan uudella pragmatilla tarkastelulla, jossa irtaannutetaan osakeyhtiöajatteluun pinttyneistä dogmaattisista muodollisuuksista, joissa yhtiö erotetaan liiketoiminnallisesta ympäristöstään. Tällöin havaitaan velkojan aseman olevan sidoksissa tämän neuvotteluasemaan sekä rahoitusinstrumentin sisältöön suhteessa muuhun osakeyhtiön toimintaympäristöön, jolloin juuri tälle sisällölle tulee antaa tarkastelussa ensiarvoinen asema. Samastuksessa on kyse *contra legem* –tulkinna, jolloin juuri sisältöpainotteisuus sekä pragmaattiset (reaali) argumentit ovat korostuneessa asemassa. Samastuksen pohjana voidaan nähdä yhtiön kohdistuvien erilaisten sidosryhmien ja erityyppisten intressien (yksilölliset intressit, kollektiiviset intressit ja yhtiön intressi) erojen häviäminen²¹⁹, joten voimakas ja samalla ratkaiseva samastusta puoltava indikaatio onkin nähtävissä siinä, *missä määrin velkojan ja osakkeenomistajan väliset erot ovat hämärtyneet, eli missä määrin velkaan on liitetty oman pääoman elementtejä*.

Velkojaa ei ole suomalaisessa oikeuskäytännössä kertaakaan yhtiöoikeudellisesti samastettu osakkeenomistajaan, joten jälleen vain suuntaviivojen hahmotteleminen arvioinnille on mahdollista. Rungas kovenanttiehtoinen luotonanto sekä kovenanttien rikkoutuminen aikamme taloudellisessa

²¹⁹ Näin esimerkiksi Pöyhönen 1997, s.548

tilanteessa voi kuitenkin hyvinkin johtaa siihen, että myös samastusteema tulee oikeuskäytännössä ajankohtaiseksi. Silloin esitetyille suuntaviivoille syntyy tarve.

5.3.2 Samastuksen perusteet

Velkojan samastamiselle osakkeenomistajaan on asetettu kaksi kriteeriä, joiden molempien tulee täytyä, jotta samastus on mahdollista. Samastuksen *objektiivisena kriteerinä* on pidetty määräysvallan siirtymistä velkojalle ja *subjektiivisena kriteerinä* siirtyneen määräysvallan opportunistista käyttämistä velkojan oman edun nimissä yhtiön muiden etuhajojen kustannuksella.²²⁰ Oman pääoman tunnusmerkkien liittäminen velkapohjaiseen instrumenttiin voi johtaa sanottujen kriteerien täyttymiseen.

Ratkaiseviksi kovenanteiksi velkojan aseman lähenemiselle osakkeenomistajaan on edellä havaittu tuottoon, kontrolliin sekä informaatioon liittyvät kovenantit. Samoin oman ja vieraan pääoman välisen eron ratkaisevimaksi kriteeriksi on havaittu pääomalajien suhde riskiin, jota on kuvattu oman ja vieraan pääoman välisellä maksunsaantijärjestyksellä. Olennaisinta maksunsaantijärjestyksessä on siitä johtuva pääomaan liittyvä insentiivi, joka voi kohdistua joko residuaaliin (viimesijainen osake) tai yhtiön maksukyvyyn säilymiseen (etusijalla oleva velka). Näihin seikkoihin on samastusarvioinnissa nähdäkseni kiinnitettävä huomiota siten, että hybridi-velan ominaisuuksia verrataan oman pääoman ”tavanomaisiin” elementteihin. Mitä enemmän elementit tosiasiallisesti kohtaavat, sitä todennäköisempänä samastuksen mahdollisuutta on pidettävä.

Määräysvallan siirtymisestä selvimpänä indikaationa on mielestäni pidettävä velkojan mahdollisuutta ottaa osaa yhtiön päivittäisen liiketoiminnan johtamiseen, koska tämä on osakeyhtiölain systematiikassa selkeästi osakkeenomistajan (päämies) yhtiön *johdolle* (agentti) asettama tehtävä, jota johdon tulee huolellisesti toimien toteuttaa (OYL 1:8). Kontrollioiva velkoja, vastatessaan yhtiön liiketoimintapäätöksistä esimerkiksi veto-oikeuttaan käyttämällä²²¹, poikkeaa velkojan normaalista riskipositiosta huomattavasti ja sanotulla riskiposition muutoksella voi olla merkittävä vaikutus yhtiön muihin velkoihin sekä osakkeenomistajiin, joilla on perusteltu oikeus luottaa osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen luomaan odotukseen siitä, että yhtiön liiketoiminnasta *vastaava* taho on johto, jolle on OYL 22 luvussa asetettu *vastuu toiminnassa syntyneestä vahingosta*. Merkitystä on annettava myös sille, että yhtiön muilla velkojilla ja osakkeenomistajilla ei välipääoman informatiovajeen vuoksi ole välttämättä mahdollisuuksia lainkaan varautua sanottuun riskiposition muutokseen. Määräysvalta voi edellä kuvatulla tavalla siirtyä esimerkiksi velkojan ja (määräävän) osakkeenomistajan välisellä

²²⁰ Villa 2003, s.186 ja Mähönen – Villa 2006a, s.243

²²¹ Ks. kappale 3.3.3.3

sopimuksella, jossa osakkeenomistaja sitoutuu käyttämään äänivaltaansa velkojan edellyttämällä tavalla, tai velkojan ja yhtiön välisellä rahoitussopimuksella, jonka kovenanttien johdosta velkojalle muodostuu tosiasiallisesti määräävä asema yhtiössä.

Villa on hahmotellut arviointia oman pääoman muiden elementtien osalta myös tarkemmin. Esimerkiksi residuaalisen tuotto-ominaisuuden osalta velalle maksettavaa korkoa on verrattava osinkoon siten *realistisesti*, että on tarkasteltava onko kyseessä aidosti residuaalinen, yhtiön maksukykyä heijastava osinkoa muistuttava tuotto, vai onko kyse vain tavanomaisesta poikkeavasta koronlaskentaperiaatteesta. Mikäli korko on ”aidosti residuaalinen”, on sen käyttäytyttävä kuten osinko myös tilanteessa, jossa yhtiön maksukyky on heikko. Eihän osinkoakaan makseta kuin yhtiön taloudellisen tilanteen näin salliessa, jolloin koron tulee ikään kuin heijastaa maksukykyä myös alaspäin; velalle maksettavan koron tulee vähetä tai olla nolla suhteessa yhtiön maksukykyyn ollakseen aidosti residuaalinen. Mikäli korko on ainoastaan *ylärajaltaan (up-side)* rajoittamaton esimerkiksi siten, että velalle maksetaan joka tapauksessa tietty minimituotto, puoltaa arvio tällöin tulkintaa, jonka mukaan kyseessä saattaisi olla vain erityinen tapa laskea ja määrittää velalle maksettava korko.²²²

Edellä kuvattu tuottoa koskeva arviointi on merkityksellistä erityisesti silloin, kun samastusta vaaditaan esimerkiksi verotuksessa velan residuaalisen tuoton perusteella. Tällöin samastusta vaativa yhtiöoikeuden ulkopuolinen normi on VML 28 §, jonka mukaan ”jos jollekin olosuhteelle tai toimenpiteelle on annettu sellainen oikeudellinen muoto, joka ei vastaa asian varsinaista luonnetta tai tarkoitusta, on verotusta toimitettaessa meneteltävä niin kuin asiassa olisi käytetty oikeaa muotoa.” Kyse on veronkierron estämisestä (*substance over form*) ja toisaalta siitä, että oikeusjärjestyksemme ei yksinkertaisesti voi antaa suojaa keinotekoisille järjestelyille, joilla pyritään jonkin oikeudellisen muodon väärinkäytön avulla saavuttamaan taloudellista hyötyä jonkun muun tahon kustannuksella. Edellä kuvatulla tavalla VML 28 § edustaa myös lainsäätäjän eksplisiittistä ilmausta sisältöpainotteisuuden periaatteesta veronsaajan intressissä. On ymmärrettävää, että verottajalla on käytettävissään mekanismi väärinkäytösten korjaamiseen, jolloin onkin perusteltua kysyä miksi samankaltaista mahdollisuutta ei tulisi hyväksyä myös yhtiöoikeudellisesti tilanteessa, jossa osakeyhtiölaki on kyvytön tunnistamaan mahdollisuuden velkojan yksipuolisen hyödyn tavoitteluun muiden etutahojen kustannuksella?

Erityisesti vero-oikeudellisen, mutta myös muun velkojan samastamisen osakkeenomistajaan kannalta merkitystä on annettava myös rahoitusvälineen osallistumiselle yhtiön tappion kattamiseen. Oman pääoman yhden luonteenomaisen piirteen voidaan nähdä olevan sen

²²² *Villa* 1997, s.384

osallistuminen yhtiön tappion kattamiseen.²²³ Osakepääomaa voidaankin käyttää yhtiön tappion kattamiseen siltä osin, kuin vapaa oma pääoma ei siihen riitä.²²⁴ Vieraan pääoman osalta näin ei ole, sillä yhtiöoikeudellisen riskin jaon peruseriaatteiden mukaan vieras pääoma ei ole osallisena yhtiön tappion kattamisessa. Vero-oikeudellisen samastumisen kannalta velan osallistuminen yhtiön tappioon on erittäin vahva indisio siitä, että kyse on tosiasiallisesti oman pääoman ehtoisestä rahoitusvälineestä. Vero-oikeuden ulkopuolisen samastuksenkin kannalta indisiolle on annettava suuri merkitys järjestelyn erityisen institutionaalisen kehyksestä poikkeavuuden vuoksi.²²⁵

Merkitystä arvioinnissa kovenanttiehtoisen velkojan samastamisessa osakkeenomistajaan saa myös yleiset sopimusoikeudellisesti merkitykselliset seikat kuten sopimuksen tarkoitus, tavoitteet sekä konkreettiset seuraukset yhtiön toimintaan. Velkojalla on formaaleja kontrollioikeuksia²²⁶ ja velkojan normaaliin riskiposition kuuluu myös tehdyn sijoituksen tietyn asteinen valvonta. Samoin on selvää, että rahoitettavan yhtiön kannalta ulkoisen rahoituksen käyttö asettaa tiettyjä haasteita ja rajoituksia yhtiön liiketoiminnalle. Kyse on kuitenkin institutionaalisen ajattelun teesien mukaisesti siitä, että sanottu kontrolli sisältyy yhteisesti sovittuihin julkisen vallan asettamiin pelisääntöihin (osakeyhtiön institutionaalinen kehys) ja siitä, että sanottu velkojan riskiposition normaalivaihtelu on toimintaympäristön muiden etutahojen tiedossa. Jos yhtiöön liittyvä riski on suuri, on velkojalla oltava rahoituksen saannin ja toimivuuden kannalta mahdollisuus myös melko voimakkaaseen velallisen kontrolliin. Mikäli rahoitussopimuksen tarkoitus on ainoastaan velkojan normaalin riskiposition mukaisen velallisen maksukyvyyn varmistaminen, ei rahoitussopimuksella ole merkittävää vaikutusta samastuksen arvioinnin kannalta.²²⁷ Toisaalta tällöin ei myöskään muiden etutahojen luottamus ja perusteltu odotus yleensä vaarannu siten, että tilanne olisi oikeudellisesti korjattava. On totta, että velkojalla, jolla on oikeus esimerkiksi muita velkojia nopeampaan ja sisällöltä yksityiskohtaisempaan informaatioon yhtiöstä, on muita parempi mahdollisuus valvoa ja sopeuttaa riskipositiotaan, mutta ilman muiden etutahojen kannalta vahingollista kontrollia ja sopimuksen muunlaista tarkoitusta, kyse on mielestäni kuitenkin vain sanotun velkojan *paremmasta neuvottelukyvystä*, josta ei ole perusteltua asettaa uhkaa sanktioista. Täten sopimuksen tarkoituksella ja tavoitteella on suuri merkitys samastusta koskevassa kokonaisarvioinnissa, joka tulee, kuten edellä mainittu, perustaa institutionaaliseen sekä riskipositiolähtöiseen ajatteluun.

²²³ Ibid. s.384.

²²⁴ Esim. Airaksinen – Rasinaho – Pulkkinen 2010b, s.114.

²²⁵ Ks. tästä Villa 1997, s.384-385.

²²⁶ Ks. kappale 4.2.

²²⁷ Villa 1997, s.385.

Institutionaaliseen kehykseen sekä etutahojen riskipositioperusteiseen tunnistamiseen perustuva näkökulma avaa myös mahdollisuuden kontrolloivan velkojan *opportunistisin* tunnistamiseen. Määräysvallan opportunistisesta käyttämisestä on kyse silloin, kun kontrolloivan velkojan riskiposition muutos on yksipuolista siten, että muutos heikentää toimintaympäristön muiden etutahojen riskipositiota. Samastusta perustelee näkemykseni mukaan osaltaan osakeyhtiön toimintaympäristön etutahojen oikeus luottaa osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen muodostamaan perusteltuun käsitykseen etutahojen normaalista riskipositiosta. Perusteltua odotusta on loukattu silloin, kun rahoitettavan yhtiön velkojan asema tuoton, informaation ja kontrollin osalta lähenee oman pääoman ehtoista sijoitusta.

Velkojan samastamisessa osakkeenomistajaan on piirteitä edellä kappaleessa 5.1 esitetystä takaisinsaannillisesta läheisyysuhteen muodostumisesta velkojan ja velallisen välille, jota voidaan pitää ikään kuin samastuksen lievempänä muotona. Arviointi voidaan siten perustaa olennaisesti samalle pohjalle, mutta samastuksen syntymiseksi tulee kontrolloivan velkojan toimenpiteiltä vaatia *voimakkaampia ja pidemmälle meneviä* toimenpiteitä ja vaikutuksia yhtiön toimintaympäristössä kuin mitä läheisyyden syntyminen edellyttää.²²⁸

Sanotun kontrolloivan velkojan vaikutukset yhtiön toimintaympäristössä ovat omiaan aiheuttamaan intressiristiriitoja, heikentämään oikeusvarmuutta sekä äärimmäisissä tilanteissa aiheuttamaan vakavia oikeudenloukkauksia yhtiön etutahojen oikeusasemassa. Samastuksen perusteiden arvioinnissa ja siten mahdollisen vastuun määrittämisessä tuleekin oikeudenmukaisuuden periaatteen toteuttamiseksi antaa merkitystä riskipositioiden pysyvyydelle. Se, että kontrolloivan velkojan mahdollisuutta ei ole havaittu voimassa olevan osakeyhtiölain systematiikassa, voi aiheuttaa kovenanttiehtoisen luotonannon yleistyessä entisestään ongelmia, joiden ratkaisemiseksi tarvitaan osakeyhtiöajatteluun juurtuneista vanhankantaisista malleista irrottautumista ja uuden varallisuus oikeuden toimintaympäristön kokonaisuutena havaitsevan riskipositioiden omaksumista. Tällöin havaitaan, ettei ole perusteita jättää kontrolloivaa velkojaa osakeyhtiölain 22 luvun systematiikassa omaksutun osakkeenomistajaa ja johtoa koskevan kontrollivastuun ulkopuolelle, koska on mahdollista, että myös kontrolloiva velkoja voi syyllistyä osakeyhtiölain säännösten rikkomiseen siinä missä muutkin osakeyhtiössä määräysvaltaa käyttävät tahot. En pidäkään poissuljettuna mahdollisuutta soveltaa osakkeenomistajaa koskevia OYL 22 luvun vahingonkorvausta koskevia sääntöjä analogisesti kontrolloivaan velkojaan.²²⁹

²²⁸ Ibid.

²²⁹ Tätä mieltä on näyttänyt olevan myös *Villa* (2001, s.146).

Samastuksella on perustellun odotuksen periaatteen mukaisesti merkitystä erityisesti yhtiön muiden velkojien kannalta, sillä kuten edellä on kappaleessa 3.3.3.4 esitetty, riskiposition määrittäminen on olennainen osa luotonantoon liittyvää harkintaa siten, että rationaalisesti toimiva velkoja ottaa kohdeyhtiön liittyvän riskin huomioon *luottonsa hinnoittelussa*. Välipääoman informaatiovaje ja kontrolloivan velkojan mahdollinen vaikutus osakeyhtiön toimintaympäristössä voivat saada aikaan sen, että ensinnäkin luottopäätös ja siten pääoman hinnoittelu perustuu olennaisesti puutteelliselle informaatiolle ja toiseksi siten, että kontrolloivan velkojan asema vaikuttaa ensisijaisesti juuri muiden velkojien asemaa heikentävästi, esimerkiksi silloin kun kontrolloiva velkoja suosii oman velkansa takaisinmaksua muita velkojia loukkaavalla tavalla.

Edelleen, vastuun koskiessa vain tahallaan tai tuottamuksesta aiheutettua vahinkoa (OYL 22:1), samastuksella ei ole olennaista vaikutusta rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen tai rahoituksen joustavuuteen. Asia on nähdäkseni päinvastoin, sillä oikeusvarmuuden lisääntyessä transaktiokustannukset alenevat ja osakeyhtiön institutionaalisen kehyksen ollessa luotettava, toimijoiden luottamus markkinoihin ja siten sijoitushalukkuus kasvavat.

6.2 Välipääoman informaatiovajeen ratkaiseminen

Välipääomalle voidaan pitää osakeyhtiölain vallitsevassa systematiikassa ominaisena sisällöllistä informaatiovajetta, joka näyttäytyy ongelmallisena yhtiön muiden etutahojen kuin välipääoman sanotun ehtoisen rahoittajan näkökulmasta. Välipääomaan liittyvä informaatiovaje herättää velkojan ja osakkeenomistajan samastamismahdollisuuden lisäksi *de lege ferenda* haasteen nykyisen osakeyhtiön taserakenteen jaottelun omaan ja vieraaseen pääomaan sekä yhtiötä koskevan taloudellisen informaation sisällön riittävydestä ja tarpeellisuudesta. Välipääoman ehdoista ja siten välipääoman ehtoisen velkojan oikeusasemasta ei ole saatavilla informaatiota yhtiön taseesta tai toimintakertomuksesta. Kuten edellä on havaittu, etutahojen riskipositio on kytköksissä toisaalta osakeyhtiön institutionaaliseen kehykseen ja toisaalta informaation saannin avulla mahdollistuvaan riskiposition valvontaan ja sopeuttamiseen muuttuneisiin olosuhteisiin. Näkemykseni mukaan nykyinen KPA:n tasekaava ja välipääoman esittäminen voimassa olevien kansallisten kirjanpitosäännösten mukaisesti ei ole riittävä osakeyhtiön toimintaympäristön huomioonottavan, ja etutahojen riskipositiooperusteisen hahmottamisen näkökulmasta. Onko tarvetta lisäsääntelylle ja toisaalta mihin suuntaan välipääoman informaatiota koskevaa sääntelyä tulisi kehittää; IFRS-standardien omaksumaan elementteittäin kirjaukseen, tulisiko mahdollisesti oman ja vieraan pääoman ”väliin” kehittää kolmas pääomaluokka vai olisiko luokittelusta mahdollista luopua kokonaan?

Suomalaisessa osakeyhtiössä on mahdollista noudattaa²³⁰ tilinpäätöksen laidinnassa joko kansallisia tai kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja. Molempia standardeja yhdistää sama markkinoiden luotettavuuteen ja transparenttiuteen pohjautuva vaatimus siitä, että tilinpäätöksen tarkoitus on antaa riittävät ja oikeat tiedot yhtiön taloudellisesta tilasta tilinpäätöksen laidinnan ajankohtana. Standardien periaatteet oman ja vieraan pääoman ehtoisten instrumenttien kirjaamisesta jompaankumpaan pääomaluokkaan kuitenkin eroavat toisistaan, koska kansallisten tilinpäätösperiaatteiden mukaisesti instrumentti kirjataan joko omaan tai vieraaseen pääomaan riippuen siitä, onko kyseessä osake- vai velkapohjainen instrumentti. Kansallinen tilinpäätöstä koskeva normisto on tältä osin vanhankantainen sekä puutteellinen, sillä velka, joka tosiasiallisesti sisältää oman pääoman elementit ilman osaketta, tulee luonteensa vastaisesti voimassa olevassa systematiikassa kirjatuksi vieraaseen pääomaan. Ero IFRS-standardien ja kansallisen kirjanpitolainsäädännön välillä näyttäytyy juuri tässä; oman pääoman elementtien kuten residuaalisen tuoton, kontrollioikeuksien ja maksunsaantijärjestyksellisen takasijaisuuden liittäminen velkaan voi saada aikaan sen, että velka kirjataan omaan pääomaan joko kokonaan tai osittain sisältöpainotteisuuden periaatetta noudattaen.²³¹ Sidosryhmäinformaation kannalta IFRS-standardien viitoittama linja on siis huomattavasti todellisuutta kuvaavampi ja siten ja oikeusvarmuutta luovempi verrattuna kansalliseen KPA:n omaksumaan kahtiajakoon, jossa välipääoma jää yhtiön sidosryhmien kannalta näkymättömäksi ilman laajoja kovenanteja, joiden käytöstä aiheutuu luonnollisesti sopimuskustannuksia.

Pääomalaina (OYL 12 luku) muodostaa poikkeuksen edellä sanottuun, sillä pääomalainaa voidaan pitää muista välipääomainstrumenteista poiketen *transparenttina välipääomainstrumenttina* yhtiön muiden etutahojen kannalta, sillä OYL 8:5 §:n mukaan toimintakertomuksessa on esitettävä pääomalainan pääasialliset lainaehdot sekä sille kertynyt kuluksi kirjaamaton korko. Säännöksen tarkoitus on parantaa ja laajentaa yhtiöstä annettavan julkisen tiedon sisältöä²³², eli sidosryhmäinformaation luotettavuutta. Kysymys kuuluukin, miksei myös muiden välipääomainstrumenttien kuin pääomalainan osalta tulisi noudattaa samaa linjaa? *De lege ferenda* onkin mahdollista esittää, että yhtiön taloudellista asemaa koskevan tiedon osalta tulisi tulevaisuudessa riskipositioperusteisen tarkastelun valottamana antaa enemmän merkitystä rahoitusvälineiden sisällölle kuin muodolliselle statukselle omana tai vieraana pääomana. Yksi mahdollinen ratkaisu sisällöllisen transparenttiuden parantamiseksi olisi lisäsääntely toimintakertomuksessa esitettävien tietojen lisäämisestä koskemaan myös muita välipääomainstrumentteja kuin pääomalainaa.

²³⁰ Ks. kappale 2.3.2 ja tarkemmin esim. Mähönen 2005.

²³¹ Ks. oman ja vieraan pääomaan kirjanpidollisesta rajanvedosta Mähönen 2009, s. 141-161 sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s.575

²³² HE 27/1977, s.79-80

Merkityksellistä teeman mukaisen arvioinnin kannalta on myös annettava tilinpäätöksen merkitykselle ja tarkoitukselle. Tilinpäätöksen tarkoitus on antaa oikea ja riittävä *kuva* kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, jota tarkoitusta varten on annettava tarpeelliset tiedot myös tilinpäätöksen liitetiedoissa (KPL 3:2.1), kuten juuri toimintakertomuksessa. Oman pääoman ehtoisen velan tai vieraan pääoman ehtoisen osakkeen kirjaaminen sisältönsä vastaisesti muodollisesti jompaankumpaan luokkaan ei täytä tätä tarkoitusta. Näin ollen näkemykseni mukaan voimassa oleva kirjanpitolaki jopa edellyttää edellä kuvattua *de lege ferenda* esitettyä muutosta toimintakertomuksen tietojen laajentamisesta koskemaan myös muita välipääomainstrumentteja kuin pääomalainaa.

Toisaalta tilinpäätöksen tarkoitus on nimenomaan *deskriptiivinen, ei konstitutiivinen eli oikeutta luova*. Se, että tietyn rahoitusvälineen kirjaamispaikka on muodollisesti jommassakummassa luokassa, ei tee sanotusta sanotusta instrumentista velkaa tai osaketta. Kyse on ainoastaan osakeyhtiön toimintaympäristössä vallitsevien taloudellisten suhteiden kuvaamisesta. Mikäli rahoitusvälinettä koskeva informaatio olisi täydellisesti kaikkien toimintaympäristön etutahojen saatavilla, ei jaolla omaan tai vieraaseen pääomaan olisi lainkaan merkitystä vaan ainoastaan sillä, mitä oikeuksia ja velvollisuuksia sanottu instrumentti tuottaa suhteessa toimintaympäristön muihin etutahoihin. Näin instrumentin sisällön merkitys korostuu entisestään ja voidaan edelleen *de lege ferenda* pohtia sitä, onko jaolla omaan ja vieraaseen pääomaan loppu viimeksi mitään merkitystä ja voitaisiinko jaottelusta luopua kokonaan sääntelemällä esimerkiksi ainoastaan instrumenttien välistä maksunsaantijärjestystä? Kysymystä on mahdotonta pohtia tämän tutkimuksen rajoissa, mutta riskipositioajattelun lähtökohdista on selvää, että jatkotutkimukselle on välipääoman informaatiovajeen osalta tilaus.