

**Holding-osakekannustinjärjestelmä ja osakeyhtiölain
 13:10 §:n mukainen omien osakkeiden rahoituskielto**

Lapin yliopisto

Oikeustieteiden tiedekunta

Kauppa-oikeus

Pro gradu -tutkielma

13.12.2011

Mika Puurunen (0117375)

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Holding-osakekannustinjärjestelmä ja osakeyhtiölain 13:10 §:n mukainen omien osakkeiden rahoituskielto

Tekijä: Mika Puurunen

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Kauppaoikeus

Työn laji: Tutkielma Laudaturtyö__ Lisensiaatintyö__ Kirjallinen työ__

Sivumäärä: XV+77

Vuosi: Syksy 2011

Tiivistelmä:

Holding-osakekannustinjärjestelmä on viimeisen kolmen vuoden aikana Suomessa yleistynyt ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmä, jossa yhtiön johto omistaa osakkeet tätä tarkoitusta varten perustetun holding-yhtiön kautta. Osakkeiden hankintaan käytettävä rahoitus muodostuu pääosin yhtiön antamasta rahalainasta. Osakeyhtiölain mukaan yhtiö ei saa antaa rahalainaa sitä tarkoitusta varten, että ulkopuolinen voisi ostaa yhtiön osakkeita. Rahoittaminen on kuitenkin mahdollista, jos se tapahtuu jakokelpoisten varojen rajoissa ja siinä tarkoituksessa, että yhtiön työntekijät voisivat hankkia yhtiön osakkeita. Tutkielman tarkoituksena on täten selvittää, tuleeko omien osakkeiden hankinnan rahoituskieltoa soveltaa kyseessä olevaan kannustinjärjestelmään. Tarkastelu tapahtuu lain sanamuodon, yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden sekä rahoitusapusäännöksen tavoitteiden ja rikkomisen seuraamusten näkökulmasta.

Kannustinjärjestelmän perustamisen yhteydessä rahalainaa saava holding-yhtiö on rahoitusapusäännöksessä tarkoitettu ulkopuolinen taho. Täten järjestelyn perustamiseen liittyvä rahoittaminen on rahoitusapusäännöksen soveltamisen piirissä. Rahoittamiseen soveltuu kuitenkin yllä mainittu työntekijöiden osakehankintoja koskeva poikkeus. Poikkeuksen soveltumista tukevat järjestelystä yhtiön velkojille ja osakkeenomistajille suuntautuvien riskien vähäisyys, rahoitusapusäännöksen rikkomisesta aiheutuvien seuraamusten epätodennäköisyys sekä olemassa oleva oikeus rahoittaa työntekijöiden osakehankintoja erillisen henkilöstörahaston kautta. Näin ollen holding-osakekannustinjärjestelmän perustamiseen liittyvä rahoitustapahtuma ei ole osakeyhtiölain rahoitusapusäännöksen vastaista.

Yhtiön toimitusjohtajan osallistumista kyseessä olevaan kannustinjärjestelmään on pidetty ongelmallisena, koska toimitusjohtajan ei ole perinteisesti katsottu olevan yhtiön työntekijä. Tämä tulkinta on kuitenkin vahvasti työoikeudellisen kontekstin värittävä, eikä sen vuoksi sovellu suoraan kyseessä olevaan tapaukseen. Lisäksi toimitusjohtajan on mahdollista olla erillisen henkilöstörahaston jäsen. Tällä on pyritty siihen, että yhtiön ylin johto voisi olla kokonaisuudessaan saman kannustinjärjestelmän piirissä. Näin ollen on perusteltua sallia toimitusjohtajan osakkuus myös erillisen yhtiön kautta rakentuvassa kannustinjärjestelmässä. Täten holding-osakekannustinjärjestelmän perustamiseen liittyvä rahoitustapahtuma ei ole osakeyhtiölain rahoitusapusäännöksen vastaista myöskään silloin, kun yhtiön toimitusjohtaja on mukana järjestelyssä.

Avainsanat: Osakeyhtiölaki, osakaslainat, palkitseminen, toimitusjohtaja, optiot

Suostun tutkielman luovuttamiseen Rovaniemen hovioikeuden käyttöön

Suostun tutkielman luovuttamiseen kirjastossa käytettäväksi

Suostun tutkielman luovuttamiseen Lapin maakuntakirjastossa käytettäväksi

SISÄLLYS

LÄHTEET	III
LYHENTEET	XIV

I LUKU – JOHDANTO

1 Tutkielman tausta.....	1
1.1 Kannustinjärjestelmät ja agentuuriongelma	1
1.2 Osakesidonnaisten kannustinjärjestelmien kritiikki.....	3
2 Tutkimusongelmat ja aiheenrajaus	4
3 Tutkimusmetodi	5
4 Tutkielman rakenne ja lähteet.....	6

II LUKU – HOLDING-OSAKEKANNUSTINJÄRJESTELMÄ

1 Järjestelyn yleiskuvaus ja eroavaisuudet optiopohjaiseen kannustinjärjestelmään ...	8
1.1 Järjestelyn perustamis- ja toimintavaihe	8
1.2 Järjestelyn purkaminen.....	15
1.3 Optio- ja osakepohjaisten kannustinjärjestelmien väliset eroavaisuudet	17
2 Toteutettujen järjestelyiden yksityiskohtia	19
3 Omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto järjestelyn keskeisenä ongelmana	21
3.1 Ongelman keskeisyys	22
3.2 Ongelman ratkaisemisen lähtökohdat	23

III LUKU – OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNAN RAHOITUSKIELLON TAUSTA JA TAVOITTEET

1 Säännös, sanamuoto ja käsitteiden sisältö	26
1.1 Rahoituskiellon pääsääntö.....	26
1.2 Rahoituskiellon poikkeus	30
2 Säännöksen tausta ja tavoitteet	32
2.1 EU:n pääomadirektiivin tavoitteet	33
2.2 EU:n toinen pääomadirektiivi ja sen kritiikki	35
3 Omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto Iso-Britanniassa.....	40

II

3.1 Tausta ja synty.....	40
3.2 Voimassa oleva sääntely	44
3.2.1 Pääsääntö ja poikkeus.....	44
3.2.2 Ehdottomat ja ehdolliset poikkeukset.....	47
4 Kokoavia näkökohtia	49

IV LUKU - YHTIÖOIKEUDELLISTEN PERIAATTEIDEN TULKINTAVAIKUTUS JA RAHOITUSAPUSÄÄNNÖKSEN RIKKOMISEN SEURAAMUS

1 Keskeiset periaatteet	53
1.1 OYL:n periaatteiden vaikutus laintulkinnassa	53
1.2 Voitontuottamistarkoitus.....	54
1.3 Yhdenvertaisuusperiaate	56
2 Periaatteiden vaikutus rahoitusapusäännöksen tulkinnassa.....	60
2.1 Pääsäännön tulkinta.....	61
2.2 Poikkeuksen tulkinta	64
3 Rahoituskiellon rikkomisen seuraamukset	65
3.1 Vahingonkorvaus	66
3.1.1 Johdon vastuu	66
3.1.2 Osakkeenomistajan vastuu	68
3.2 Varojen palautusvelvollisuus	69
3.3 Rahoitusapuna annetun pantin pätemättömyys.....	71

V LUKU – YHTEENVETO

1 Yhteiset tulkinta-argumentit	73
2 Tulkintakannanotto	75
3 Jatkotutkimuksen tarpeellisuus	77

LÄHTEET

Painetut lähteet

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria - Yleisen oikeustieteen oppikirja, Werner Söderström Osakeyhtiö, Juva 1989 (Aarnio 1989)

Aarnio, Aulis: Oikeussäännösten tulkinnasta – Tutkimus lainopillisen perustelun rationaalisuudesta ja hyväksyttävyydestä, Juridica, Helsinki 1982 (Aarnio 1982)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I, Talentum Media Oy, Helsinki 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a)

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II, Talentum Media Oy, Helsinki 2010 (Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b)

Allen, Franklin – Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C.: Principles of Corporate Finance, The McGraw-Hill Companies, Inc., Yhdysvallat 2008 (Allen – Brealey – Myers 2008)

Andenas, Mads – Wooldridge, Frank: European comparative company law, Cambridge University Press 2009 (Andenas – Wooldridge 2009)

Bargum, Alexander: Vilka tolkningsproblem kan uppstå vid tillämpningen av 13 kap. 10 § i aktiebolagslagen och finns det behov av lagstiftningsåtgärder I detta hänseende?, JFT 1/2009 s. 1-26 (Bargum 2009)

Berk, Jonathan – DeMarzo, Peter: Corporate Finance, Pearson Education Inc., Yhdysvallat 2007 (Berk – DeMarzo 2007)

Blummé, Nils – Karhu, Päivi – Laitakari, Jyri – Linna, Mika – Nordin, Jan – Sovasto, Jussi – Tarvainen, Jyri – Tikkanen, Reino – Turakainen, Olli – Urrila, Antti – Vesa, Janne: Corporate Governance sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan näkökulmasta, Edita Publishing Oy, Helsinki 2005 (Blummé ym. 2005)

Blummé, Nils – Pitkänen, Tomi – Raunio, Merja – Äärilä, Leena: Yritystoiminnan uudelleenjärjestely, KHT-Media Oy, Keuruu 2008 (Blummé ym. 2008)

Bourne, Nicholas: Bourne on Company Law, Routledge- Cavendish, Iso-Britannia 2008 (Bourne 2008)

Davies, Paul L.: Gower and Davies' principles of modern company law, Thomson Reuters Ltd, Iso-Britannia 2008 (Davies 2008)

Dorresteijn, Adriaan – Monteiro, Tiago – Teichmann, Christoph – Werlauff, Erik: European Corporate Law, Kluwer Law International, Alankomaat 2009 (Dorresteijn ym. 2009)

Eiteman, David K. – Moffett, Michael H. – Stonehill, Arthur I.: Fundamentals of Multinational Finance, Pearson Education Inc., Yhdysvallat 2009 (Eiteman – Moffett – Stonehill 2009)

Ferran, Eilís: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, European Business Organization Law Review 6/2005 s. 93-99 (Ferran 2005)

Haapaniemi, Ossi: Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu, WSOY Oy, Vantaa 2006 (Haapaniemi 2006)

Husa, Jaakko: Johdatus oikeusvertailuun, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998 (Husa 1998)

Hätönen, Henri: Osakeyhtiöoikeuden fidusiaariset velvoitteet ja yhdenvertaisuusperiaate Yhdysvalloissa, Suomessa ja Ruotsissa, pro gradu -tutkielma, Turun Yliopisto, Oikeustieteellinen tiedekunta, Toukokuu 2006 (Hätönen 2006)

Ikäheimo, Seppo – Löyttyniemi, Timo – Tainio, Risto: Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät: hyvä saa palkkansa?, Talentum Media Oy, Jyväskylä 2003 (Ikäheimo – Löyttyniemi – Tainio 2003)

Immonen, Raimo: Yritysjärjestelyt, Talentum Media Oy, Helsinki 2008 (Immonen 2008)

Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto: Osakeyhtiöoikeuden perusteet, Talentum Media Oy, Helsinki 2007 (Immonen – Nuolimaa 2007)

Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo: Osakeyhtiön pääoman hallinta, Talentum Media Oy, Hämeenlinna 2011 (Immonen – Ossa – Villa 2011)

Kairinen, Martti – Koskinen, Seppo – Nieminen, Kimmo – Ullakonoja, Vesa – Valkonen, Mika: Työoikeus, WSOY, Juva 2006 (Kairinen ym. 2006)

Kaisanlahti, Timo: Minority Shareholders in the Finnish System of Corporate Governance, ETLA Keskusteluaiheita – Discussion papers, Helsinki 2002 (Kaisanlahti 2002)

Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinlaki, Talentum Media Oy, Jyväskylä 2005 (Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005)

Knuts, Mårten: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, Talentum Media Oy, Helsinki 2011 (Knuts 2011)

Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin II, Kauppakaari Oy, Jyväskylä 2000 (Koski – af Schultén 2000)

Kraakman, Reinier R. – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus J. – Kanda, Hideki – Rock, Edward B.: The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press Inc., Yhdysvallat 2004 (Kraakman ym. 2004)

Kyläkallio, Juhani – Iiro, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö, Edita Publishing Oy, Helsinki 2008 (Kyläkallio ym. 2008)

Lauriala, Jari: Yritysjärjestelyiden rahoitus, DL 6/2009 s. 947–960 (Lauriala 2009)

Lehman, Dale – Png, Ivan: Managerial Economics, Blackwell Publishing Ltd, Yhdysvallat 2007 (Lehman – Png 2007)

Lindholm, Thomas – Storå, Jakob: Begreppet corporate benefit i finsk aktiebolags- och insolvensrätt, JFT 4/2010 s. 405-421 (Lindholm – Storå 2010)

Lowry, John: The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response, Corporate Finance Law in the UK and EU, Oxford University Press s. 3-25, Iso-Britannia 2011 (Lowry 2011)

Mikkola, Tuulikki: Trust: Oikeusvertaileva tutkimus, Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2003 (Mikkola 2003)

Mähönen, Jukka: Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus, Edita Publishing Oy, Helsinki 2009 (Mähönen 2009)

Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo: Osakeyhtiölaki käytännössä, WSOYpro, Juva 2006 (Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I: Yleiset opit, WSOYpro, Vantaa 2007 (Mähönen – Villa 2007)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II: Pääomarakenne ja rahoitus, WSOYpro, Porvoo 2006 (Mähönen – Villa 2006a)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö IV: Osakeyhtiö ja verotus, WSOYpro, Juva 2009 (Mähönen – Villa 2009)

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osuuskunta, WSOYpro, Vantaa 2006 (Mähönen – Villa 2006b)

Mäkinen, Mikko: Optiot – suomalaisjohtajien uusi kannustin, Taloustieto Oy, Helsinki 2001 (Mäkinen 2001)

Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana, WSOY, Porvoo 2002 (Mäntysaari 2002)

Määttä, Kalle: Taloustiede kotimaisessa lainvalmistelussa, Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2008 (Määttä 2008)

Määttä, Kalle: Uuden osakeyhtiölain pääkohtia, Edilex asiantuntijakirjoitukset, 21.1.2007 (Määttä 2007)

Määttä, Kalle: Yritysoikeus yritystoiminnan suunnittelussa, Edita Publishing Oy, Helsinki 2005 (Määttä 2005)

Nerep, Erik: Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av frågor, Stockholm: MercurIUS 2003, Ruotsi (Nerep 2003)

Nerep, Erik – Samuelsson, Per: Aktiebolagslagen Kapitel 11–22: en lagkommentar, Thomson Reuters Professional AB, Ruotsi 2009 (Nerep – Samuelsson 2009)

Ossa, Jaakko – Saarnilehto, Ari – Villa, Seppo: Yritysmuodot: Toiminta, rahoitus ja verotus, WSOYpro, Vantaa 2007 (Ossa – Saarnilehto – Villa 2007)

Pönkä, Ville: Johdatus osakeyhtiöoikeuteen, Unigrafia Oy Yliopistopaino, Helsinki 2011 (Pönkä 2011)

VII

Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Mähönen, Jukka – Villa, Seppo – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus, WSOYpro, Juva 2006 (Rissanen ym. 2006)

Savela, Ari: Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate, DL 1/2010 s. 3-24 (Savela 2010)

Savela, Ari: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, Talentum Media Oy, Keuruu 2006 (Savela 2006)

Siikarla, Pertti J.: Osakeyhtiölaki & käytäntö, Yrityskirjat Oy, Jyväskylä 2006 (Siikarla 2006)

Sistonen, Samuli: Johdon palkitseminen, Boardman Oy, Viro 2011 (Sistonen 2011)

Toiviainen, Heikki: Introduction to Finnish Business Law, Edita Publishing Oy, Helsinki 2008 (Toiviainen 2008)

Toiviainen, Heikki: Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä?, Business Law Forum 2006, Edita Publishing Oy, Helsinki 2006 (Toiviainen 2006)

Valmunen, Sampo: Omien osakkeiden rahoituskielto, DL 2/2009 s. 249–265 (Valmunen 2009)

Viita, Helena – Westerlund, Gunnar: Geneerinen vakuusvastuun rajoituslauseke yrityskaupparahoituksessa (Die generische Beschränkungsklausel betreffend Sicherheiten bei der Unternehmenskauffinanzierung), DL 4/2010 s. 416–430 (Viita – Westerlund 2010)

Villa, Seppo: Kielto rahoittaa omien osakkeiden hankintaa, Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia II (toim. Saarnilehto, Ari), Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Turku 2002 (Villa 2002)

Villa, Seppo: Onko rahoitusavun kielto säännöstä tarvetta kaventaa?, Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia VII (toim. Mähönen, Jukka ja Vahtera, Veikko), Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Turku 2009 (Villa 2009)

Villa, Seppo: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet, Talentum Media Oy, Jyväskylä 2001 (Villa 2001a)

VIII

Villa, Seppo: Velkojan asema osakeyhtiössä, Kauppakaari Oy Lakimiesliiton Kustannus, Jyväskylä 2003 (Villa 2003)

Villa, Seppo: Välipääomarahoitus, Talentum Media Oy, Jyväskylä 2001 (Villa 2001b)

Wymeersch, Eddy: Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, teoksessa Festschrift für Ulrich Drobnig, Saksa 1998 (Wymeersch 1998)

Wymeersch, Eddy: European Company Law: The “Simpler Legislation for the Internal Market” (SLIM) Initiative of the EU Commission, Financial Law Institute, Working Paper 2000-09, University of Ghent, Belgia 2000 (Wymeersch 2000)

Virallislähteet

Suomi

HE 27/1977 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 27/1977)

HE 11/1981 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain 12 luvun 7 §:n muuttamisesta (HE 11/1981)

HE 89/1996 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 89/1996)

HE 26/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle peiteltyyn osingon verotusta koskevien säännösten uudistamisesta (HE 26/1998)

HE 126/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamiseksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 126/2004)

HE 137/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 137/2004)

HE 109/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi (HE 109/2005)

HE 44/2010 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle henkilöstörahastolaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (HE 44/2010)

Julkisten osakeyhtiöiden pääomadirektiivin täytäntöönpano: Lausuntotiivistelmä oikeusministeriön arviomuistiosta, Oikeusministeriön lausuntoja ja selvityksiä 2008:10, 15.4.2008 (OM 2008:10)

Oikeusministeriön arviomuistio: EU:n 2. yhtiöoikeudellisen direktiivin (pääomadirektiivin) muutoksen täytäntöönpano Suomessa, 30.1.2008, OM 3/472/2007 (OM 3/472/2007)

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, 2003:4 (OM 2003:4)

Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b: Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus, 19.10.2004, dnro 7/120/2004 (Ratan standardi 5.2b)

Euroopan unioni

Commission Staff Working Document: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, COM(2004)730 final (KOM 2004:730 lopullinen)

Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta SEK (2004) 1342 (SEK 2004:1342)

Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheesta ”Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta”, 419. täysistunto 13.–14.7.2005 (ETSK 2005)

Komission kertomus neuvostolle ja Euroopan parlamentille – SLIM-hankkeen neljännen vaiheen tulokset, 4.2.2000 (KOM (2000)56) (KOM 2000:56)

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle – Yhtiöoikeuden uudistaminen ja omistajaohjauksen (corporate governance) parantaminen Euroopan unionissa – etenemissuunnitelma (KOM (2003) 284 lopullinen (KOM 2003:284)

Iso-Britannia

DTI, Implementation of Companies Act 2006: A Consultative Document, February 2007. Saatavissa osoitteesta: <http://www.docstoc.com/docs/75317419/Implementation-of-Companies-Act-2006>, viitattu 5.10.2011. (Consultative Document 2007)

Report of the Company Law Amendment Committee 1925-1926. Saatavissa osoitteesta: http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/Greene_Committee.aspx, viitattu 30.9.2011. (Greene Committee 1925-1926)

Report of the Company Law Committee 1962. Saatavissa osoitteesta: http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/downloads/jenkins_committee.pdf, viitattu 30.9.2011. (Jenkins Committee 1962)

Oikeustapaukset**Suomi**

KKO 2002:73

KKO 1999:86

KKO 1998:136

KKO 1997:36

KKO 1992:190

KKO 1989:36

KKO 1986 II 136

HHO 16.12.1992 S 91/435

Iso-Britannia

Dymont v Boyden [2005]

Chaston v SWP Group plc [2003]

Brady v Brady [1989]

Charterhouse Investment Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd [1985]

Belmont Finance Corporation v Williams Furniture Ltd (No2) [1980]

Trevor v Whitworth [1887]

Muut lähteet

Lehtiartikkelit

Helsingin Sanomat 14.1.2011: Uudet osakekannustimet ovat laittomia (toim. Petri Sajari)

Helsingin Sanomat 10.2.2011: Villa, Seppo: Rahoitusapu holding-yhtiöille on laillista

Kauppalehti 8.2.2011: Vero-oikeuden ekspertti pitää holding-kannusteita laillisina (toim. Olli Herrala)

Talouselämä 8.4.2010: Johtaja ilman bonusta tulee kalliiksi (toim. Risto Malin)

Pörssitiedotteet

Affecto Oyj: 23.6.2010 ("Affecto Oyj:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää") ja 12.8.2010 ("Ilmoitus omien osakkeiden luovutuksesta 12.8.2010")

Ahlström Oyj: 17.8.2010 ("Ahlströmin johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin")

Cramo Oyj: 8.6.2009 ("Cramon ylin johto kasvattaa omistustaan yhtiössä osana johdon kannustinjärjestelmää") ja 15.2.2011 ("Cramo Oyj hankkii ylimmältä johdoltaan Cramo Management Oy:n koko osakekannan osakevaihdolla")

Honkarakenne Oyj: 31.5.2010 ("Honkarakenne Oyj:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää"), 23.6.2010 ("Honkarakenne Oyj:n uudet osakkeet merkitty kaupparekisteriin") ja 7.6.2011 ("Omien osakkeiden luovutus")

Konecranes Oyj: 7.5.2009 ("Konecranes Oyj:n konsernijohto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää") ja 14.12.2010 ("Konecranes Oyj hankkii konsernin johdolta KCR Management Oy:n koko osakekannan osakevaihdolla")

Metsäliitto Osuuskunta: 10.8.2010 ("Metsäliiton johto sijoittaa M-realin osakkeisiin")

Okmetic Oyj: 25.1.2010 ("Kai Seikku appointed new president of Okmetic, new incentive plan for the top management of Okmetic Oyj in the form of a share ownership program")

Outotec Oyj: 21.5.2010 ("Outotecin johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää")

Raisio Oyj: 23.6.2010 ("Raisio Oyj:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää")

Talvivaara Oyj: 14.12.2010 ("Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin")

Tectia Oyj (SSH Communications Security Oyj): 21.10.2009 ("SSH:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää")

Teleste Oyj: 3.3.2010 ("Teleste Oyj:n johto sijoittaa yhtiön osakkeisiin osana johdon kannustinjärjestelmää") ja 24.3.2010 ("Teleste Oyj hyväksyi johdon kannustinjärjestelmään liittyvän suunnatun annin osakemerkinnän")

Palkka- ja palkkioselvitykset

Ahlström Oyj 2011. Saatavissa osoitteesta:

<http://www.ahlstrom.com/fi/sijoittajat/konserninHallinnointi/hallituksenJaJohdonPalkitseminen/Pages/default.aspx>, viitattu 8.12.2011.

Cramo Oyj 2011. Saatavissa osoitteesta:

http://www.cramo.com/upload/Corporate%20site/Investors/Governance/Palkka-%20ja%20palkkioselvitys%2010%202%202011_FIN_FINAL.pdf, viitattu 8.12.2011.

Honkarakenne Oyj 2010. Saatavissa osoitteesta:

http://www.honka.fi/invest/fi_FI/salary/, viitattu 8.12.2011.

Konecranes Oyj 2009 ja 2010. Saatavissa osoitteesta:

http://www.konecranes.com/portal/eng/investors/corporate_governance/remuneration/remuneration_statement/, viitattu 8.12.2011.

XIII

Metsäliitto Osuuskunta 2010. Saatavissa osoitteesta:

<http://www.metsaliitto.fi/SiteCollectionDocuments/Mets%C3%A4liitto-konsernin%20Palkka-%20ja%20palkkioselvitys.pdf>, viitattu 8.12.2011.

Raisio Oyj 2010. Saatavissa osoitteesta: <http://www.raisio.com/www/page/4313>, viitattu 8.12.2011.

Talvivaara Oyj 2010. Saatavissa osoitteesta:

[http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202010%20%2B%20parts/Talvivaara Remuneration Report 2010.pdf](http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202010%20%2B%20parts/Talvivaara%20Remuneration%20Report%202010.pdf), viitattu 8.12.2011.

Teleste Oyj 2011. Saatavissa osoitteesta:

http://www.teleste.com/investors/corporate_governance/remuneration_statement, viitattu 8.12.2011.

Seminaarit ja koulutukset

Löyttyniemi, Timo: Johdon ja hallituksen palkitsemisjärjestelmät, Kontakti.net -seminaari, 25.–26.2.2003, Helsinki

OYL ja kannustinjärjestelmät – käytännön kokemuksia osakeperusteisista kannustinjärjestelmistä, Talentum Lakikoulutus, 9.10.2008, Helsinki

LYHENTEET

ABL	aktiebolagslag (2005:551)
AML	arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)
CGC	Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 2010
EVL	laki elinkeinotulon verottamisesta (24.6.1968/360)
HRL	henkilöstörahasolaki (15.11.2010/934)
Julkistamisdirektiivi	Ensimmäinen neuvoston direktiivi 68/151/ETY, annettu 9. päivänä maaliskuuta 1968, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi
KPL	kirjanpitolaki (30.12.1997/1336)
OSKL	osuuskuntalaki (28.12.2001/1488)
OYL	osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
OYLvpL	laki osakeyhtiölain voimaannpanosta (21.7.2006/625)
Pääomadirektiivi	Toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY, annettu 13. päivänä joulukuuta 1976, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa
Toinen pääomadirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/68/EY, annettu 6. päivänä syyskuuta 2006, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta

XV

VahL	vahingonkorvauslaki (31.5.1974/412)
VHRL	henkilöstörahasolaki (15.9.1989/814)
VML	laki verotusmenettelystä (18.12.1995/1558)
VOYL	osakeyhtiölaki (29.9.1978/734)

I LUKU – JOHDANTO

1 Tutkielman tausta

Tutkielman tausta liittyy kannustinjärjestelmien käyttöön ja kehitykseen Suomessa. Aiheen mukaisen kannustinjärjestelmätyypin muodostuminen on seurausta muuttuvan yritysmailman vaihtelevista tarpeista sekä lainsäädännön tarjoamista uusista mahdollisuuksista. Johdantona järjestelmien tavoitteisiin käsitellään yhtiön johdon ja omistajien välistä agentuuriongelmaa. Lisäksi tuodaan lyhyesti esiin osakeoptioita kohtaan esitettyä kritiikkiä. Johdannossa viitataan myös uuden Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (Corporate Governance Code (CGC))¹ johdon palkitsemista koskeviin suosituksiin.

1.1 Kannustinjärjestelmät ja agentuuriongelma

Päämies-agenttiteoria käsittelee yrityksen agenttuurisuhteiden taloustieteellistä aspektia. Yksi sen keskeisimmistä alueista liittyy yrityksen omistajien ja johdon päämies-agenttisuhteiden väliseen sopimusverkkoon². Tällä tarkoitetaan etupäässä tilannetta, jossa yrityksen omistaja palkkaa agentin (asiamiehen) johtamaan yritystään. Osakeyhtiössä tämä on hyvin tavallista ja koko osakeyhtiöoikeudellinen sääntely lähteekin tästä ajatuksesta. Mitä suurempi yhtiö on kyseessä, sitä todennäköisemmin sen omistus ja johto ovat eriytyneitä³. Omistuspohjan laajentuessa ja liiketoiminnan kasvaessa johdon ja omistajien välinen suhde käy tyypillisesti yhä väljemmäksi. Tällöin

¹ Uusi hallinnointikoodi tuli voimaan 1.10.2010. Koodin tavoitteena on yhtenäistää listayhtiöiden toimintatapoja ja lisätä avoimuutta muun muassa johdon palkkioista ja kannustinjärjestelmistä. Se on tarkoitettu Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden noudatettavaksi Comply or Explain -periaatteen mukaisesti. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö voi poiketa koodin suosituksista, jos se selostaa ja perustelee poikkeamisen syyt. Tulee kuitenkin huomata, että koodi sisältää pakottavan lainsäädännön kanssa samansisältöisiä säännöksiä ja näistä ei periaatteen nojallakaan voi poiketa. Tällaisia säännöksiä sisältyy muun muassa pörssi-yhtiöiden tiedottamista ja osakkeenomistajien oikeuksia koskevaan lainsäädäntöön. Ks. CGC kohdat 1.1, 1.3 ja 1.4.

² Päämies-agenttiteoriassa on kokonaisuudessaan kolme keskeistä suhdetta: johdon ja omistajien välinen, enemmistö- ja vähemmistöomistajien välinen sekä yhtiön ja sen ulkopuolisten tahojen välinen agenttuurisuhde. Ks. Kraakman ym. 2004, s. 21–22.

³ Ks. kasvavan yhtiön omistusrakenteen tyypillisestä kehityksestä: Moffett – Stonehill – Eiteman 2009, s. 28–29.

omistajille syntyy ongelma agentin toiminnan valvomisesta. Toimintaa tulee valvoa, jotta agentuurikustannuksia⁴ voitaisiin välttää. Johdolla on käytössään pääsääntöisesti paljon enemmän yhtiön liiketoimintaa koskevaa informaatiota kuin omistajilla ja näin ollen omistajien ei ole helppoa nähdä, tekeekö johto aidosti parhaansa omistajien taloudellisen hyvinvoinnin kasvattamiseksi.⁵ Lisäksi johdon intressit ovat lähtökohtaisesti erilaiset kuin omistajien. Johdon riskit liittyvät voimakkaasti yksinomaan yhteen yhtiöön, kun taas omistajien riskit on tyypillisesti hajautettu laajan pääomasijoittamisen kautta. Tästä asetelmasta johtuen johdon halukkuus ottaa riskejä yhtiön liiketoiminnassa on lähtökohtaisesti pienempi kuin yhtiön omistajilla.⁶

Erilaisia kannustinjärjestelmiä on perinteisesti käytetty sekä johdon ja omistajien intressien yhdenmukaistamiseksi että johdon toiminnan valvomisesta aiheutuvien kustannusten minimoimiseksi. Kannustinjärjestelmätyyppejä on erilaisia ja käytettävän tyyppin valinta on riippuvainen useista eri seikoista.⁷ Tyypillisiä kannustinjärjestelmätyyppejä ovat muun muassa tulospalkkaus, synteettiset optiot, suora osakeomistus ja osakeoptiot. Näistä kaksi jälkimmäistä on aidosti osakeperustaisia, kun taas ensin mainitut ovat palkan luonteisia etuja. Yhtiön tulokseen tai osakkeen arvoon sidottu johdon palkitseminen on omiaan sitouttamaan johtoa omistajien intressien mukaisesti. Nimenomaisesti osakkeisiin perustuvia järjestelmiä on suosittu sen vuoksi, että niiden kannustinvaikutus on aidosti osakkeen arvoon sidonnainen ja ulottuu lähtökohtaisesti pidemmälle aikavälille kuin palkan osana maksettavien kannustimien. Lisäksi tulospalkkaus ja synteettiset optiot rasittavat lähtökohtaisesti yhtiön tulosta, kun osakesidonnaiset järjestelmät taas puolestaan eivät. Kannustinjärjestelmien tehokkaana käyttötapana on nähty niiden yhdistelmäkäyttö. Tämä johtuu siitä, että eri henkilöstöryhmät soveltuvat erityyppisten järjestelmien piiriin. Kysymys on kannustettavan henkilöstön koosta, asemasta ja työn sisällöstä. Olennaista on ottaa huomioon, onko kannustettavan henkilön työtehtävä sellainen, että se vaatii suunnittelua

⁴ Agentuurikustannukset liittyvät tilanteeseen, jossa yhtiön johto ei toimi osakkeenomistajan intressin edellyttämällä tavalla. Riski voi realisoitua jakokelpoisten varojen vähentymisen, osakkeen myyntihinnan alenemisen tai yhtiön selvitystilassa jaettavan jako-osan pienentymisen kautta. Ks. Mähönen – Villa 2007, s. 87.

⁵ Ks. Sistonen 2011, s. 19–20, Mähönen – Villa 2007, s. 86–87 sekä Villa 2003, s. 18–20.

⁶ Ks. Berk – DeMarzo 2007, s. 10–11, Sistonen 2011, s. 20–21 sekä Villa 2001a, s. 42–43.

⁷ Oikeuskirjallisuudessa on todettu, että hyvän kannustinjärjestelmän tuli olla yhtiön liiketoiminnan vaiheeseen sopiva ja sen tarpeita vastaava, oikeudenmukainen, yksinkertainen, motivoiva, sitova, sopivalle aikajänteelle suunnattu, verotuksellisesti selkeä, tarpeeksi joustava, kirjallisesti sovittu ja avoin yhtiön sidosryhmille. Ks. Blummé ym. 2005, s. 31 (lähde pohjautuu Timo Löyttyniemen esitykseen kontakti.net seminaarissa 25.–26.2.2003).

meneillään olevan tilikauden ylitse. Toisin sanoen kuinka kauaksi tulevaisuuteen henkilön on työtehtävissään pystyttävä näkemään.⁸

Suomessa osakesidonnaisten järjestelmien käyttö on viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana yleistynyt voimakkaasti⁹. Syynä tähän on nähty yhtiöiden kasvanut ulkomaalaisomistus ja osakesijoittamisen globalisaatio yleensä. Ylimmän johdon osakekannustinjärjestelmän puuttuminen saattaa heikentää niitä edellyttävien sijoittajien kiinnostusta rahoittaa tällaisia yhtiöitä. Lisäksi johtajamarkkinoilla seurataan tarkasti palkitsemiskäytäntöjen kehitystä. Tällöin yhtiö, jonka kannustinjärjestelmät eivät ole ajan tasalla, on huonommassa kilpailuasemassa uusia johtajia rekrytoitaessa. Tämä vaikuttaa taas puolestaan omistajien sijoitushalukkuuteen.¹⁰ Tätä taustaa vasten voidaan todeta, että nykypäivänä kannustinjärjestelmien käyttö on muodostunut oletusarvonomaiseksi lähtökohdaksi kansainvälisillä pääomamarkkinoilla toimiville yrityksille.

1.2 Osakesidonnaisten kannustinjärjestelmien kritiikki

Osakesidonnaisia kannustinjärjestelmiä kohtaan on esitetty kritiikkiä sekä julkisuudessa käytävässä keskustelussa että oikeuskirjallisuudessa. Julkisen keskustelun kritiikki on suuntautunut usein kannustinjärjestelmien välityksellä maksettavien palkkioiden kohtuuttomuuteen. Kirjallisuudessa esitetty kritiikki on puolestaan käsitellyt sekä järjestelmien sisäisiä että ulkoisia ongelmia¹¹. Muun muassa osakeoptioihin liittyviä ongelmia on käsitelty paljon. Näitä aiheuttavina tekijöinä voidaan mainita optioiden aikahorisontti ja siihen liittyvä johdon ”ajotuspeli”. Tällä tarkoitetaan johdon intressiä korottaa yhtiön osakkeen arvoa keinotekoisesti ja tällä tavoin hyötyä optioidensa matalasta merkintähinnasta. Tämä voi tapahtua esimerkiksi lisäämällä vieraan pääoman

⁸ Ks. Mähönen – Villa 2007, s. 249–253 sekä Mäkinen 2001, yhteenveto-osio.

⁹ Suomessa kannustinjärjestelmien käyttö on yleensäkin monimuotoista. Tämän on nähty johtuvan yritysten omistusmuotojen runsaudesta ja erilaisuudesta sekä eri liiketoimintasektoreiden monipuolisuudesta. Ks. Ikäheimo – Löyttyniemi – Tainio 2003, s. 24.

¹⁰ Ks. Mähönen – Villa 2007, s. 249 ja Mäkinen 2001, yhteenveto-osio.

¹¹ Sisäisillä ongelmilla tarkoitan järjestelmän toimivuuteen liittyviä ongelmia kannustamisen näkökulmasta. Toisin sanoen sitä, kuinka hyvin järjestelmä kannustaa johtoa haluttuun riskinottoon. Ulkoisilla ongelmilla tarkoitan järjestelmän yhtiö-, kirjanpito- ja vero-oikeudellisia ongelmia ja näiden yhteistä rajapintaa. Kysymys on siis järjestelmän kannustavuudesta ja toisaalta sen lain mukaisuudesta. Ongelmat ovat vahvasti liitoksissa. Esimerkiksi verosääntely vaikuttaa suoraan järjestelmien kannustavuuteen. Ks. Mähönen – Villa 2009, s. 529.

määrää oman pääoman sijasta.¹² Tällöin osakekohtainen tulos kasvaa ja optioiden haltijat saavat suuremman hyödyn. Kysymys on hallitsemattoman riskin ottamisesta suurten tuottojen toivossa¹³. Vastaavan kaltainen tilanne voi syntyä silloin, kun optioita myönnetään välittömästi negatiivisen tiedon julkistamisen jälkeen tai juuri ennen positiivisen tuloksen julkistamista. Mainittuihin tilanteisiin voi liittyä myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöä.¹⁴

Toinen optioihin liittyvä ongelma on niiden arvostamisen vaikeus. Niin optioita antavilla yhtiöillä kuin niitä saavilla johdon jäsenillä on ollut vaikeuksia määrittää optioiden todellinen arvo. Koska johto karttaa riskien ottamista lähtökohtaisesti enemmän kuin yhtiön omistajat, niin annettujen optioiden arvo näyttää sen näkökulmasta pienemmältä kuin mitä se todellisuudessa on. Optioilla on vipuvaikutus, jota osakkeilla ei ole. Tämän vuoksi voi syntyä tilanteita, joissa johdon saamat palkkiot ovat huomattavasti suurempia kuin mitä hallitus on etukäteen tarkoittanut. Tällaisissa tilanteissa on käyty keskustelua siitä, onko hallitus täysin ymmärtänyt antamisensa optioiden todellisen arvon. Suomessa keskustelua on tämän osalta käyty erityisesti Fortum Oyj:n optio-ohjelmien ympärillä.¹⁵

2 Tutkimusongelmat ja aiheenrajaus

Edellisessä kappaleessa mainittiin yhtenä uusien kannustinjärjestelmätyyppien perustamista edistävänä tekijänä muuttuvan lainsäädännön tarjoamat uudet mahdollisuudet. Tutkielman tutkimusongelma liittyy nimenomaisesti aiheen mukaisen kannustinjärjestelmätyypin ja osakeyhtiösääntelyn väliseen soveltuvuusongelmaan. Käytännössä tämä tarkoittaa osakeyhtiölain 21.7.2006/624 (OYL) 13:10 §:n mukaisen omien osakkeiden rahoituskiellon soveltumista holding-osakekannustinjärjestelmän perustamisvaiheen rahoitustapahtumaan. Näin ollen tutkielman ensisijaisena tarkoituksena on selvittää, tuleeko OYL 13:10.1 §:n rahoituskieltoa soveltaa kyseiseen

¹² Vastaavaan vaikutukseen voidaan päästä myös julkistamalla yhtiötä koskevaa informaatiota, jolla on positiivinen vaikutus osakkeen arvoon. Ks. Villa 2001b, s. 85.

¹³ Ks. johdon riskikäyttämisen yhteydestä palkitsemisjärjestelmien kannustinvaikutukseen: Png – Lehman 2007, s. 395–396.

¹⁴ Villa 2003, s. 76, Haapaniemi 2006, s. 49–50 sekä Villa 2001b, s. 86.

¹⁵ Haapaniemi 2006, s. 50–53.

rahoitustapahtumaan vai soveltuuko tilanteeseen OYL 13:10.2 §:n poikkeus¹⁶. Toissijaisesti pyritään selvittämään onko rahoituskiellon ja kyseessä olevan järjestelmän välisellä suhteella tosiasiallista merkitystä järjestelmän perustamisharkinnassa. Toisin sanoen, ovatko kiellon rikkomisen seuraamukset siinä määrin merkitykselliset, että niillä on vaikutusta järjestelmän perustamista harkitsevan yhtiön toimintaan. Mainittu seuraamuselementti liittyy kiinteästi ensisijaiseen tutkimuskysymykseen säännöksen soveltuvuudesta. Lisäksi tutkielmassa sivutaan kysymystä Suomessa voimassa olevan rahoitusapusääntelyn tarkoituksenmukaisuudesta ja kehittämismahdollisuuksista. Tämä osa-alue on kuitenkin jo varsinaisen tutkimusongelman ulkopuolella.

Tutkielman aihetta käsitellään pääasiallisesti julkisten osakeyhtiöiden näkökulmasta, koska ylimmän johdon palkitsemiskysymykset ovat erityisesti pörssiyhtiöille tärkeitä. Vaikka tutkielman pääpaino on yhtiöoikeudellisissa kokonaisuuksissa, niin myös arvopaperimarkkinaoikeudellisia ja verotuksellisia näkökulmia käsitellään niiden ollessa kontekstin kannalta tarpeellisia. Vaikka aiheen käsittelyn yhteydessä tuodaan esille useita kyseessä olevaan kannustinjärjestelmään liittyviä ongelmia, ei valtaosaa niistä ole mahdollista tämän tutkielman puitteissa syvällisemmin käsitellä. Lisäksi tutkielmassa ei käsitellä yhtiöitä, joiden tarkoitus on jokin muu kuin voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Tutkielman pääluvussa IV rahoituskiellon vahingonkorvausoikeudelliset seuraamukset käsitellään vain osakeyhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun osalta. Tältä osin sekä tuottamukseen että sopimukseen perustuva vahingonkorvaus rajataan ulos.

3 Tutkimusmetodi

Tutkielman metodi on pääosin oikeusdogmaattinen¹⁷. Oikeusdogmaattiselta kannalta tarkoituksena on selvittää OYL 13:10 §:n rahoituskiellon tausta ja tarkoitus sekä sen soveltamiskäytäntö. Tämä tapahtuu käsittelemällä sekä OYL:n säännösten että

¹⁶ Kysymys on valinnasta säännöksen tulkinnanvaraisten osien suppean ja laventavan tulkinnan välillä. Ks. suppean ja laventavan tulkinnan määritelmistä: Aarnio 1989, s. 257–258.

¹⁷ Tutkielman kontekstissa oikeusdogmaattinen metodi suuntautuu sekä lakitekstikeskeisesti että ongelmakeskeisesti. Kysymys suuntautuu sekä OYL:13:10 §:n sanamuodon monimerkityksellisyyteen ja epätäsmällisyyteen että säännöksen tulkintavaihtoehtojen soveltumiseen, holding-osakekannustinjärjestelmän potentiaalisten ongelmien kontekstissa. Ks. Aarnio 1982, s. 61–62.

relevanttien EU-direktiivien sisältöä¹⁸. Tavoitteena on selvittää, kuuluuko järjestelmän rahoitustapahtuma regulatiivisen¹⁹ rahoituskieltonormin soveltamisalaan. Toisin sanoen tulkitanko säännöstä siten, että rahoitustapahtuma on kvalifioitavissa sen soveltamisen piiriin²⁰. Kysymys on laajemmalla kannalta tapauskohtaisuuden ja yleisestävyyden vastakohtaisuudesta, joka on yksi oikeustieteen keskeisimpiä jännitteitä²¹.

Tutkielma on osiltaan myös oikeusvertaileva. Tältä kannalta käsitellään Iso-Britanniassa voimassa olevaa rahoitusapusääntelyä²². Iso-Britannia on valittu vertailukohteeksi siellä Suomen kanssa samanaikaisesti toteutetun osakeyhtiösääntelyn kokonaisuudistuksen²³ vuoksi sekä siitä syystä, että rahoitusapusääntelyn eurooppalainen historia sai alkunsa Iso-Britannian common law -järjestelmän kautta. Lisäksi Iso-Britannian myötävaikutus EU:n rahoitusapusääntelyn syntymiseen on ollut merkittävä.²⁴ Vertailun tavoitteena on ensisijaisesti luoda kuva siitä, millä tavoin Iso-Britannian rahoitusapusääntösten sanamuodot soveltuvat yhteen tutkielman aiheen mukaisen järjestelmän kanssa²⁵. Tätä kautta pyritään saamaan tukea EU-direktiivien rahoitusapusääntöksen kannalta tärkeiden artiklojen tulkinnalle. Vaikka tutkielmassa viitataan paikoitellen myös Ruotsissa voimassa oleviin säännöksiin, niin on viittaamisen tarkoitus kuitenkin vain informatiivinen. Varsinainen vertailu tapahtuu Suomen ja Iso-Britannian välillä.

4 Tutkielman rakenne ja lähteet

Tutkielma etenee siten, että pääluvussa II keskitytään itse holding-osakekannustinjärjestelmään. Tarkoituksena on kuvata lukijalle järjestelmän

¹⁸ Lakiteksti on kielellinen ilmaisu, jolla annetaan informaatiota oikeusjärjestyksen sisällöstä. Koska varsinainen teksti on oikeudellisesti relevantin informaation saamisen väline, tulkintatilanteessa on tarpeellista katsoa sen ”taakse”. Ks. Aarnio 1989, s. 161.

¹⁹ Regulaatiivisilla normeilla tarkoitetaan normeja, jotka kvalifioivat jotkin teot tai asiantilat käsketyiksi, kielletyiksi tai sallituiksi. Voidaan puhua käyttäytymisnormeista. Aarnio 1989, s. 70–71.

²⁰ Sääntöksen tulkinta voidaan määritellä sen merkityksen täsmentämiseksi. Täsmennyksen mahdollisia perustetyyppejä voivat olla muun muassa semanttiset (termien merkitykseen liittyvät), syntaktiset (kieliopilliset), loogiset, juridiset, teleologiset, arvoihin ja arvostuksiin liittyvät sekä analogiset perusteet. Perusteiden keskinäinen painoarvo määräytyy pääsääntöisesti tulkintaongelman ja -tilanteen mukaan. Ks. Aarnio 1989, s. 167 ja 217–218.

²¹ Aarnio 1989, s. 77. Tällä tarkoitetaan rahoituskiellon osalta sitä, että tulisiko sen piirissä lähtökohtaisesti olevia toimia kohdella poikkeavasti tapauskohtaisen harkinnan kautta.

²² Näin ollen vertailu on teknis-metodologisesti mikroulottuvuuteen keskittyvä, ajallisesti pääosin poikittainen, diversiteetiltään horisontaalinen sekä lukumääräulottuvuudeltaan bilateraalinen. Ks. oikeusvertailun teknis-metodologisista valinnoista: Husa 1998, s. 60–68.

²³ Iso-Britannian kokonaisuudistuksen tavoitteista, ks. HE 109/2005 s. 14–15.

²⁴ Wymeersch 1998, s. 730–731.

²⁵ Näin ollen vertailu on teoreettis-metodologiselta osaltaan funktionaalista. Ks. Husa 1998, 68–71.

perustamiseen, toimintaan ja purkamiseen liittyvät lähtökohdat sekä niiden keskeisimmät yhtiöoikeudelliset ongelmat. Käytännön näkökulma on tuotu mukaan kuvaamalla julkistettujen tietojen perusteella suomalaisten pörssiyhtiöiden käyttämien järjestelmien yksityiskohtia. Alaluvun lopuksi lukija johdatetaan päälukuihin III ja IV perustelemalla omien osakkeiden rahoituskiellon keskeisyys järjestelmän kontekstissa ja tuomalla esiin vallitsevan tulkintaongelman ratkaisun lähtökohtia. Tavoitteena on, että lukija ymmärtää tutkielman käytännön kontekstin siirtyessään rahoitusapuserästä koskevaan päälukuun III. Tässä pääluvussa käsitellään rahoitusapuserän taustoja ja tavoitteita sekä tehdään oikeusvertailua Iso-Britannian sääntelyyn. Pääluvussa IV käsitellään yhtiöoikeudellisten periaatteiden tulkintavaikutusta ja rahoituskiellon rikkomisen seuraamuksia. Tutkielman lopuksi pääluvussa V otetaan kantaa asetettuihin tutkimuskysymyksiin ja perustellaan kannanotot. Lisäksi tuodaan lyhyesti esiin kirjoittajan ajatuksia aiheeseen liittyvän jatkotutkimuksen tarpeellisuudesta.

Tutkielman lähteet koostuvat pääosin sekä kotimaisesta että ulkomaisesta oikeuskirjallisuudesta. Lisäksi lähteinä on käytetty Suomen ja Iso-Britannian tuomioistuimien ratkaisukäytäntöä. Käytettyinä virallislähteinä ovat etupäässä toimineet hallituksen esitykset, relevanttien EU-direktiivien esitysmateriaali ja muutamat Iso-Britannian yhtiöoikeusudistuksen esityöasiakirjat. Lisäksi lähteinä on käytetty muun muassa joitain suomalaisia lehtiartikkeleita, pörssitiedotteita, palkka- ja palkkioselvityksiä sekä erilaisten seminaari- ja koulutustapahtumien materiaaleja. Tutkielman johdanto-osion päämies-agenttiteoriaa käsittelevän osuuden pääasiallisia auktoritatiivisia lähteitä ovat ulkomaiset agentuuriongelmaa käsittelevät teokset. Suomalaiseen kirjallisuuteen on viitattu näiltä osin etupäässä kansallisen näkökulman mukaan tuomiseksi.

II LUKU – HOLDING-OSAKEKANNUSTINJÄRJESTELMÄ

1 Järjestelyn yleiskuvaus ja eroavaisuudet optiopohjaiseen kannustinjärjestelmään

Holding-osakekannustinjärjestelmä on viime vuosina Suomen pörssiyhtiöissä yleistynyt kannustinjärjestelmä, joka on pääsääntöisesti suunnattu pörssiyhtiön ylimmälle johdolle. Järjestelyssä osakkeiden omistaminen tapahtuu johdon omistaman holding-yhtiön kautta ja osakkeet hankitaan pääasiassa pörssiyhtiön johdon holding-yhtiölle antaman lainan tai vakuuden turvin. Viimeisen kolmen vuoden aikana sen on ottanut käyttöönsä yli kymmenen suomalaista pörssiyhtiötä. Järjestely on herättänyt paljon keskustelua julkisuudessa ja jotkut oikeusoppineet ovat olleet epävarmoja sen lainmukaisuudesta. Tässä alaluvussa käsitellään holding-osakekannustinjärjestelmän perustamista, toimintaa ja purkamista, sekä niihin liittyviä keskeisiä oikeudellisia ongelmia. Lisäksi arvioidaan järjestelyn eroavaisuuksia perinteisempiin johdon kannustamisen muotoihin. Tarkoituksena on antaa tutkielman lukijalle yleiskuva järjestelyn rakenteesta ja toiminnasta ennen varsinaisen tutkimusongelman käsittelyä.

1.1 Järjestelyn perustamis- ja toimintavaihe

OYL:ssa ei ole nimenomaisesti säädetty, mikä yhtiön elin tekee työntekijöiden osakehankintojen rahoittamista koskevat päätökset²⁶. On katsottu, että järjestelyn perustamisessa ei ole suoranaisesti kysymys yhtiön varojen jakamisesta ja näin ollen hallituksen on nähty olevan kelpoinen tekemään järjestelyn perustamista koskevat päätökset²⁷. Myös vastakkaisia tulkintoja asian suhteen on tehty²⁸. Tästä huolimatta holding-osakekannustinjärjestelmän perustamispäätökset on kuitenkin käytännössä

²⁶ CGC:n mukaan kannustinjärjestelmien päätöksentekojärjestyksen on toimittava lähtökohtaisesti siten, että hallitus päättää toimitusjohtajan palkitsemisesta ja yhtiökokous puolestaan hallituksen palkitsemisesta. Muun johdon palkitsemisesta päättää toimielin, jonka yhtiö on tähän tehtävään valinnut. Päätöksenteko voidaan osoittaa muun muassa erillisen palkitsemisvaliokunnan tehtäväksi. Ks. CGC kohta 7.2.

²⁷ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 96. Kirjoittajien mukaan päätöksen järjestelyn perustamisesta tekee yhtiön hallitus.

²⁸ Ks. Kyläkallio ym. 2008, s. 1145, joiden mukaan päätös tulisi tehdä yhtiökokouksessa, koska työntekijöiden osakehankintojen rahoittamisessa on kysymys varojenjakoon liittyvästä asiasta. Ks. myös Talouselämän artikkeli 8.4.2010. Artikkelin liittyä TeliaSoneran optio-ohjelman hylkäämiseen Ruotsin valtion toimesta. Ruotsissa kannustinjärjestelmiä koskevat päätökset on perinteisesti tehty yhtiökokouksessa.

tehty hallituksen toimesta²⁹. Vaihtoehtoinen tapa perustamispäätöksen tekemiseksi olisi valtuuttaa hallitus yhtiökokouksen toimesta tekemään järjestelyn perustamista koskevat päätökset. Tällä tavalla voitaisiin välttyä tulkinnanvaraisuuksilta hallituksen päätöksentekokelpoisuuden suhteen.

Perustamiseen liittyvä päätösharkinta perustuu OYL 1 luvun yleisiin periaatteisiin. Näistä tärkeitä järjestelyn perustamisharkinnalle ovat erityisesti OYL 1:5 §, jonka mukaan:

”Yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.”,

OYL 1:7 §, jonka mukaan:

”Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.”

ja OYL 1:8 §, jonka mukaan:

”Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua.”.

Näin ollen hallituksen on punnittava järjestelystä yhtiölle koituvia hyötyjä ja kustannuksia edellä mainittujen periaatteiden kautta. Näiden periaatteiden on yhdessä OYL 13:1.3 §:n laitonta varojenjako koskevan säännöksen kanssa katsottu muodostavan vaatimuksen yhtiön edun mukaisuudesta (*corporate benefit*)³⁰. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että perustettavasta kannustinjärjestelmästä yhtiölle koituvan kokonaishyödyn tulee olla suurempi kuin siitä aiheutuvien kulujen. Järjestelyyn liittyvät hyödyt muodostuvat pääasiassa kannustinjärjestelmän piirissä olevan johdon kasvaneen sitoutumisen kautta ja mahdolliset kustannukset esimerkiksi rahoituspääoman sitoutumisen ja luottotappioriskien realisoitumisien välityksellä. Hyötyjen ja kustannusten välinen vertailu tulee tehdä toteutettavan toimen kokonaisarvostelun kautta. Tämä tarkoittaa sitä, että huomiota ei tule kiinnittää pelkästään toteutettavan järjestelyn yksittäiseen osaan, vaan osien muodostamaan kokonaisuuteen ja siitä koituihin hyötyihin ja kustannuksiin.³¹ Jos järjestelystä yhtiölle koituvat hyödyt ylittävät

²⁹ Ks. Taulukko 1 tutkielman sivulla 20.

³⁰ Lindholm – Storå 2010, s. 410.

³¹ Ibid, s. 418.

siitä aiheutuvat kustannukset, voidaan järjestelyn katsoa olevan lähtökohtaisesti yhtiön edun mukainen³².

Kun corporate benefit -arviointi on suoritettu, voi hallitus päättää rahoitusavun antamisesta yhtiön johdon omistamalle holding-yhtiölle. Holding-yhtiö on perustettu tyypillisesti yksinomaan tätä järjestelyä varten ja sen ainoana tarkoituksena on omistaa pörssiyhtiön osakkeita³³. Pörssiyhtiön antama rahoitusapu voi olla puhdas rahalaina tai esimerkiksi ulkopuoliselta rahoittajalta otetun rahalainan vakuudeksi tehty panttaus tai takaus. Rahoitusavun lisäksi holding yhtiöön sijoitetaan myös omaa pääomaa yhtiön johdon toimesta. Näin ollen suoritettavaan osakehankintaan käytettävä kokonaisrahoitus muodostuu johdon sijoittamasta omasta pääomasta sekä pörssiyhtiön antamasta rahoitusavusta. Tässä yhteydessä voidaan mainita, että pörssiyhtiön järjestämä rahoitusapu liittyy järjestelyn perustamisen kannalta keskeisimpään juridiseen ongelmaan – OYL 13:10 §:n mukaiseen omien osakkeiden hankinnan rahoituskieltoon. Rahoituskieillon ja holding-osakekannustinjärjestelmän välinen ongelmakenttä kuvataan erikseen alaluvussa 3.

Toteutuneissa järjestelyissä johdon holding-yhtiöön tekemä sijoitus on vastannut pääsääntöisesti noin 15–20 prosenttia koko osakkeiden hankkimiseen käytettävästä pääomasta³⁴. Pörssiyhtiön järjestämän rahoituksen osuus on siis hyvin merkittävä ja sen avulla muodostuva rahoitusvipu³⁵ tekee järjestelystä omintakeisen verrattuna esimerkiksi suoraan osakeomistukseen. Suuren rahoitusvivun ansiosta järjestelystä johdolle mahdollisesti koituvat taloudelliset hyödyt voivat olla todella merkittäviä. Lisäksi rahoitusvipu lisää yhtiön luottotappioriskiä. Tämän vuoksi on tärkeää, että myös yhtiölle suuntautuva etu dokumentoidaan huolellisesti jo päätöksentekovaiheessa. Lisäksi huolellinen dokumentointi on tärkeää hallituksen vastuukysymysten kannalta. Tämä johtuu siitä, että hallituksen on tarvittaessa pystyttävä todistamaan toimineensa huolellisesti järjestelystä päätettäessä. Mahdollista hallituksen vastuuta ja siihen liittyvää seuraamusharkintaa käsitellään seikkaperäisemmin jäljempänä pääluvussa IV.

³² CGC:n säännösten lähtökohta on se, että yhtiön johdon palkitsemisen tulee olla oikeassa suhteessa yhtiön liiketoiminnan kehityksen ja pitkän aikavälin arvonmuodostuksen kanssa. Tällä pyritään vaikuttamaan omistaja-arvon myönteiseen kehitykseen. Ks. CGC kohta 7.1.

³³ Ks. esimerkiksi Affecto Management Oy:n, Ahlcorp Oy:n ja Cramo Management Oy:n yhtiöjärjestysten toimialakuvaukset. Niiden mukaan yhtiöiden toimialana on omistaa pörssiyhtiön liikkeeseen laskemia arvopapereita ja siten tuottaa voittoa osakkeenomistajille.

³⁴ Ks. Taulukko 1 tutkielman sivulla 20.

³⁵ Termillä viitataan suuren vieraan pääoman määrään suhteessa kokonaisrahoitukseen. Ks. alav. 70.

Kun holding-yhtiö on perustettu ja tarvittavat pääomasijoitukset on tehty, voidaan osakkeet hankkia joko suoraan markkinoilta tai pörssiyhtiöltä itseltään. Jälkimmäisessä tapauksessa holding-yhtiön suorittama hankinta voi kohdistua joko pörssiyhtiön omistamiin omiin osakkeisiin tai kokonaan uusiin osakkeisiin. Mahdollista on myös hankkia osakkeita edellä mainittujen muotojen yhdistelmänä siten, että osa osakkeista on kokonaan uusia ja osa pörssiyhtiön ennestään omistamia. Riippumatta tästä jaottelusta, osakkeiden tullessa pörssiyhtiöltä itseltään, tapahtuu hankinta joka tapauksessa holding-yhtiölle suunnatun osakeannin kautta. Suunnattu osakeanti merkitsee poikkeamista osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta ja edellyttää OYL 9:4 §:n mukaan painavaa taloudellista syytä. Kannustinjärjestelmän perustamisen on perinteisesti katsottu täyttävän tällaisen syyn vaatimuksen³⁶.

OYL 5:27 §:n mukaan suunnatusta osakeannista tulee päättää yhtiökokouksessa tehtävällä määräenemmistö päätöksellä. Tällöin päätöksentekoon tarvitaan vähintään kaksi kolmasosaa yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja edustetuista osakkeista. Tätä määräenemmistövaatimusta ei ole mahdollista lieventää yhtiöjärjestysmääräyksellä. OYL 9:4 §:n mukaan edellä mainittua määräenemmistövaatimusta on noudatettava myös silloin, kun yhtiökokous valtuuttaa hallituksen päättämään suunnatusta osakeannista. Osakeantivaltuutus on rekisteröitävä niin kuin OYL 9:2 §:ssä säädetään.

Oikeuskirjallisuudessa on käsitelty apporttiehdon soveltumista suunnattuihin osakeantoihin. OYL 9:12.3 §:n mukaan:

”Jos merkintähinta maksetaan rahassa edellytyksin, että yhtiö hankkii vastiketta vastaan omaisuutta, hankintaan sovelletaan vastaavasti, mitä maksusta apporttiomaisuudella säädetään.”.

Säännös vastaa suoraan OYL 2:6.3 §:n säännöstä. Osakeannissa säännöksen mukainen tilanne voi konkretisoitua sekä esi- että jälkiapportin muodossa. Esiapportilla tarkoitetaan tilannetta, jossa ennen osakkeen muodollista maksamista yhtiölle luovutetaan jotain muuta omaisuutta kuin rahaa tosiasiallisesti osakkeen merkintämaksuun liittyen. Tämän jälkeen maksut tapahtuvat muodollisesti joko kuittaamalla tai vastakkaisina suorituksina. Säännöksellä pyritään estämään apporttia koskevien

³⁶ Ks. HE 109/2005, s. 102. Esityksessä mainitaan yhtenä suunnatun osakeannin hyväksyttävänä perusteena sellaisten kannustinjärjestelmien perustaminen, joissa osakkeita annetaan yhtiön johdolle ja työntekijöille. Vastaavasti optio-oikeuksien antamisen edellytysten osalta: ks. Määttä 2005, s. 90 ja Blummé ym. 2008, s. 21. Tässäkin kontekstissa kannustinjärjestelmän perustamista on pidetty toimen toteuttamiselle hyväksyttävänä syynä. Lisäksi vastaavan perusteen on nähty täyttävän myös erityisen painavan taloudellisen syyn vaatimuksen suunnatun maksuttoman osakeannin yhteydessä. Ks. OM 2003:4, s. 58.

säännösten kiertämistä.³⁷ OYL 9:12.1 §:ssä säädetään, että apporttiomaisuudella on luovutushetkellä oltava vähintään maksua vastaava taloudellinen arvo yhtiölle. Lisäksi OYL 9:12.2 §:n mukaan osakeantiehdoissa on mainittava apporttiomaisuuden käyttämisestä merkintähinnan maksamiseen sekä yksilöitävä apportti ja sen arvostamiseen vaikuttavat seikat.

Holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa edellä mainitun apporttiehdon voitaisiin nähdä soveltuvan suunnatussa osakeannissa tehtävään osakemerkintään. Tällöin yhtiön saama apporttiomaisuus olisi sen holding-yhtiöltä saama velkakirja. Yhtiö maksaisi siis holding-yhtiön velkakirjasta rahamääräisesti, jonka jälkeen holding-yhtiö merkitsee yhtiön osakkeet. Jos apporttiehto soveltuisi, tulisi yhtiön hallituksen ja tilintarkastajien varmistuttava siitä, että apporttiomaisuus vastaa vähintään sitä arvoa, minkä määräisen merkintähinnan maksuksi se on osakeantipäätöksessä mainittu³⁸. Toisin sanoen yhtiön saamalla velkakirjalla tulisi olla vähintään se arvo, joka käytetään yhtiön osakkeiden merkitsemiseen velkakirjasta maksettavalla vastikkeella. Käytännössä yhtiön järjestämä rahalaina käytetään kuitenkin suoraan osakkeiden merkintähinnan maksuun ja näin ollen velkakirjan arvon ja osakemerkinnän välisessä suhteessa ei pitäisi olla ongelmaa. Siten apporttiehdon soveltumisessa on nähdäkseeni kysymys vain erilaisten muotoedellytysten vaatimuksesta.

Osakkeiden hankintatavan valitsemiseen voivat vaikuttaa useat erinäiset yksityiskohdat. Esimerkiksi johdon hallussa oleva sisäpiirintieto ja pörssiyhtiön tiedottamisvelvoitteet³⁹ voivat olla seikkoja joiden kautta osakkeiden hankintatavan valitsemista pohditaan. Järjestelyn piirissä olevan johdon hallussa voi olla arvopaperimarkkinalain 26.5.1989/495 (AML) 5:1 §:ssä tarkoitettua sisäpiirintietoa. AML 5:2 §:ssä säädetään, että sisäpiirintiedon käyttäminen, hankkimalla tai luovuttamalla osakkeita joita tieto koskee, on kiellettyä. Koska johdon hallussa oleva sisäpiirintieto on käytännössä myös holding-yhtiön hallussa, voi osakkeiden hankkiminen järjestelyn perustamisen edellyttämällä tavalla muodostua ongelmaksi. AML:n esitöissä on kuitenkin mainittu poikkeuksesta AML 5:2 §:n mukaiseen kieltoon. Esitöiden mukaan tilanteessa, jossa

³⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 708 sekä Kyläkallio ym. 2008, s. 865.

³⁸ Kyläkallio ym. 2008, s. 864.

³⁹ Tiedottamisvelvoitteet voivat kohdistua joko suoraan osakehankinnan edellyttämään yhtiöoikeudelliseen toimeen tai itse kannustinjärjestelmään kokonaisuutena. CGC:n mukaan kannustinjärjestelmien käytöstä on tiedotettava osakkeenomistajille laatimalla siitä palkka- ja palkkioselvitys, jossa kuvataan yhtiön hallituksen ja johdon palkitsemisen keskeiset periaatteet ja niihin liittyvä päätöksentekojärjestys. Palkka- ja palkkioselvitys on päivitettävä säännöllisesti ja pidettävä saatavilla yhtiön Internet-sivuilla. Ks. CGC:n kohta 7.5.

sopimuskaupan molemmilla osapuolilla on sama sisäpiirintiedoksi määriteltävä tieto kaupan kohteena olevasta arvopaperista, ei ole kysymys lain tarkoittamasta kielletystä sisäpiirintiedon käyttämisestä.⁴⁰ Käytännössä tämä poikkeus mahdollistaa osakkeiden hankkimisen sellaiselta taholta, jolla on hallussaan sama sisäpiirintieto kuin johdon holding-yhtiöllä. Tällöin osakkeiden hankkiminen suoraan järjestelyn perustaneelta pörssiyhtiöltä voi olla mahdollista. Edellytyksenä tälle on se, että pörssiyhtiön hallituksen hallussa oleva sisäpiirintieto on myös holding-yhtiön hallussa.

Mikäli osapuolten hallussa oleva sisäpiirintieto ei ole yhteneväistä, voitaneen ongelmaan hakea ratkaisua esimerkiksi saattamalla sama sisäpiirintieto molempien kaupan osapuolten haltuun tai sopimalla osapuolten kesken, että epätasaisesti jakautunut sisäpiirintieto ei vaikuta osakekaupan pätevyyskriteeriin. Näihin keinoihin liittyy kuitenkin ongelmia. AML 5:2.2 §:ssä säädetään, että sisäpiirintietoa ei saa ilmaista toiselle ilman työhön, ammatinharjoittamiseen tai tavanomaiseen tehtävien hoitamiseen liittyvää syytä. Tiedon ilmaisemiselle täytyy olla siis yhtiön toiminnan kannalta hyväksyttävä syy⁴¹. Ei ole yksioikoisen selvää, täyttääkö kannustinjärjestelmän perustaminen yksistään tällaisen hyväksyttävän syyn vaatimuksen⁴². Edelleen sopimukset, joilla osapuoli luopuu oikeudestaan vedota toisen osapuolen hallussa olevaan sisäpiirintietoon, saattavat sisältää juridisia epävarmuustekijöitä, joita osapuolet eivät välttämättä halua riskikseen ottaa⁴³. Voitaneen todeta, että sisäpiirikysymysten näkökulmasta järjestelyn edellyttämä osakekauppa olisi parasta pyrkiä toteuttamaan ensisijaisesti silloin, kun johdolla ei ole hallussaan kauppaa estävää sisäpiirintietoa. Tämä voi tietysti käytännön syistä olla vaikeaa, mutta näin voitaisiin välttää edellä mainittujen sisäpiiriongelmiin syntyminen.

⁴⁰ HE 137/2004, s. 64.

⁴¹ Ibid, s.62.

⁴² Esimerkkeinä tilanteista, joissa sisäpiirintiedon ilmaiseminen on yleensä sallittua, on nähty muun muassa tiedon ilmaiseminen neuvonantajalle tai muulle asiamiehelle toimeksiannon antamisen yhteydessä, tiedon ilmaiseminen viranomaisille joilla on valtuus tiedon saamiseen ja tiedon ilmaiseminen yhtiön ja konsernin sisällä sen tavanomaisen liiketoiminnan harjoittamisen mahdollistamiseksi. Ks. Ratan standardi 5.2b s. 17–18. Ks. myös Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005, s. 343–344. Holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa kysymys on etupäässä siitä, mahtuuko kannustinjärjestelmän perustaminen yhtiön tavanomaisen liiketoiminnan määritelmän piiriin. Tämä seikka on epäselvä.

⁴³ Vaikka Finanssivalvonta on lähtökohtaisesti tunnustanut kyseessä olevan sopimuksen tekemisen mahdollisuuden, niin oikeuskirjallisuudessa konstruktion pätevydestä ei ole ollut täysin selvää kantaa. Niin sanottujen ”waiver” tai ”big boy” -sopimusehtojen pätevyys on arvopaperikaupassa nähty liittyvän kaupan kollektiivivaikutusten olemassaoloon. Markkinaehtoisesta näkökulmasta sopimista on pidetty lähtökohtaisesti mahdollisena, mutta kollektiivisten oikeushyvien ollessa kyseessä, sopimisen ei ole katsottu olevan sallittua. Ks. Jarmo Parkkonen, Finanssivalvonta, esitys Talentumin koulutuksessa 9.10.2008 sekä Knuts 2011, s. 232–237.

Järjestelyn toimintavaiheen aikana holding-yhtiö maksaa saamalleen vieraalle pääomalle korkoa. Koron maksaminen on luonnollista hoitaa holding-yhtiön saamalla osinkotuloilla. Jos osinkotulot ylittävät lainalle maksettavan vuotuisen koron määrän sekä muut holding-yhtiön kulut, voidaan osinkoa jakaa voitonjakona edelleen holding-yhtiön omistavalle pörssi-yhtiön johdolle. Voitonjakokelpoinen osinko voidaan myös jättää jakamatta ja siirtää varojen lisäykseksi holding-yhtiöön. Koron markkinaehtoisuudella on merkitystä useassa eri mielessä. Sillä on vaikutuksia holding-yhtiön oikeuteen vähentää maksamansa korko omassa verotuksessaan ja se voi suojata pörssi-yhtiötä väitteiltä voitontuottamistarkoituksen, yhdenvertaisuusperiaatteen tai varojenjakosääntelyn rikkomisesta⁴⁴. Lisäksi markkinaehtoinen korko liittyy vahvasti sen estämiseen, että rahoitustapahtuma tulkittaisiin peiteltyksi osingonjaoksi⁴⁵.

Kannustinjärjestelmän perustaneella yhtiöllä on tarve varmistaa, että järjestelyn toimintaan liittyvä kontrolli on yhtiöllä itsellään ja että järjestelyn toiminta on yleensäkin tarpeeksi ennustettavaa. Tämän voidaan katsoa palvelevan myös yhtiön osakkeenomistajien etua johdon palkitsemisen selkeyden ja johdonmukaisuuden vahvistuessa. Näiden tavoitteiden turvaamisen yksityiskohdista voidaan sopia esimerkiksi holding-yhtiön osakassopimuksessa tai rahoitusdokumentaatioissa. Osakassopimuksen kautta voidaan muun muassa rajata holding-yhtiön toimiala pörssi-yhtiön osakkeiden omistamiseen ja sopia osakkeiden ennakaisen myynnin ehdoista sekä järjestelyn piirissä olevan johdon jäsenen ennakaisesta irrottautumisesta. Näin ollen osakassopimuksen funktiona voidaan nähdä pörssi-yhtiön ja sen omistajien aseman suojaaminen luomalla yhtiölle tarpeelliset keinot hallita järjestelyä sen toiminta-aikana. Yhtiön on kyettävä reagoimaan mahdollisten toimintaympäristön muutoksien aiheuttamiin tilanteisiin ja yksityiskohdista sopiminen kasvattaa sen mahdollisuuksia reagoida oikealla tavalla.

⁴⁴ Rahoituksen alihintaisuuden vaikutuksesta järjestelyn kontekstissa: ks. tutkielman pääluku IV.

⁴⁵ Peitellyn osingon määritelmä löytyy verotusmenettelylain 18.12.1995/1558 (VML) 29 §:stä. Sillä tarkoitetaan rahanarvoista etuutta, jonka yhtiö antaa osakkaansa hyväksi esimerkiksi tavallisesta olennaisesti poikkeavan hinnoittelun johdosta. Säännöksen soveltaminen edellyttää lähtökohtaisesti juuri olennaista poikkeamaa, vaikkakin arvopaperikaupan yhteydessä säännöstä voidaan soveltaa myös pienemmän poikkeaman yhteydessä. Ks. HE 26/1998, s. 7.

1.2 Järjestelyn purkaminen

Järjestelyn ehdoissa määritellään ne edellytykset, joilla järjestely purkaantuu ja pörssiyhtiön järjestämä laina erääntyy maksettavaksi. Tämä voi tapahtua joko sovitus toiminta-ajan päätyttyä tai tietyin ehdoin ennenaikaisesti. Tällaisena ehtona on yleensä käytetty pörssiyhtiön osakkeen arvoa jollain ennakkollisesti sovittulla aikavälillä. Toisin sanoen, kun osakkeen arvo ylittää ennakkollisesti sovittun rajan ja pysyy tuon rajan yläpuolella ehdoissa sovittun aikavälin, niin järjestely laukeaa. Purettuja järjestelyitä on tähän mennessä kaksi ja molemmat ovat lauenneet purettavaksi ennenaikaisesti noin 20 kuukautta perustamisensa jälkeen.⁴⁶

Järjestelyn purkamiseen on käytettävissä erilaisia vaihtoehtoja. Purkamismuodon valintaan vaikuttavat muun muassa järjestelyn yksityiskohdat, sisäpiirikysymykset sekä pörssiyhtiön purkamishetkeen ajoittuvat tarpeet esimerkiksi omien osakkeiden omistamisen suhteen. Johdon holding-yhtiö voidaan sulauttaa pörssiyhtiöön, jonka jälkeen pörssiyhtiön osakkeet siirtyvät sen omaan omistukseen. Tämän jälkeen pörssiyhtiö voi halutessaan myydä osakkeet markkinoilla tai esimerkiksi mitätöidä ne. Holding-yhtiön omistava johto saa sulautumisvastikkeena pörssiyhtiön osakkeita. Sulautumisvastikkeena käytettävät osakkeet voivat olla pörssiyhtiön omistamia omia osakkeita tai uusia osakkeita⁴⁷. Sulautumista voi edeltää osakevaihto, jossa pörssiyhtiö suuntaa osakeannin holding-yhtiön omistavalle johdolle holding-yhtiön osakekantaan vastaan. Tämän jälkeen holding-yhtiö voidaan sulauttaa tytäryhtiösulautumisella pörssiyhtiöön. Tällöin sulautumisvastiketta ei makseta.⁴⁸ Tytäryhtiösulautumisen kautta saamia omia osakkeita voi pörssiyhtiö käyttää edellä kuvatulla tavalla.

Osakevaihtoon voi liittyä riski toimen tulkitsemisesta omien osakkeiden suunnatuksi hankkimiseksi. Vaihdoissaan pörssiyhtiö hankkii käytännössä omia osakkeitaan suuntaamalla osakeannin johdon holding-yhtiölle. Pörssiyhtiön osakkeet ovat holding-yhtiön ainoa omaisuus, minkä vuoksi tulkintariski on todellinen. Omien osakkeiden hankkimisesta on päätettävä OYL 15:5.1 §:n mukaan yhtiökokouksessa. Käytännössä

⁴⁶ Ks. Taulukko 1 tutkielman sivulla 20 sekä pääluvun II alaluku 2.

⁴⁷ Yhtiön omistamien omien osakkeiden käyttäminen sulautumisvastikkeena tehtiin mahdolliseksi 1.1.2009 voimaan tulleella elinkeinoverolain 24.6.1968/360 (EVL) 52a §:n muutoksella (muutossäädös 30.12.2008/1077, HE 176/2008).

⁴⁸ Tytäryhtiösulautumisessa ei makseta sulautumisvastiketta, koska vastaanottava yhtiö omistaa pääsääntöisesti kaikki sulautuvan yhtiön osakkeet. Tytäryhtiösulautuminen on perusteiltaan sama kuin absorptiosulautuminen, mutta menettely sen toteuttamiseen on kevennetty. Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 241–242.

järjestelyn purkamisesta osakevaihdon kautta on päättänyt puolestaan yhtiön hallitus⁴⁹. Tällöin yhtiökokousvaatimuksen soveltuminen voisi tarkoittaa hallitusten tekemien päätösten pätemättömyyttä, mikäli asianmukaisia valtuutuksia ei ole olemassa.

Osakevaihdon ja sulautumisen lisäksi on järjestely mahdollista purkaa OYL 20 luvun mukaisen selvitysmenettelyn kautta. Holding-yhtiön purkamista edeltää pörssiyhtiön osakkeiden myynti joko suoraan markkinoille tai pörssiyhtiölle itselleen. Osakkeiden myynnin jälkeen holding-yhtiö puretaan selvitysmenettelyssä ja järjestelyyn osallisena olleet johdon jäsenet saavat jako-osansa holding-yhtiön nettovarallisuudesta. Jos osakkeet myydään pörssiyhtiölle itselleen, sovellettavaksi tulevat OYL 15 luvun mukaiset omien osakkeiden suunnattua hankkimista koskevat säännökset. Suunnatussa hankkimisessa on tärkeää kiinnittää huomiota maksettavan vastikkeen ja osakkeen käyvän hinnan suhteeseen. Säännöksen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta ja yhtiön etua. Tämän vuoksi yli käypään hintaan suoritettu omien osakkeiden hankkiminen edellyttää erityisiä perusteita.⁵⁰ Jo sinällään johdolle edullisen järjestelyn purkamista ei liene tällaiseksi lain tarkoittamaksi erityiseksi perusteeksi voida luokitella, vaan osakkeiden hankkimisen tulisi tapahtua käyvän hinnan mukaisesti.

Järjestelyn purkamisvaiheeseen liittyvään osakkeiden myyntiin soveltuvat lähtökohtaisesti samat sisäpiirintietoon liittyvät kaupan rajoitukset kuin järjestelyn perustamisvaiheeseenkin. Jos järjestelyn purkamiseen liittyvästä osakekaupasta on kuitenkin sovittu jo ennakkolisesti ennen kuin kaupan osapuoli sai sisäpiirintiedon haltuunsa, eivät AML:n säännökset estä kaupan syntymistä⁵¹. Toisaalta voi olla, että järjestelyn purkamismuodosta ei kannata sopia ennakolta liian yksityiskohtaisesti, sillä purkamisvaiheen osakekauppa voitaisiin aiemmin mainitusti tulkita peitellyksi omien osakkeiden hankkimiseksi. Muutenkin pörssiyhtiön intressissä on säilyttää tietty liikkumavara purkamismuodon suhteen, jotta sillä olisi mahdollisuus vastata erilaisiin menettelyvaatimuksiin, joita yllättäen muuttuva toimintaympäristö voi sille asettaa.

⁴⁹ Ks. esimerkiksi Konecranesin pörssitiedote 14.12.2010, ”Konecranes Oyj hankkii konsernin johdolta KCR Management Oy:n koko osakekannan osakevaihdoilla”.

⁵⁰ HE 109/2005, s. 138.

⁵¹ AML 5:2.5 §:n mukaan: ”Mitä tässä pykälässä säädetään, ei rajoita henkilön oikeutta käydä kauppaa arvopapereilla, jos arvopaperin hankinta tai luovutus perustuu sopimukseen, joka on tehty ennen kuin henkilö sai kyseistä arvopaperia koskevaa sisäpiirintietoa.” Näin ollen järjestelyn purkamiseen liittyvä osakekauppa on lähtökohtaisesti mahdollinen, jos siitä sopimisen hetkellä osapuolilla ei ole ollut hallussaan kauppaa estävää sisäpiirintietoa.

Purkamismuodolla ja sen ajoituksella on olennaista merkitystä myös verotuksellisesti. Sulautuminen voidaan toteuttaa veroneutraalisti noudattamalla EVL 52a-52f §:ien sulautumista koskevia säännöksiä. EVL 52b.1 §:n mukaan osakeyhtiöiden sulautuessa syntynyt voitto ei ole veronalaista tuloa eikä tappio vähennyskelpoista menoa. Lisäksi sulautumisvastikkeena annettavien osakkeiden vastaanottamista ei pidetä holding-yhtiön osakkaan verotuksessa sulautuvan yhtiön osakkeiden luovutuksena. Kuitenkin EVL 52b.4 §:n mukaan sulautumista pidetään osakkeiden luovutuksena niiltä osin kuin sulautumisvastikkeena maksetaan rahaa⁵². Veroneutraali sulautuminen on keino välttää holding-yhtiön varojen kaksinkertainen verotus. EVL 52h §:n mukaan sulautumisen pääasiallinen syy ei kuitenkaan voi olla verotuksellinen, vaan sille on löydettävä liiketoiminnallinen peruste. Jos holding-osakekannustinjärjestelmä puretaan puolestaan selvitysmenettelyn ja sitä edeltävän osakkeiden myynnin kautta, kohdistuu holding-yhtiön varallisuuteen lähtökohtaisesti kaksinkertainen luovutusvoittoverotus⁵³. Selvitysmenettelyä ei ole tähän mennessä käytetty järjestelyjen purkamiseen.

1.3 Optio- ja osakepohjaisten kannustinjärjestelmien väliset eroavaisuudet

Osakeoptioihin perustuvien järjestelmien päämäärät ovat juuri samoja kuin johdon suoran osakeomistuksenkin, sillä kaiken johtoon kohdistuvan osakkeisiin perustuvan kannustamisen lopullisena tavoitteena on osakkeenomistajien ja johdon intressien yhtyminen. Tätä kautta ratkaistaan päämies-agentti-suhteessa ilmeneviä intressiristiriitoja ja pyritään kasvattamaan omistaja-arvoa.⁵⁴ Järjestelmien lopulliset tavoitteet ovat siis samoja. Eroavaisuudet eri järjestelmien välillä ovat sen sijaan rakenteellisia. Kannustinjärjestelmien rakenteella on ratkaisevaa merkitystä niille asetettujen tavoitteiden toteutumisessa. Oleellista on se, millaisia riskejä osakkeenomistajat haluavat johdon ottavan ja miten rakennetaan järjestelmä, joka saa johdon ottamaan oikean määrän haluttuja riskejä. Johdon holding-yhtiön käyttöön perustuvan järjestelmän ratkaisevana rakenteellisena erona muihin käytössä oleviin järjestelmiin verrattuna on johdon omistaman yhtiön käyttö osakkeiden omistuksen välineenä sekä vipuvaikutukseen pyrkivä osakkeiden hankinnan rahoittamismuoto.

⁵² Lisäksi tulee huomata, että sulautumisvastikkeesta voi olla rahaa vain 10 % maksettavan vastikkeen kokonaisarvosta.

⁵³ Ensiksi osakkeiden myynnistä saadun voiton osalta ja toiseksi selvitysmenettelystä saadun jako-osuuden osalta.

⁵⁴ Päämies-agenttisuhteen ongelmista ja kannustinjärjestelmien yhteydestä niiden ratkaisemiseen: ks. tutkielman pääluke I.

Optiopohjaisen kannustinjärjestelmän piirissä olevat henkilöt eivät välttämättä käytä saamiaan optio-oikeuksia osakkeiden merkitsemiseen, vaan myyvät ne suoraan pörssissä⁵⁵. Tällöin avainhenkilöt eivät tosiasiaa missään vaiheessa tule yhtiön osakkeenomistajiksi, vaan ainoastaan optio-oikeuksien haltijoiksi. Johdon holding-yhtiön kautta rakennetussa järjestelyssä johto kantaa suuremman riskin kuin optiopohjaisessa järjestelmässä, sillä se sijoittaa omaa pääomaansa osakkeiden hankkimiseen. Näin ollen johto kantaa saman markkinaehtoisen riskin osakkeiden arvonlaskusta kuin tavallinenkin sijoittaja. Optiot puolestaan antavat niiden haltijalle suuremman valinnanvapauden osakkeiden merkitsemisen suhteen. Jos yhtiön osakkeen arvo ei kehity kannustinjärjestelmän voimassaoloaikana toivotulla tavalla, ei optioita tarvitse käyttää osakkeiden merkitsemiseen. Optioiden käyttömahdollisuudet ovat tietysti yksittäistapauksellisia ja riippuvaisia niiden ehdoista, mutta voitaneen kuitenkin sanoa, että niiden sisältämä riski on pienempi kuin järjestelyyn sisältyvän osakeomistuksen⁵⁶. Se mikä vaikutus riskin suuruudella on johdon käyttäytymiseen ja näin ollen kannustamisen onnistumiseen, on kuitenkin oma erillinen kysymyksensä, jota tässä tutkielmassa ei ole mahdollista syvällisemmin käsitellä.

Miksi osakkeenomistajat tai yhtiön hallitus sitten valitsevat tällaisen järjestelyn optiopohjaisen sijaan? Nähdäkseni valinta tapahtuu johdon pääomasijoitukseen liittyvän markkinaehtoisen riskin ja toisaalta rahoitusrakenteen vipuvaikutuksen muodostaman korkean tuotto-odotuksen vuoksi. Nämä elementit vahvistavat johdon sitoutumista osakkeenomistajien intresseihin ja pyrkimystä omistaja-arvon kasvattamiseen. Sekä negatiivinen että positiivinen kannustinvaikutus voimistuvat. Riski ja tuotto-odotus kasvavat yhdessä. Lisäksi optioihin liittyvä markkinasidonnainen merkinnän ja myynnin ajoittaminen ei ole yhtä voimakkaasti läsnä kyseessä olevassa järjestelyssä, koska osakeomistus on suora ja järjestely puretaan ennalta sovituin ehdoin. Näin voidaan välttyä johdon ”ajoituspeliltä” ja saada aikaan läpinäkyvämpää palkitsemista.⁵⁷ Lisäksi järjestelystä yhtiön johdolle koituvat verohyödyt ovat merkittäviä listaamattomasta yhtiöstä saatavan pääomatulon verokohtelun vuoksi. Edellä mainittujen hyötyjen vuoksi

⁵⁵ Ks. Ikäheimo – Löyttyniemi – Tainio 2003, s. 167. Kirjoittajien mukaan pörssi-yhtiön johto harvoin merkitsee itse työsuhdeoptioilla merkittävät osakkeet.

⁵⁶ Mainitun tyyppinen riskin jakaantuminen pitää paikkansa silloin, kun optiot on annettu yhtiön johdolle maksutta. Optioille on määritettävissä taloudellinen arvo ja jos johto on maksanut optioistaan, voi niihin sisältyä osakeomistusta vastaava riski.

⁵⁷ Ks. Haapaniemi 2006, s. 49–50. Kirjoittaja mainitsee yhtenä optiojärjestelmiin liittyvänä ongelmana optioiden merkitsemisen ajoitukseen liittyvän pelaamisen. Johtajien on joissain tilanteista mahdollista nostaa yhtiön osakkeen arvoa jokseenkin keinotekoisesti ja luopua tämän jälkeen optio-oikeuksistaan. Ks. myös tutkielman pääluku I.

on hyvinkin mahdollista, että holding-osakekannustinjärjestelmän käyttö tulee entisestään lisääntymään suomalaisten pörssiyritysten joukossa tulevaisuudessa.

2 Toteutettujen järjestelyiden yksityiskohtia

Taulukosta 1 voidaan nähdä, että Suomessa holding-osakekannustinjärjestelmän on ottanut käyttöönsä jo yli kymmenen pörssiyritystä⁵⁸. Perustettujen järjestelyiden ehdot ovat hyvin pitkälle yhteneviä. Eroja järjestelyiden välillä on lähinnä osakkeiden hankkimiseen käytetyn pääoman määrässä ja pörssiyrityksen järjestämien rahoituksen osuudessa kokonaisrahoitukseen nähden. Kaikki pörssiyritykset ovat järjestelyissään käyttäneet rahoitusrakennetta, jossa vieraan pääoman suhde kokonaisrahoitukseen on ollut n. 80 %. Suurimmat poikkeamat tässä suhteessa ovat tehneet Okmetic Oyj 66 %:n ja Raisio Oyj 90 %:n vieraan pääoman osuudella. Merkittävin kokonaisrahoituksen määrä on Metsäliitto Osuuskunnalla ja vähäisin Honkarakenne Oyj:llä.

Järjestelyyn ovat tähän mennessä ehtineet purkaa Konecranes Oyj ja Cramo Oyj. Molemmissa tapauksissa purkaminen tapahtui ennenaikaisesti osakkeen kurssin ylitettyä järjestelyn ehdoissa määritellyn tason muuten kuin tilapäisesti. Edelleen molemmissa tapauksissa purkaminen toteutettiin osakevaihdolla, joissa pörssiyritysten johdon jäsenet saivat uusia osakkeita niille suunnatuissa osakeannissa. Osakeanteja vastaan pörssiyritykset saivat omistukseensa holding-yhtiöiden koko osakekannat. Myöhemmin molempien pörssiyritysten tarkoituksena on sulauttaa holding-yhtiöt tytäryhtiönsulautumisella itseensä. Konecranes Oyj:n järjestely ehti olla voimassa n. 19 kuukautta ja Cramo Oyj:n n. 20 kuukautta.

⁵⁸ Järjestelyyn käyttöönotosta ovat tiedottaneet Affecto Oyj, Ahlström Oyj, Cramo Oyj, Honkarakenne Oyj, Konecranes Oyj, Metsäliitto Osuuskunta, Okmetic Oyj, Outotec Oyj, Raisio Oyj, Talvivaara Oyj, Tectia Oyj ja Teleste Oyj.

TAULUKKO 1 – Holding-osakekannustinjärjestelmä suomalaisissa pörssiyrityksissä⁵⁹

Yhtiö	Järjestelystä tiedotettu	Vieraan pääoman osuus	Osakkeiden hankkimistapa	Lähtökohtainen voimassaolo
Affecto Oyj	23.6.2010	80 % (kokonaisrahoitus 2.000.000 €)	Osittain markkinoilta ja johdon jäseniltä sekä yhtiöltä itseltään (yhtiön hallussa olleita omia osakkeita)	Osavuositarkastuksen Q3/2013 julkaisemiseen saakka
Ahlström Oyj	17.8.2010	80 % (kokonaisrahoitus 4.400.000 €)	Ei tiedotettu	Tammi-syyskuun 2013 osavuositarkastuksen julkaisemiseen saakka
Cramo Oyj	8.6.2009	80 % (kokonaisrahoitus 2.500.000 €)	Markkinoilta	Purettu osakevaihdolla, jossa annettiin uusia osakkeita (15.2.2011)
Honkarakenne Oyj	31.5.2010	80 % (kokonaisrahoitus 1.000.000 €)	Osittain markkinoilta tai johdon jäseniltä sekä yhtiöltä itseltään (sekä uusia että yhtiön hallussa olleita omia osakkeita)	Kesään 2014 saakka
Konecranes Oyj	7.5.2009	n. 85 % (kokonaisrahoitus 8.400.000 €)	Markkinoilta	Purettu osakevaihdolla, jossa annettiin uusia osakkeita (14.12.2010)
Metsäliitto Osuuskunta (Holding-yhtiön omistus kohdistuu M-Real Oyj:n B-osakkeisiin)	10.8.2010	80 % (kokonaisrahoitus 19.250.000 €)	Markkinoilta tai johdon jäseniltä	Vuodenvaihteeseen 2013–2014 saakka
Okmetic Oyj	11.2.2010	66 % (kokonaisrahoitus 1.200.000 €)	Yhtiöltä itseltään (uusia osakkeita)	Alkuvuoteen 2013 saakka
Outotec Oyj	21.5.2010	80 % (kokonaisrahoitus n. 6.250.000 €)	Markkinoilta	Kesäkuuhun 2013 saakka
Raisio Oyj	23.6.2010	90 % (kokonaisrahoitus 11.610.000 €)	Osittain markkinoilta tai johdon jäseniltä sekä yhtiöltä itseltään (yhtiön hallussa olleita vaihto-osakkeita)	Vuodenvaihteeseen 2013–2014 saakka
Talvivaara Oyj	14.12.2010	80 % (kokonaisrahoitus 7.500.000 €)	Ei tiedotettu	Tilinpäätöksen 2013 julkistamiseen saakka
Tectia Oyj	21.10.2009	75 % (kokonaisrahoitus 1.200.000 €)	Osittain markkinoilta sekä yhtiöltä itseltään (uusia osakkeita)	Syksyyn 2013 saakka
Teleste Oyj	3.3.2010	80 % (kokonaisrahoitus 1.450.000 €)	Yhtiöltä itseltään (uusia osakkeita)	Kesään 2013 saakka
Kaikkien yllämainittujen pörssiyritysten toimitusjohtajat ovat mukana järjestelyissä.				
Kaikissa järjestelyissä annettu rahoitusapu oli muodoltaan rahalaina.				
Järjestelyn perustamispäätös on kaikkien yhtiöiden osalta tehty hallituksen toimesta.				

Lähes kaikilla järjestelyn käyttöön ottaneilla pörssiyrityksillä on kannustinjärjestelmän ehtoihin sisällytetty osakkeen arvoon liitännäinen purkamisehto⁶⁰. Valtaosalla se

⁵⁹ Taulukon tiedot perustuvat seuraaviin pörssitiedotteisiin: Affecto Oyj, 12.8.2010 ja 23.6.2010; Ahlström Oyj, 17.8.2010; Cramo Oyj, 8.6.2009 ja 15.2.2011; Honkarakenne Oyj, 31.5.2010, 23.6.2010 ja 7.6.2011; Konecranes Oyj, 7.5.2009 ja 14.12.2010; Metsäliitto Osuuskunta, 10.8.2010; Okmetic Oyj, 25.1.2010; Outotec Oyj, 21.5.2010; Raisio Oyj, 23.6.2010; Talvivaara Oyj, 14.12.2010; Tectia Oyj, 21.10.2009; Teleste Oyj, 3.3.2010 ja 24.3.2010. Lisäksi taulukko perustuu seuraaviin palkka- ja palkkioselvityksiin: Ahlström Oyj 2011, Cramo Oyj 2011, Honkarakenne Oyj 2010, Konecranes Oyj 2009 ja 2010, Metsäliitto Osuuskunta 2010, Raisio Oyj 2010, Talvivaara Oyj 2010 ja Teleste Oyj 2011.

⁶⁰ Ks. alaviitteen 59 pörssitiedotteet.

tarkoittaa osakkeen arvon nousemista tietyn ennalta sovitun tason yläpuolelle muuten kuin tilapäisesti.⁶¹ Ainoastaan Honkarakenne Oyj ja Okmetic Oyj eivät ole tiedottaneet tällaisen ehdon olemassaolosta. Tästä ei kuitenkaan voida päätellä, että purkamisehto ei olisi tosiasiaassa olemassa. Kaikki yhtiöt olivat myös sisällyttäneet järjestelmän ehtoihin mahdollisuuden jatkaa järjestelmän voimassaoloaikaa, mikäli osakkeen arvo järjestelmän voimassaoloajan päättyessä on alhaisempi kuin niiden alkuperäinen hankintahinta. Tämä kyseinen mahdollisuus laskee johdon riskiä menettää sijoittamansa pääoma huonossa markkinatilanteessa tapahtuvan osakkeiden myynnin kautta. Mahdollisuus voimassaoloajan jatkamiseen lisää näin ollen järjestelmän joustavuutta.

Lähes kaikkien järjestelyiden on suunniteltu lakkaavan vuoden 2013 kuluessa. On siis mahdollista, että kyseisen vuoden aikana näemme useita toteutettujen järjestelyiden purkamisia. Toisaalta vallitsevan epävakaa markkinatilanteen vuoksi voi olla, että voimassaolevien järjestelyiden toiminta-aikoja tullaan jatkamaan alhaisten osakekurssien vuoksi. Lienee paikallaan pohtia, onko kyseessä oleva järjestelmä sillä tavoin tehokas, että se kannustaa johtoa myös laskevien kurssien aikana⁶².

3 Omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto järjestelyn keskeisenä ongelmana

Tässä alaluvussa tuodaan esille holding-osakekannustinjärjestelmän keskeisin oikeudellinen ongelma, omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto, joka on samalla tämän tutkielman ydinongelma. Tarkoitus on perustella ongelman keskeinen luonne sekä tuoda esille sen liittymäkohtia suhteessa holding-osakekannustinjärjestelmään. Alaluvun lopuksi käsitellään näkökulmia, joiden kautta ongelmaa pyritään seuraavissa pääluvuissa ratkaisemaan.

⁶¹ Talvivaara Oyj on tiedottanut omasta purkamisehdostaan yksityiskohtaisemmin kuin muut. Purkamisehto tulee sovellettavaksi, kun ”osakkeen pörssikurssi etukäteen määritettyinä peräkkäisinä kaupankäyntipäivinä ylittää järjestelmään hankittujen osakkeiden keskihinnan kerrottuna kahdella”.

⁶² Toimivan järjestelmän on katsottu olevan sellainen, joka palkitsee myös laskusuhdanteen aikana. Esimerkiksi yhtiöiden jotka meneillään olevan heikon markkinatilanteen aikana pystyvät selviämään keskimääräistä paremmin, voisi olla kannattavaa rakentaa sellainen järjestelmä, joka palkitsisi johtoa myös tässä tilanteessa. Ks. Villa 2003, s. 78.

3.1 Ongelman keskeisyys

Holding-osakekannustinjärjestelmän ominaispiirteiksi voidaan määritellä holding-yhtiön kautta tapahtuva osakkeiden omistus ja osakkeiden hankkimiseen käytettävä rahoitusvipu. Rahoitusrakenne on järjestelyn kannalta olennainen. Suurella vieraan pääoman määrällä luodaan osakkeiden arvonnousuun liittyvä tavallista voimakkaampi tuotto-odotus, jonka kannustinvaikutus yhdistää johdon ja omistajien intressejä. Ilman tätä rahoitusta järjestelmä vastaisi johdon omalla pääomalla toteutettua osakeomistusta, jonka tuottopotentiaali ei olisi yhtä suuri. Tällöin myös kannustinvaikutus jää pienemmäksi ja tietyissä tilanteissa jopa negatiiviseksi. Tällainen tilanne voi konkretisoitua silloin, kun osakkeiden hankinta perustuu pelkästään johdon omaan pääomaan. Näin ollen johdolle suuntautuva riski ja tuotto-odotus pienenevät ja syntyy vaara siitä, että johdon toiminta ei vastaa osakkeenomistajien odotuksia.⁶³

Rahoituksen onnistuminen yllä kuvatun kannustinvaikutuksen saavuttamiseksi on järjestelyn kulmakivi. Kysymyksen on nimenomaisesti kannustinjärjestelmästä, jolla pyritään mahdollisimman tehokkaaseen kannustinvaikutukseen. Tätä taustaa vasten kaikki rahoituksen järjestämiseen liittyvät ongelmat ovat järjestelyn kannalta ratkaisevia. Kuten aikaisemmin on tuotu esiin, liittyy järjestelyyn kokonaisuudessaan useita muitakin ongelmia, joiden ratkaiseminen on edellytyksenä järjestelyn tehokkaalle toiminnalle. Mielestäni muiden ongelmien ratkaisemiseen löytyy kuitenkin enemmän keinoja muun muassa järjestelyn ehtojen joustavuuden tai tiettyjen ajoitustoimenpiteiden kautta. Seuraavaksi käsiteltävä ongelma on kuitenkin luonteeltaan varsin ehdoton, eikä sen ratkaisemiseen voida päätyä pelkästään ajoittamalla järjestelyn eri vaiheita tai sopimalla joustavista ehdoista. Kysymys on itse asiassa siitä, voidaanko kyseisen kaltaista järjestelyä toteuttaa ylipäänsä. Muut ongelmat liittyvät enemmän siihen, kuinka järjestely toteutetaan tehokkaasti. Tästä näkökulmasta OYL 13:10 §:n mukainen rahoituskielto on keskeinen.

⁶³ Tosiasiassa monen johtajan henkinen ja maallinen pääoma on sidottu siihen yhtiöön jossa hän työskentelee. Tällöin johtajalla on tarve suojella omaa asemaansa, mikä voi kuvastua liiallisena riskin kaihtamisena. Jotta riskinotto saataisiin osakkeenomistajien haluamalle tasolle, tulisi johtajien riskejä pyrkiä hajauttamaan. Tämä voi tapahtua esimerkiksi annettavien optioiden tai kyseessä olevan osakesidonnaisen järjestelmän kautta. Ks. Haapaniemi 2006, s. 53.

3.2 Ongelman ratkaisemisen lähtökohdat

Omien osakkeiden hankinnan rahoituksen kiellosta säädetään OYL:n 13 luvun 10 §:ssä.

Sen 1. momentin mukaan:

”Yhtiö ei saa antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita.”.

Järjestelyssä yhtiö lainaa rahaa tai järjestää vakuuden pankkilainaa varten, jotta johdon holding-yhtiö voisi ostaa yhtiön osakkeita. Ensimmäisen momentin soveltuminen yhtiön järjestämään rahoitukseen on riippuvainen momentin tarkoittamasta ”ulkopuolisen” käsitteestä. Jos johdon holding-yhtiötä pidetään momentin tarkoittamassa mielessä ulkopuolisena, on kieltoa lähtökohtaisesti sovellettava yhtiön järjestämään rahoitukseen.⁶⁴

OYL 13:10.2 § sisältää poikkeuksen ensimmäisen momentin pääsääntöön. Pykälän 2. momentin mukaan:

”Mitä 1 momentissa säädetään, ei sovelleta sellaisiin jakokelpoisten varojen rajoissa toteutettaviin toimiin, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön tai sen 8 luvun 6 §:n 2 momentissa tarkoitettuun lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöille.”.

Rahoituskieltoon säädetyn poikkeuksen soveltuminen yhtiön järjestämään rahoitukseen on puolestaan riippuvainen momentin tarkoittamasta ”työntekijän” käsitteestä. Jos johdon holding-yhtiölle hankittujen osakkeiden voidaan katsoa olevan hankittu pykälän toisen momentin tarkoittamassa mielessä yhtiön työntekijöille, tulisi poikkeuksen lähtökohtaisesti soveltua ja näin ollen OYL 13:10.1 § jäädä soveltamatta. Lisäksi toisen momentin poikkeukseen sisältyvä maininta ”jakokelpoisten varojen rajoissa” tehtävistä toimista voi aiheuttaa ongelmia järjestelyn toiminnalle tulevaisuudessa. Ei ole yksioikoisen selvää mitä varoja poikkeuksen määritelmä käsittää tai kuinka pitkälle

⁶⁴ ”Ulkopuolisen” käsitteen sisällöstä ja sen vaikutuksesta rahoitusapuseränsä soveltamiseen holding - osakekannustinjärjestelmään ovat olleet erimielisiä muun muassa professori Jukka Mähönen ja OTT, AA Janne Juusela. Mähösen mukaan järjestely on rahoitusapuseränsä vastainen, koska johdon omistama holding-yhtiö on lain tarkoittamassa mielessä ulkopuolinen. Juuselan mukaan asia on päinvastoin, koska yhtiö on täysin johdon omistama, eikä se harjoita minkäänlaista liiketoimintaa. Tähän liittyen ks. Helsingin Sanomien artikkeli ”Uudet osakekannustimet ovat laittomia”, 14.1.2011 sekä Kauppalehden artikkeli ”Vero-oikeuden ekspertti pitää holding-kannusteita laillisina”, 8.2.2011.

tulevaisuuteen jakokelpoisten varojen määrää ja kehitystä on pystyttävä ennustamaan ja valvomaan.⁶⁵

Edellä mainitut tulkinnanvaraisuudet ovat lain sanamuotoon liittyviä ja niiden selvittämisessä tarvitaan johtoa lain esitöistä. Ongelman ratkaisemiseksi tulisi selvittää, minkälainen sisältö säännöksen tulkinnanvaraisille käsitteille on annettava. Tukea ongelman ratkaisuun voidaan löytää säädetyn lain tarkoituksen kautta. Tämä tapahtuu arvioimalla järjestelyä osakeyhtiölain mukaisen rahoitusapusäännöksen taustaa ja tavoitteita vasten. Myös osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen tulkintavaikutus tulee ottaa huomioon käsitteiden sisällön määrittämisessä.⁶⁶

Rahoitusapusäännöksen ja järjestelyn välisessä soveltuvuussuhteessa on kolme vaihtoehtoista lopputulosta riippuen säännöksen tulkinnasta.

1. Johdon holding-yhtiötä pidetään ensimmäisen momentin tarkoittamassa mielessä ulkopuolisena ja toisen momentin poikkeus ei sovellu. Tällöin järjestelyn vaatima rahoitus olisi osakeyhtiölain rahoitusapusäännöksen vastaista.
2. Johdon holding-yhtiötä pidetään ensimmäisen momentin tarkoittamassa mielessä ulkopuolisena, mutta toisen momentin poikkeus soveltuu. Tällöin järjestelyn vaatima rahoitus ei olisi osakeyhtiölain rahoitusapusäännöksen vastaista.
3. Johdon holding-yhtiötä ei pidetä ensimmäisen momentin tarkoittamassa mielessä ulkopuolisena (toisin sanoen rahoitustapahtumassa ei olisi kysymys säännöksen mukaisesta rahoitusavun antamisesta). Tällöin järjestelyn vaatima rahoitus ei myöskään olisi osakeyhtiölain rahoitusapusäännöksen vastaista.

Seuraavassa pääluvussa käsitellään osakeyhtiölain rahoitusapusäännöstä. Tarkoitus on selvittää edellä mainittujen tulkinnanvaraisten käsitteiden sisältöä ja löytää lain esitöitä

⁶⁵ Jakokelpoisten varojen määritelmään liittyen: ks. pääluvun III alaluku 1.2. Osakeyhtiölain 29.9.1978/734 (VOYL) 12:8.3 §:n mukaan: ”Jos yhtiön 2 §:ssä tarkoitetut voitonjakokelpoiset varat ovat vähentyneet siten, että yhtiö ei saisi 7 §:n mukaan antaa rahalainaa tai vakuutta, yhtiön on perittävä rahalainoja tai vakuuksia takaisin siltä osin kuin niiden yhteenlaskettu määrä ylittää yhtiön voitonjakokelpoisten varojen määrän.”. Kyseinen säännös on OYL:n säätämisen yhteydessä kumottu, mutta sillä voi olla painoarvoa yhtiön johdon OYL 1:8 §:n mukaisten velvollisuuksien tulkinnassa. Kysymys on johdolta vaadittavan huolellisuuden tasosta ja sisällöstä.

⁶⁶ Helsingin Sanomissa 10.2.2011 julkaistussa artikkelissa ”Rahoitusapu holding-yhtiöille on laillista”, professori Seppo Villa nostaa rahoitusapusäännöksen tulkinnan lähtökohdiksi säännöksen sanamuodon ja tarkoituksen sekä osakeyhtiölain yleiset periaatteet.

ja EU-säädösateriaalia tutkimalla säännöksen taustalla olevat tavoitteet ja tarkoitus. Lisäksi tutkitaan Iso-Britanniassa käytössä olevaa rahoitusapusäätelyä ja sen eroavaisuuksia OYL:n vastaaviin säännöksiin. OYL:n yleisten periaatteiden vaikutusta rahoitusapusäätelyn tulkinnaa käsitellään pääluvussa IV.

III LUKU – OMIEN OSAKKEIDEN HANKINNAN RAHOITUSKIELLON TAUSTA JA TAVOITTEET

1 Säännös, sanamuoto ja käsitteiden sisältö

Omien osakkeiden hankinnan rahoituksen kieltävä säännös otettiin käyttöön Suomessa 1.4.1981 voimaan tulleella VOYL 12:7 §:n muutoksella⁶⁷. Kiellon oli kuitenkin katsottu sisältyvän osakeyhtiöoikeuteen jo ennen uudistusta, vaikka tästä ei ollutkaan olemassa nimenomaista säännöstä⁶⁸. Sekä VOYL:n että tällä hetkellä voimassa olevan OYL:n rahoitusapusääntely perustuu EU:n pääomadirektiivin⁶⁹ 23 artiklaan. Direktiivin soveltamisala kattaa vain julkiset osakeyhtiöt, mutta Suomessa kiello on ulotettu koskemaan myös yksityisiä osakeyhtiöitä. Tässä aluvussa käsitellään Suomessa voimassa olevan rahoitusapusäännöksen sisältöä, sekä sen tulkintavaihtoehtoja.

1.1 Rahoituskiellon pääsääntö

OYL:n 13 luvun 10.1 §:n mukaan:

”Yhtiö ei saa antaa rahalainaa, varoja tai vakuutta käytettäväksi siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita.”.

Kielto soveltuu sekä jo liikkeeseen laskettujen osakkeiden, että yhtiön antamien uusien osakkeiden hankinnan rahoitukseen ja koskee pääsääntöisesti tulevaisuudessa tehtäviä osakehankintoja. Ennen varsinaisen rahoittamisen ajankohtaa tehdyt osakehankinnat ovat lähtökohtaisesti säännöksen soveltamisalan ulkopuolella. Näin ollen niin sanotut MBO-transaktiot⁷⁰ ovat yleensä mahdollisia rahoituskiellosta huolimatta. Näissä

⁶⁷ Ruotsissa kiello tuli voimaan 1973. Ks. Bargum 2009, s. 3.

⁶⁸ HE 11/1981, s. 6.

⁶⁹ Toinen neuvoston direktiivi 77/91/ETY, annettu 13 päivänä joulukuuta 1976, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa.

⁷⁰ Management buyout -transaktio (MBO) on yksi leveraged buyout -transaktion (LBO) alalajeista. LBO-transaktion tyypillisimmät tunnusmerkit ovat korkea velan määrä suhteessa oman pääoman määrään, voimakas yhtiön johdon sitouttaminen ja kohdeyhtiön osakkeiden siirtyminen pois julkisesta kaupankäynnistä. Tarkoituksena on voimakasta velkavipua käyttäen hankkia yhtiö yksityisten sijoittajien omistukseen, jossa yhtiön toimintaa tehostetaan ja kehitetään. Myöhemmin yhtiö voidaan listata uudelleen pörssiin ja myydä siellä markkinoille. MBO-transaktion erityispiirteenä on se, että transaktiota

järjestelyissä eri sidosryhmien intressit turvataan yleensä osakeyhtiölain sulautumissääntelyn kautta eikä rahoituskiellon soveltamatta jättäminen vaarana tällöin sidosryhmien etuja. Arvioitaessa rahoituskiellon soveltuvuutta eri järjestelyihin, tulee merkitystä kuitenkin antaa nimenomaisesti transaktioiden todelliselle luonteelle, eikä pelkästään niille annetulle muodolle.⁷¹ Lisäksi rahoituskielto kattaa myös sellaiset tilanteet, joissa osakehankinnan tosiasiallisesti rahoittavan osapuolen on olosuhteet huomioon ottaen katsottava olevan tietoinen siitä, että sen varoja tullaan käyttämään yhtiön osakkeiden hankintaan⁷². Voidaan siis sanoa, että yhtiön oikeus tehdä tietyn sisältöinen suoritus määräytyy sen tosiasiallisen tarkoituksen mukaan, mikä yhtiöllä oli suoritusta tehdessä⁷³. Yhtiön kannalta tämä tarkoittaa perustellun vilpittömän mielen vaatimusta rahoitusapusäännöksen vastaisesti toimimisen vastuuvapausperusteena.

Rahoituskielto ulottuu vain yhtiön ja sen emoyhtiön osakkeiden hankinnan rahoitukseen. Näin ollen esimerkiksi tytär- tai sisaryhtiön osakkeiden hankinnan rahoittaminen ei ole rahoitusapusäännöksen vastaista. Tässä tapauksessa rahoittamisen lainmukaisuus arvioidaan yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden kautta.⁷⁴ Tämä tarkoittaa sitä, että tytär- tai sisaryhtiöiden osakkeiden hankinnan rahoittamisen tulee olla liiketoiminnallisesti perusteltua rahoitusta antavan yhtiön kannalta. Mahdollisuus tämän tyyppiseen rahoittamiseen merkitsee muutosta VOYL:n säännöksiin verrattuna⁷⁵.

Rahoituskielto koskee kaikkea varojen antoa, jolla tähdätään kiellon tarkoittamaan osakkeiden hankkimiseen⁷⁶. Kielto ulotettiin koskemaan kaikenlaista varojen antoa 1.9.1997 voimaan tulleella VOYL:n muutoksella⁷⁷. Jos osakkeen merkintään perustuvat varat ovat kuitenkin peräisin yhtiön velvoitteesta (esimerkiksi palkka tai osinko), niin tässä tapauksessa osakkeiden hankkiminen ei ole säännöksen tarkoittamassa mielessä kiellettyä⁷⁸. Esimerkiksi yhtiön jakaman osingon tai maksaman palkan käyttäminen osakkeiden merkitsemiseen ei ole rahoituskiellon vastaista. Tässä tapauksessa varojen

eteenpäin vievä taho on yhtiön toimiva johto. Ks. Allan – Brealey – Myers 2008, s. 916–921 sekä Berk – DeMarzo 2007, s. 895.

⁷¹ HE 109/2005, s. 130.

⁷² Siikarla 2006, s. 247.

⁷³ Mäntysaari 2002, s. 387.

⁷⁴ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 451.

⁷⁵ Siikarla 2006, s. 247.

⁷⁶ Ks. KKO 1999:86. Tapauksessa hallituksen jäsen tuomittiin maksamaan vahingonkorvausta rahoituskiellon vastaisesti toimimisen vuoksi. Osakkeiden hankinnan rahoitusmuotona oli käytetty yhtiöllä olevan saatavan kuittausta.

⁷⁷ Säädöskokoelma 145/1997.

⁷⁸ Ks. Villa 2001a, s. 129. Tulee kuitenkin huomata, että yhtiön velvoitteesta puhuminen on osittain harhaanjohtavaa. Myös lainasopimukseen perustuva varojen anto pohjautuu yhtiön sopimusvelvoitteeseen eikä välttämättä vähennä voitonjakokelpoisten varojen määrää. Yhtiön velvoitteen sijaan olisikin ehkä mielekkäämpää puhua yhtiön suorittaman varojen annon tasevaikutuksesta.

suorittaminen vähentää yhtiön voitonjakokelpoisia varoja ja näin ollen oman pääoman ehtoisia varoja muuttuu vapaasta sidotuksi. Tällöin yhtiön tase kertoo yhtiön taloudellisen aseman oikealla tavalla, eikä sidosryhmille aiheudu menettelystä vahinkoa. Rahoituskiellon piirissä olevien varojen määritelmän laajentamisen tarkoituksena oli selkeyttää vallitsevaa oikeustilaa siten, että kaikki menettelyt, joissa varojen antaminen ei vaikuta yhtiön vapaata omaa pääomaa vähentävästi tulevat rahoituskiellon piiriin.⁷⁹

Rahoituskiellon mukaan yhtiö ei saa antaa varoja ulkopuoliselle taholle, jotta tämä voisi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita. Ulkopuolisen käsite on jossain määrin epäselvä, mutta sillä tarkoitettaneen kaikkia muita tahoja kuin yhtiötä itseään⁸⁰. Käsite kattaa myös yhtiön tytäryhteisöt.⁸¹ Osuuskuntalain 28.12.2001/1488 (OSKL) 8:7 §:ssä säädetään OYL:n kanssa samansuuntaisesta rahoituskiellosta. Pykälän 1. momentin mukaan:

”Osuuskunta ei saa antaa rahalainaa tai muita osuuskunnan varoja käytettäväksi sitä varten, että varojen saaja tai hänen 6 luvun 4 §:ssä tarkoitettuun lähipiiriinsä kuuluva maksaisi varoilla osuuskunnan tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvan toisen yhteisön osuudesta, lisäosuudesta tai sijoitusosuudesta maksettavaa määrää taikka osakkeiden merkintähintaa. Sama koskee muun samaan konserniin kuuluvan yhteisön osuuden tai yhtiöosuuden maksun rahoittamista.”

OYL:n rahoitusapusäännöksen ulkopuolista vastaavana käsitteenä OSKL:ssa käytetään ”varojen saajaa tai hänen lähipiiriinsä kuuluvaa”. OSKL:n esitöissä ei kyseistä määritelmää ole tarkemmin käsitelty. Toisaalta tarvetta tähän ei liene edes ollut, koska määritelmä on kohtuullisen selkeä⁸². Samalla tavoin kuin osakeyhtiössä, myös osuuskunnassa rahoituskiellon ulkopuolelle jäävää rahoitusta arvioidaan lain yleisten periaatteiden näkökulmasta. Näin ollen mahdollisesta rahoituskieltosäännöksen soveltumattomuudesta huolimatta rahoitus voi olla yleisten periaatteiden vastaista.⁸³

Rahoitusapusäännöksen piirissä olevat käytännön tilanteet ovat usein sekä vaikeasti hahmoteltavissa että erotettavissa toisistaan. Esimerkiksi rahoituskieltoon liittyvässä vakuudenannossa toisistaan voidaan erottaa kaksi varsin samankaltaista tilannetta, jotka

⁷⁹ HE 89/1996, s. 132.

⁸⁰ Kyläkallio ym. 2008, s. 1144. Näin myös Iso-Britanniassa saman määritelmän osalta: ks. Davies 2008, s. 344 alav. 237.

⁸¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 92.

⁸² Säännöksen sanamuodon eroavaisuus OYL:n ”ulkopuolisen” määritelmän kanssa voi liittyä tilanteisiin, joissa annettu rahoitusapu on vakuuden muodossa. Tällöinhän yhtiöltä varoja saava osapuoli on rahoituksen järjestävä ulkopuolinen taho eikä osakkeet varsinaisesti hankkiva taho. Tällaisessa tilanteessa OSKL:n sanamuoto voi aiheuttaa ongelmia.

⁸³ Ks. Mähönen – Villa 2006b, s. 121.

saattavat johtaa eri lopputulokseen rahoituskiellon osalta: yhtiö voi antaa vakuuden (i) ostajan osakehankinnan rahoittamiseksi ottamaan velkaan tai (ii) ostajan osakehankinnan rahoittamiseksi ottaman velan takaisin maksamiseksi ottamaan velkaan. Jälkimmäisen tilanteen mukainen vakuus ei ole suoranaisesti rahoituskiellon piirissä. Näin voi olla esimerkiksi silloin, kun ostaja on ennen osakkeiden hankkimista saanut ulkopuoliselta rahoittajalta ilman kohdeyhtiön antamaa vakuutta velan, jolla osakehankinta toteutetaan. Osakkeiden merkitsemisen jälkeen voi olla mahdollista, että ostaja saa kohdeyhtiön järjestämän rahalainan, jolla ennen osakehankintaa otettu velka maksetaan pois.⁸⁴

Tilanteiden erottelussa painoarvoa tulee kuitenkin antaa niiden tosiasialliselle sisällölle. On mahdollista, että ennen osakehankintaa otettu ulkopuolinen velka on todella lyhytaikainen, eikä sille ole asetettu lainkaan omaa vakuutta. Tällöin tulee kiinnittää huomiota ostajaosapuolen itsenäisyyteen suhteessa myyjään, ostajan velanhoitokykyyn ja velkarahoituksen antajan luottoriskin tosiasialliseen olemassaoloon.⁸⁵ Esimerkiksi LBO-transaktioissa⁸⁶ ostajan on tarpeen vaatiessa voitava näyttää, että sillä on ollut kohdeyhtiöstä riippumattomat rahoitusresurssit⁸⁷. Toisin sanoen ostajaosapuolen itsenäisen rahoitusrakenteen tosiasiallisuus määrittää rahoituskiellon soveltumisen ehtoja.

Tulkintavaikeuksia voi aiheuttaa myös tilanne, jossa osakekaupan yhteydessä uudelleenrahoitetaan kohdeyhtiön velat. Uudelleenrahoittamiseen liittyvän kohdeyhtiön toimesta tapahtuvan vakuudenannon tulisi rahoitusapusäännöksen puolesta olla sinänsä sallittua silloin, kun kysymys on kohdeyhtiön vanhoista veloista.⁸⁸ Epäselviä tilanteita voi kuitenkin syntyä silloin, kun ostaja osakekaupan jälkeen käyttää kohdeyhtiön varoja osakehankintaa varten ottamansa velan lyhentämiseen tai vakuuttamiseen⁸⁹. Lain esitöiden mukaan säännös ei koske aiemmin tehtyjä osakehankintoja, mutta tämä on pääsääntö, josta voidaan poiketa toteutettujen toimien kokonaisarvostelun kautta⁹⁰.

⁸⁴ Immonen – Nuolima 2007, s. 207.

⁸⁵ Ibid, s. 208.

⁸⁶ Ks. alav. 70.

⁸⁷ Lauriala 2009, s. 956.

⁸⁸ Ks. Bargum 2009, s. 15.

⁸⁹ Ks. Viita – Westerlund 2010, s. 420.

⁹⁰ HE 109/2005, s. 130. Ks. myös HHO 16.12.1992 S 91/435, jossa Helsingin hovioikeus katsoi ajallisesti osakehankinnan jälkeen tapahtuneen rahoituksen rahoitusapusäännöksen vastaiseksi.

Käytännössä on monesti varsin ongelmallista osoittaa mihin tarkoituksiin osakekaupan jälkeen esimerkiksi konsernitilille siirrettyjä varoja aiotaan käyttää⁹¹.

1.2 Rahoituskiellon poikkeus

Osakeyhtiölain 13 luvun 10.2 §:ssä säädetään 1. momentin pääsääntöön tehtävästä poikkeuksesta. Poikkeus kuuluu seuraavasti:

”Mitä 1 momentissa säädetään, ei sovelleta sellaisiin jakokelpoisten varojen rajoissa toteutettaviin toimiin, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön tai sen 8 luvun 6 §:n 2 momentissa tarkoitettuun lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöille.”.

Säännöksessä viitatus OYL 8:6.2 §:n lähipiirimääritelmän mukaan:

”Yhtiön ja toisen henkilön katsotaan kuuluvan toistensa lähipiiriin, jos toinen pystyy käyttämään toiseen nähden määräysvaltaa tai pystyy käyttämään huomattavaa vaikutusvaltaa sen taloutta ja liiketoimintaa koskevassa päätöksenteossa.”.

Lähipiirimääritelmä on varsin laaja ja se käsittää ainakin sekä varsinaiset konserniyhtiöt että konserninomaiset suhteet muihin yhtiöitä lähellä oleviin sekä ulkomaisiin yhtiöihin⁹². Näin ollen esimerkiksi tytäryhtiöiden työntekijöiden osakehankintojen rahoittaminen on poikkeuksessa tarkoitettua lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöiden hankintojen rahoittamista ja siten rahoitusapusäännöksen mukaista⁹³.

Poikkeuksen tarkoittama rahoittaminen on tehtävä jakokelpoisten varojen rajoissa. Ei ole täysin selvää, mitä kyseisellä ilmauksella tarkoitetaan⁹⁴. Mielestäni säännöksestä on kuitenkin varsin yksiselitteisesti luettavissa, että rahoittamiseen käytettävä rahamäärä tai annettavan vakuuden arvo voi olla enintään jakokelpoisten varojen yhteenlasketun määrän suuruinen (”tehdään jotain jonkun asian rajoissa”). Ongelma voikin muodostua arvioitaessa sitä, mitkä kaikki varat kuuluvat poikkeuksen tarkoittamien ”jakokelpoisten varojen” piiriin. OYL:n esitöissä ei ole tarkkaa määritelmää jakokelpoisten varojen käsitteestä. Tulkintalinjoja asian suhteen näyttäisi lähtökohtaisesti olevan kaksi. On katsottu, että jakokelpoiset varat määräytyisivät yhtiön viimeksi vahvistetun

⁹¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 93–94. Ks. myös KKO 1999:86. Tapauksessa oikeus katsoi kauppahinnan maksujärjestelyn merkinneen tosiasiallisesti sitä, että ostaja oli saanut osakkeiden hankkimiseen käyttämänsä varat kohdeyhtiöltä.

⁹² Mähönen – Villa 2006a, s. 379.

⁹³ Kyläkallio ym. 2008, s. 1145.

⁹⁴ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 95.

tilinpäätöksen osoittaman vapaan oman pääoman mukaan⁹⁵. Toisaalta jakokelpoisten varojen on katsottu sisältävän myös sidotun oman pääoman eriä. Muun muassa OYL 8:1.1 §:n mukaisesta sidotusta pääomasta osakepääoma, OYL 1:3.1 §:ssä säädetyin vähimmäisosakepääomarajoituksin sekä osakeyhtiölain voimaanpanosta annetun lain 21.7.2006/625 (OYLvpL) 13 §:n mukaan ylikurssi- ja vararahasto ovat itse asiassa jakokelpoisia varoja, joita voidaan jakaa tai alentaa OYL:n 14 luvun mukaista velkojiensuojamenettelyä noudattaen.⁹⁶ Eri varallisuuseriä on siis katsottu jakokelpoisten varojen sisällä erottavan niiden jakamiselle asetetut menettelyehdot. Se tulkitaanko jakokelpoisten varojen määritelmää edellä kuvatuilla tavoilla joko suppeasti tai laajentavasti itse rahoitusapusäännöksen kontekstissa, ei nähdäkseni ole holding-osakekannustinjärjestelmän kannalta kovin olennaista. Kysymystä käsitellään lisää jäljempänä tutkielman pääluvussa V.

Rahoitusapusäännöksen 2. momentin poikkeus tarkoittaa sitä, että yhtiö voi lainata varoja työntekijöilleen siinä tarkoituksessa, että nämä voisivat hankkia yhtiön osakkeita⁹⁷. Työntekijän määritelmä on tässä yhteydessä erityisen ongelmallinen yhtiön toimitusjohtajan suhteen. Perinteisesti on katsottu, että toimitusjohtaja tai hänen sijaisensa eivät ole työsuhteessa yhtiöön⁹⁸. Tämä on myös korkeimman oikeuden vakiintuneen oikeuskäytännön mukainen tulkinta. Tulee kuitenkin huomata, että edellä mainittu käytäntö on muodostunut pitkälti ennakkoratkaisujen kautta, joissa on ollut kysymys toimitusjohtajan asemasta työoikeudellisessa kontekstissa.⁹⁹ Täten voitaneen kysyä, onko vastaavan tulkinnan suora soveltaminen yhtiöoikeudellisessa kontekstissa perusteltua.

Rahoitusapusäännöksen 2. momentin poikkeus koskee myös henkilöstörahasolain 15.11.2010/934 (HRL) 44 §:ssä tarkoitettuja henkilöstörahasolalle¹⁰⁰ annettuja luottoja, joilla on tarkoitus hankkia yhtiön osakkeita¹⁰¹. Poikkeussäännös siis koskee, mutta ei

⁹⁵ Ks. Kyläkallio ym. 2008, s. 1145 sekä Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 95.

⁹⁶ Immonen – Ossa – Villa 2011, s. 8. Tulkinta on mielestäni jokseenkin semanttinen.

⁹⁷ OM 2003:4, s. 186.

⁹⁸ Ks. Kyläkallio ym. 2008, s. 669.

⁹⁹ Ks. KKO 1997:36, KKO 1998:136 ja KKO 2002:73. Tapauksista kaksi liittyy johtajasopimuksen irtisanomiseen ja yksi toimitusjohtajan irtisanomiseen vanhempainvapaan aikana.

¹⁰⁰ Henkilöstörahasolaston varat kerääntyvät yrityksen voittopalkkiojärjestelmän kautta. Maksettavat voittopalkkioerät määräytyvät yrityksen tuloslaskelman tai muiden tehokkuutta osoittavien laskelmien perusteella. Rekisteröity rahasto on itsenäinen oikeushenkilö, joka on yrityksen henkilöstön hallitsema ja omistama. Sillä on omat, päätösvaltaa, tilintarkastusta ja hallintoa hoitavat toimielimet. Ks. Kairinen ym. 2006, s. 1124–1126.

¹⁰¹ HE 109/2005, s. 130. Hallituksen esityksessä viitataan henkilöstörahasolain 15.9.1989/814 (VHRL) 23:ssä tarkoitettuihin luottoihin. 1.1.2011 voimaan tullut uusi henkilöstörahasolaki kumosi VHRL:n ja aikaisemmin 23 §:ssä säädetyistä luotoista säädetään uuden lain 44 §:ssä.

kuitenkaan rajoitu transaktioihin, joilla rahoitetaan henkilöstörahaston suorittamia osakemerkintöjä¹⁰². Henkilöstörahaston säännöissä voidaan määrätä, että myös toimitusjohtaja, joka ei ole työsuhteessa yhtiöön, voi olla henkilöstörahaston jäsen¹⁰³. Tätä on pidetty perusteltuna sen vuoksi, että koko henkilöstö aivan yrityksen ylintä johtoa myöten voisi olla henkilöstörahaston piirissä¹⁰⁴. Tällä on nähdäkseni haluttu mahdollistaa sellaisten henkilöstölle suuntautuvien palkitsemisjärjestelmien luominen, jotka kattavat kaikki yhtiön palveluksessa olevat ja näin ollen sitouttavat ja kannustavat koko yhtiön henkilöstöä toimimaan yhtiön intressien mukaisesti.

Osakeyhtiö saa siis antaa lainaa henkilöstörahastolle sen omien osakkeiden hankkimista varten ja toimitusjohtaja voidaan sisällyttää tällaiseen järjestelyyn¹⁰⁵. Tästä näkökulmasta voisi olla myös perusteltua laskea yhtiön toimitusjohtaja kuuluvaksi OYL 13:10.2 §:n mukaisen poikkeuksen soveltamisalaan kuuluvaksi. Lienee perusteltua esittää kysymys siitä, että jos toimitusjohtajan osakehankintoja voidaan rahoittaa erillisen rahaston kautta, niin miksei sama olisi mahdollista erillisen yhtiön kautta. Näin eritoten kyseessä olevassa tapauksessa, jossa rahoittamisessa on kysymys nimenomaisesti kannustinjärjestelmän perustamisesta. Tällöin holding-kannustinjärjestelmään sisältyvä rahoitus rinnastuisi oikeudellisesti henkilöstörahastolle annettavaan rahoitukseen.¹⁰⁶

2 Säännöksen tausta ja tavoitteet

Omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon taustat ovat 13.12.1976 annetussa EU:n pääomadirektiivissä. Kuten edellä jo mainittiin, Suomessa pääomadirektiivin rahoitusapusääntely saatettiin osaksi kansallista lainsäädäntöä 1.4.1981 voimaan tulleella VOYL 12:7 §:n muutoksella. 6.9.2006 annetulla EU:n toisella

¹⁰² Rissanen ym. 2006, s. 363.

¹⁰³ HRL 16.1 §.

¹⁰⁴ HE 44/2010, s. 31.

¹⁰⁵ Ibid, s. 42.

¹⁰⁶ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010, s. 95. Kirjoittajien mukaan toimitusjohtaja voitaisiin katsoa työntekijäksi säännöstä sovellettaessa, koska sille ei ole olemassa mitään yhtiöoikeuden perusteista johtuvaa estettä. Vrt. Immonen 2008, s. 37. Immosen mukaan säännöstä pitää tulkita suppeasti ja näin ollen toimitusjohtajaa ei tulisi lukea työntekijäksi säännöstä sovellettaessa. Vrt. myös Kyläkallio ym. 2008, s. 1146.

pääomadirektiivillä¹⁰⁷ muutettiin pääomadirektiivin 23.1 artiklan rahoitusapusäätely sallimaan rahoitusavun antaminen tietyin direktiivissä määritellyin ehdoin. Suomessa 1.9.2006 voimaan tullut OYL yksinkertaisti VOYL:n lähipiirilain- ja rahoitusapusäätelyä¹⁰⁸. Toisen pääomadirektiivin tarjoamaa mahdollisuutta rahoitusavun antamiseen direktiivissä määritellyin ehdoin ei Suomi kuitenkaan ole hyödyntänyt. Tässä alaluvussa käsitellään rahoitusapusäännöksen taustoja vaihe vaiheelta, tarkoituksena selvittää tavoitteita joihin säännöksellä pyritään.

2.1 EU:n pääomadirektiivin tavoitteet

Pääomadirektiivin sääntelyn yhteiseksi nimittäjäksi voidaan nimetä osakeyhtiöiden velvollisuus noudattaa pääoman pysyvyyttä koskevia periaatteita ja sääntöjä (ns. ”*legal capital requirement*”). Pääomadirektiivi on velvoittava ainoastaan julkisten osakeyhtiöiden osalta, mutta useat jäsenvaltiot ovat ulottaneet direktiivin rahoitusapusäätelyn koskemaan myös yksityisiä yhtiöitä¹⁰⁹. Direktiivin on sanottu olevan selkeästi velkojakeskeinen, mutta sen yhtiölle tai velkojille tarjoaman todellisen suojan tasoa ei ole pidetty kovin korkeana.¹¹⁰

Pääomadirektiivin mukaan yhtiö ei saa antaa varoja, lainaa eikä vakuutta käytettäväksi sitä varten, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön osakkeita. Direktiivin poikkeussäännöksen mukaan 1. kohdan pääsääntöä ei sovelleta sellaisiin toimiin, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön tai sitä lähellä olevan yhtiön työntekijöille.¹¹¹ Säännöksen kirjoitusasu on pitkälle yhteneväinen OYL:n säännöksen kanssa. Säännöksen tavoitteiden on nähty liittyvän velkojensuojaan, osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen sekä kurssivääristymien ja yrityskauppojen yhteydessä tapahtuvien väärinkäytösten ehkäisemiseen¹¹². Suomessa rahoituskieltoa on

¹⁰⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2006/68/EY, annettu 6. päivänä syyskuuta 2006, neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta.

¹⁰⁸ Osakeyhtiölain uudistuksen yhteydessä VOYL 12:7 §:n lähipiirilainasäätely kumottiin ja vastaavaa säätelyä ei otettu enää osaksi uuta lakia. Tämä johtui voimassa olleen lähipiirilainasäätelyn epäjohdonmukaisuuksista ja useista käytännön ongelmista joita se aiheutti. Tähän liittyen ks. HE 109/2005, s. 26.

¹⁰⁹ Rahoituskielto koskee yksityisiä yhtiöitä muun muassa Belgiassa, Alankomaissa, Italiassa, Ranskassa ja Suomessa. Ks. Andenas 2009, s. 246 ja Bargum 2009, s. 23.

¹¹⁰ Wymeersch 2000, s. 3-4.

¹¹¹ Pääomadirektiivin 23 artiklan kohdat 1 ja 2.

¹¹² Ks. Ferran 2005, s. 93.

argumentoitu lainanannon estämisellä sellaiselle henkilölle, joka hankkisi yhtiöltä saamillaan lainavaroilla määräämisvallan takaavan osakeosuuden samaisen yhtiön vanhoilta osakkeenomistajilta. Tällä tavalla vanhat osakkeenomistajat saisivat yhtiöön sijoittamansa pääoman takaisin, ilman että menettelyssä noudatettaisiin yhtiön varojenjakoa koskevia säännöksiä.¹¹³ Tällaisen menettelyn on katsottu voivan vaarantaa yhtiön velkojien oikeuksia, sillä rahoitusavun antaminen omien osakkeiden hankkimiseksi on nähty yhtä vaarallisena menettelynä kuin lainananto suoraan yhtiön osakkeenomistajille¹¹⁴. Käytännössä edellä kuvatulla menettelyllä tarkoitetaan tilannetta, jossa osakkeenomistajille palautettaisiin yhtiön sidotun pääoman mukaisia erinä, kuten osakepääomaa tai ylikurssirahastoa, noudattamatta kuitenkaan niiden jakamiselle säädettyjä menettelyehtoja¹¹⁵.

Velkojiensuoja ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on loppujen lopuksi nähty päämäärinä, jotka tukevat osakeyhtiön toiminnan perusrakenteita. Näihin päämääriin on pyritty yhtiön pääoman pysyvyyttä koskevien periaatteiden ja yhdenvertaisuutta suojelevien säännösten kautta.¹¹⁶ Pääomadirektiivin rahoitusapusäännöksen tavoitteista ei kuitenkaan ole yksimielisyyttä eikä selvää kuvaa. Direktiivin säännöstä on perusteltu edellä mainituin tavoin laittoman varojenjaon estämisellä ja yhdenvertaisuusperiaatteella, mutta säännöksen tavoitteita kohtaan on kaikesta huolimatta esitetty paljon kritiikkiä.¹¹⁷ Pääomadirektiivin rahoituskiellon on katsottu vaikeuttavan esimerkiksi MBO-transaktioiden toteuttamista¹¹⁸. Kuten aiemmin on mainittu, Suomessa rahoituskielto ei lähtökohtaisesti estä tämän tyyppisiä transaktioita, sillä yleensä velkojiensuoja toteutuu niiden yhteydessä sulautumissääntelyyn sisältyvän velkojiensuojamenettelyn kautta. Sitä vastoin esimerkiksi Alankomaissa rahoituskielto on aiheuttanut vaikeuksia erityyppisten transaktioiden toteutumiselle. Esimerkiksi LBO-transaktiot on jouduttu usein toteuttamaan liiketoimintakauppana osakekaupan sijaan.¹¹⁹ Lisäksi säännöksen tulkinnanvaraisuuden eri transaktioiden toteuttamiselle aiheuttamat epävarmuustekijät pakottavat kaupan osapuolet suuressa määrin

¹¹³ HE 11/1981, s. 6.

¹¹⁴ Rahoituskiellon yhteydestä VOYL:n omien osakkeiden oston kieltoon, ks. Mäntysaari 2002, s. 384.

¹¹⁵ Ks. Villa 2009, s. 105.

¹¹⁶ Ks. Valmunen 2009, s. 249 ja Villa 2002, s. 128–129.

¹¹⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 88. Kritiikin tarpeellisuudesta, ks. Määttä 2008, s. 10, jonka mukaan säännöksille asetettujen tavoitteiden kritisointi on tärkeää, koska selkeät tavoitteet edistävät keskustelua säännösten tarkoituksenmukaisuudesta.

¹¹⁸ Dorresteijn ym. 2009, s. 58.

¹¹⁹ Andenas – Wooldridge 2009, s. 248.

turvautumaan juridiseen asiantuntemukseen, joka puolestaan aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia¹²⁰.

Vuonna 1996 EU-komissio käynnisti ns. SLIM-hankkeen (*”Simpler Legislation for the Internal Market”*) yhteisön sisämarkkinoilla vallitsevan sääntelyn yksinkertaistamiseksi. Hankkeen kolmas ja neljäs vaihe ulotettiin koskemaan EU:n yhtiöoikeudellista sääntelyä, tarkemmin sanottuna EU:n julkistamisdirektiiviä¹²¹ sekä pääomadirektiiviä.¹²² Kertomuksessaan neuvostolle ja Euroopan parlamentille SLIM -hankkeen neljännen vaiheen tuloksista, komissio asetti sääntelyn uudistamisen tavoitteeksi tarkoituksenmukaisemman vähimmäissuojan tason¹²³. Edelleen Euroopan parlamentille ja neuvostolle antamassaan yhtiöoikeuden uudistamista koskevassa etenemissuunnitelmassa komissio nimesi tärkeimmiksi yhtiöoikeuteen liittyviksi poliittisiksi tavoitteiksi osakkeenomistajien oikeuksien ja kolmansien osapuolten suojan vahvistamisen sekä yritysten tehokkuuden ja kilpailukyvyn parantamisen¹²⁴. Näitä tavoitteita edistääkseen SLIM-työryhmä päätyi esittämään rahoitusapusäännöksen keventämistä sallimaan jakokelpoisten varojen rajoissa tapahtuva, tai vaihtoehtoisesti yhtiön antamien uusien osakkeiden merkitsemiseen tähtäävä rahoitusavun antaminen. Kumpikin vaihtoehto olisi lieventänyt rahoitusapusäännöstä selvästi. SLIM-työryhmän esityksillä haluttiin osiltaan vastata siihen kritiikkiin, jota rahoitusapusäännöstä kohtaan on esitetty.¹²⁵

2.2 EU:n toinen pääomadirektiivi ja sen kritiikki

29.10.2004 EU-komissio esitti ehdotuksensa toiseksi pääomadirektiiviksi. Ehdotettujen uudistusten tavoitteiksi se nimesi yritysten tehokkuuden ja kilpailukyvyn parantamisen, kuitenkin heikentämättä samalla osakkeenomistajien ja velkojien suojaa. Komissio esitti, että julkisten osakeyhtiöiden tulisi voida tarjota rahoitusta ulkopuolisille osakkeidensa hankintaa varten yhtiön jakokelpoisten varojen enimmäismäärään saakka.

¹²⁰ Ferran 2005, s. 94.

¹²¹ Ensimmäinen neuvoston direktiivi 68/151/ETY, annettu 9 päivänä maaliskuuta 1968, niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi.

¹²² Wymeersch 2000, s. 1.

¹²³ KOM 2000:56, s. 5.

¹²⁴ KOM 2003:284, s. 8-9.

¹²⁵ Villa 2009, s. 108–109.

Tällä pyrittiin siihen, että yhtiö voisi reagoida joustavammin osakepääomansa omistusrakenteissa tapahtuviin muutoksiin.¹²⁶

Direktiivin 23. artiklan 1. kohtaa esitettiin muutettavaksi siten, että rahoitusapua voitaisiin antaa artiklassa säädettyjen edellytysten täytyessä. Edellytysten mukaan rahoittaminen olisi mahdollista silloin, kun toimet toteutetaan hallinto- tai johtoelimen aloitteesta ja vastuulla tasapuolisissa markkinaolosuhteissa. Lisäksi ulkopuolisen luottotilanne olisi tutkittava asianmukaisesti ja yhtiön olisi kyettävä säilyttämään maksuvalmiutensa ja vakavaraisuutensa seuraavien viiden vuoden ajan. Maksuvalmius ja vakavaraisuus olisi osoitettava yksityiskohtaisella kassavirta-analyysillä¹²⁷. Hallinto- tai johtoelimen olisi saatava toimille ennakkoon yhtiökokouksen hyväksyntä ja annettava yhtiökokoukselle toimia koskeva kirjallinen selvitys. Ulkopuoliselle myönnetty kokonaisrahoitus ei saisi alentaa nettovarallisuutta 15 artiklan 1 kohdan a alakohdassa tarkoitettua määrää pienemmäksi ja ulkopuolisen tekemä hankinta olisi tehtävä käypään hintaan silloin kun on kysymys 19 artiklan 1 kohdassa tarkoitetuista yhtiön omista osakkeista tai merkityn pääoman korotuksen aikana liikkeeseen lasketuista osakkeista.¹²⁸

Artiklaan esitettiin myös lisättäväksi uusia kohtia. Niiden mukaan osakkeenomistajalla olisi oikeus kiistää yhtiökokouksen artiklan 1. kohdassa tarkoitettulle toimelle antama hyväksyntä saattamalla se hallinto- tai oikeusviranomaisen käsiteltäväksi. Kun tällaisessa toimessa mukana olevan yhtiön hallinto- tai johtoelimen jäseniä on osapuolena kyseisessä toimessa, tulisi jäsenvaltioiden lisäksi varmistaa, että kyseessä oleva toimi ei ole ristiriidassa yhtiön etujen kanssa.¹²⁹

Komission tekemää ehdotusta kritisoitiin, koska rahoitusavun antamiselle asetetut edellytykset nähtiin liian raskaina täyttää. Rahoitusavun rajoittaminen jakokelpoisten varojen määrään nähtiin ilmentävän vanhanaikaista eurooppalaista järjestelmää, jossa sidosryhmien suoja perustuu yhtiöiden sidottuun pääomaan (*”legal capital doctrine”*). Komission ehdotuksen on katsottu merkitsevän sitä, että Eurooppa ei ole vielä poliittisesti valmis luopumaan yhtiöiden sidotun pääoman vaatimuksista. Ehdotetun rahoitusapusäännöksen muutoksen suurimpina ongelmina on kuitenkin nähty vaatimus

¹²⁶ SEK 2004:1342, kohdat 2.3 ja 4.

¹²⁷ Ks. ETSK 2005, s. 3. Lausunnossaan Euroopan talous- ja sosiaalikomitea kommentoi komission esittämää ehdotusta toteamalla, että ehdotetuissa rahoituskiellosta poikkeamisen edellytyksissä määritellyt viiden vuoden määräaika kassavirta-analyysille vaikuttaa liian pitkältä ja se tulisi lyhentää kahteen vuoteen.

¹²⁸ Ks. SEK 2004:1342, direktiiviehdotuksen 23 artiklan 1. kohta.

¹²⁹ Ks. Ibid, artikkelit 23 a ja 23 b.

osakkeenomistajien suoritettavalle toimelle antamasta hyväksynnästä, oikeus saattaa yhtiökokouksen päätös tuomioistuimen käsiteltäväksi sekä vaatimus viiden vuoden mittaisen tuloarvion laatimisesta. Komissio piti tarpeellisena edellä mainittua tapauskohtaista osakkeenomistajilta saatavaa hyväksyntää, mutta tämän vaatimuksen perustelut jäivät varsin vähäisiksi¹³⁰. Oikeutta yhtiökokouksen päätöksen saattamiseen tuomioistuimeen komissio perusteli puolestaan vähemmistöomistajien suojaan liittyvillä seikoilla.¹³¹

Esitetty vaatimus viideksi vuodeksi laadittavasta kassavirta-analyysistä on katsottu yhtiöiden kannalta työlääksi toteuttaa ja sen on katsottu voivan aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia, jotka eivät ole suhteessa rahoitusavun antamisella saavutettaviin hyötyihin. Yleensä yhtiöiden tekemät tuloarviot ajoittuvat lyhyemmälle aikavälille eikä ole kovinkaan realistista ajatella, että yhtiöiden johdossa toimivat henkilöt olisivat valmiita ottamaan henkilökohtaisen vastuun viiden vuoden päähän ulottuvan kassavirta-analyysin oikeellisuudesta. Tämä seikka korostuu entisestään nykyisessä taloustilanteessa, jossa yhtiöiden on todella vaikea ennustaa tulevaisuuden näkymiään. Johdon tekemät arviot tulee tietysti suhteuttaa siihen tietoon, joka päätöksentekohetkellä on saatavissa, mutta edellä mainitun analyysin laatiminen rahoitusapuserästä poikkeamisen vuoksi lienee kuitenkin epätodennäköistä. Mainittujen epäkohtien vuoksi rahoituskiellon poikkeusedellytysten täyttäminen on aikaa vievää ja kustannustehotonta, sisältää riskejä transaktioiden toteutumiselle sekä vaikeuttaa johdon vastuuaseman arviointia. Siksi onkin katsottu, että mikään yhtiö tuskin haluaa toteuttaa ehdotettujen poikkeusedellytysten mukaisia menettelyitä. Huolimatta sen käytännön merkityksen vähyydestä, voidaan komission tekemällä rahoituskiellon muutosehdotuksella nähdä olevan poliittista merkitystä liberaalimman eurooppalaisen rahoitusapuseräntelyn kannalta tulevaisuudessa.¹³²

Toinen pääomadirektiivi hyväksyttiin osittain esityksen mukaisesti. Suurimmat rahoitusapuseräntöön tehdyt muutokset olivat yhtiön maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden osoittamiseksi tarkoitetun kassavirta-analyysivaatimuksen sekä osakkeenomistajien yhtiökokouksen päätökseen kohdistuvan kiistämisoikeuden poistaminen. Lisäksi sääntöön lisättiin kohta, jonka mukaan yhtiön on sisällytettävä taseensa vastattavaa -puolelle kokonaisrahoituksen määrää vastaava varaus, joka ei ole

¹³⁰ Ks. KOM 2004:730 lopullinen, s. 5.

¹³¹ Ferran 2005, s. 95–97.

¹³² Ibid, s. 98–99.

jaettavissa¹³³. Ehdotettu 23 a artikla poistettiin kokonaan ja 23 b artikla siirrettiin sen paikalle.

Toisen pääomadirektiivin rahoitusapusäännöksen muutosten implementointi on jäsenvaltioiden päätettävissä. Jokainen jäsenvaltio voi saattaa säännökseen tehdyt helpotukset voimaan omassa kansallisessa lainsäädännössään niin halutessaan. Toisen pääomadirektiivin voimaantulon jälkeen Suomessa käytiin keskustelu direktiivin kansallisen voimaansaattamisen tarpeellisuudesta. 30.1.2008 julkaisemassaan muistiossa Oikeusministeriö arvioi direktiivin vaikutuksia Suomen lainsäädäntöön. Ministeriön näkemyksen mukaan rahoitusapusäännöksen muutosten täytäntöönpano Suomessa vaatisi hyvin yksityiskohtaisten säännösten ottamista osakeyhtiölakiin. Tällaisen kovin kasuistisen sääntelyn ottaminen osaksi osakeyhtiölakia olisi osittain lain selkeyden ja johdonmukaisuuden vastaista. Osakeyhtiölain tarkoituksena on kuitenkin yleisesti ottaen ollut pyrkiä selkeään ja yleisluontoisempaan sääntelyyn, eikä edellä mainittujen kaltaisten säännösten implementointi edistä tätä päämäärää. Lisäksi direktiivin rahoitusapusäännökseen sisältyvät menettelyt katsottiin jäykiksi ja monimutkaisiksi. Tämän vuoksi ministeriö katsoi sääntelyn käytännön käyttökelpoisuuden olevan heikko yritysten näkökulmasta. Muistiossaan ministeriö päätyi toteamaan, että toisen pääomadirektiivin rahoitusapusäännökseen tekemien muutosten ottaminen osakeyhtiölakiin ei vaikuttanut perustellulta. Toisaalta se myös totesi, että jos tarvetta poikkeussäännöksen sallimaan rahoittamiseen ilmenee, voitaisiin asiaa harkita uudelleen.¹³⁴

Suomi ei ole käyttänyt mahdollisuutta ottaa käyttöön toisen pääomadirektiivin rahoituskiellon poikkeussääntelyä. Osakeyhtiölain sääntelyn on katsottu olevan riittävä tässä suhteessa. Suomen laki on näin ollen rahoitusapusääntelyn osalta tiukempi kuin direktiivi, näin myös siinä suhteessa, että Suomessa OYL:n rahoituskieltoa sovelletaan

¹³³ Toinen pääomadirektiivi 23 artiklan kohta 1.4.

¹³⁴ OM 3/472/2007, s. 13–14. Ministeriön arviomuistio lähetettiin kommentoitavaksi lausuntokierrokselle. Lausunnon antaneista tahoista rahoitusapusäännöksen muutosten implementointia vastustivat muun muassa Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, KPMG Oy Ab ja Osakesäästäjien Keskusliitto Ry. Lausunnoissa rahoittamisen sallivan sääntelyn arvioitiin mutkistavan osakeyhtiölakia ilman oikeuspoliittista perustetta sekä haittaavan lain selkeyttä. Lisäksi omien osakkeiden rahoittamisen salliminen nykyistä laajemmin nähtiin sijoittajansuojaa ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta heikentävänä tekijänä. Myös yritysten valvontamekanismien toiminnan nähtiin voivan vaarantua direktiivin mukaisen rahoittamisen synnyttäessä merkittäviä riippuvuussiteitä yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välille. Rahoituskiellon keventäminen nähtiin myös osittain kannustettavana asiana. Omassa lausunnossaan PricewaterhouseCoopers Oy huomautti, että rahoituskiellon keventäminen olisi kannatettavaa yritysjärjestelyiden joustavuuden kannalta, mutta totesi samalla, että direktiivin tarjoamat keinot eivät ole kovin käyttökelpoisia. Ks. OM 2008:10, s. 13–14. Direktiivin tarjoaman rahoituskiellon kevennyksen implementoinnista ei ole käyty virallista keskustelua tämän jälkeen.

myös yksityisiin osakeyhtiöihin¹³⁵. Rahoitusapusääntelyn keventämistä voidaan tarkastella näin ollen kahdesta eri näkökulmasta, yhtäältä julkisten ja toisaalta yksityisten yhtiöiden kautta. Yksityisten yhtiöiden kohdalla malleja sääntelyn keventämiseen on olemassa useampia. Ensinnäkin Suomen olisi mahdollista ottaa käyttöön Iso-Britanniassa käytettävän mallin mukainen ratkaisu, jossa ainoastaan yleiset yhtiöoikeudelliset periaatteet rajoittavat yksityisten yhtiöiden välistä rahoitusavun antamista. Toiseksi olisi mahdollista lähestyä Ruotsissa käytössä olevaa mallia, jossa rahoituskiellosta poikkeamiselle on laissa säädetyt poikkeusperusteet¹³⁶. Kolmanneksi olisi mahdollista säätää menettelystä, joka sisältäisi molempia edellä mainittuja elementtejä joko tiukemmilla tai lievemmillä poikkeussäännöksillä, kuin mitä toinen pääomadirektiivi sääntelee julkisista osakeyhtiöistä.¹³⁷

Edellä mainitun Iso-Britanniassa käytössä olevan mallin käyttöönottoa yksityisten yhtiöiden osalta Suomessa on kannatettu ainakin siitä syystä, että omien osakkeiden hankinnan rahoitusta rajoittavaa sääntelyä voidaan tällä hetkellä monessa tapauksessa kiertää täysin laillisin keinoin ja kirjoitetut rahoittamista sääntelevät normit vain hidastavat sekä vaikeuttavat transaktioita, jotka toteutettaisiin joka tapauksessa. Näin ollen olisi parempi poistaa sääntely, joka vaikeuttaa transaktioiden syntymistä, mutta ei kuitenkaan estä väärinkäytöksiä tarpeeksi tehokkaasti. Tällöin velkojensuoja voitaisiin toteuttaa yksityiskohtaisen rahoituskieltosääntelyn sijaan esimerkiksi säätämällä toteutettavien menettelyiden rekisteröintivelvollisuudesta. Näin yhtiöt voisivat varmistua siitä, että niiden velkojat ovat tietoisia omien osakkeiden hankinnan rahoitusta sisältävien menettelyiden toteuttamisesta.¹³⁸

Vuonna 2006 toteutetussa Suomen osakeyhtiölakiuudistuksessa poistettiin useita VOYL:ssa olleita sidotun pääoman merkitystä korostavia säännöksiä. Esimerkiksi pakollisesta selvitystilamenettelystä oman pääoman vähentyessä alle säädetyt tason luovuttiin kokonaan. Lisäksi siirryttiin nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään, jossa osakepääoman suora yhteys annettujen osakkeiden määrään katosi. Uudistuksen

¹³⁵ Bargum 2009, s. 4.

¹³⁶ Ruotsissa omien osakkeiden rahoituskiellosta ja sen poikkeuksista on säädetty Aktiebolagslag 2005:551 (ABL) 21:5 – 21:9 §:ssä. ABL 21:6 §:ssä säädettyjen työntekijöiden osakehankintojen rahoittamiseen liittyvän poikkeuksen edellytykset ovat huomattavasti kasuistisemmat kuin mitä OYL 13:10.2 §:ssä säädetään. Pykälässä määriteltyissä edellytyksissä rajoitetaan annettavan rahoitusavun määrää, veloitetaan rahoitusavun takaisinmaksuun viiden vuoden sisällä sen antamisesta sekä säädetään oman pääoman pysyvyysvelvoitteista ja rahoitustoimen kohtuullisuudesta suhteessa yhtiön varoihin. Työntekijöiden rahoittamiseen liittyvän ABL:n poikkeuksen on Ruotsissa nähty palvelevan työntekijöiden kannustamista. Ks. Nerep – Samuelsson 2009, s. 444.

¹³⁷ Bargum 2009, s. 23.

¹³⁸ Ibid, s. 24.

yhteydessä kumotut säännökset tähtäsivät hyvin pitkälti juuri samojen intressien suojaamiseen, kuin mitä rahoitusapusäätelyllä on tavoiteltu. Kumottujen säännösten tavoitteiden toteutuessa nykypäivänä paljolti OYL:n yleisten periaatteiden kautta voitaneen perustellusti pohtia, miksi rahoitusapusäätelyn tavoitteita ei voitaisi toteuttaa samalla tavalla. Annettavan rahoitusavun määrä voitaisiin lisäksi rajoittaa vapaan oman pääoman rajoihin ja rahoitusavun antamista sisältäviin menettelyihin voitaisiin liittää vastaava velkojien suojaaminen, kuin sulautumisessa ja osakepääoman alentamisessa on käytössä.¹³⁹

3 Omien osakkeiden hankinnan rahoituskielto Iso-Britanniassa

Tässä alaluvussa käsitellään rahoitusapusäätelyn taustoja Iso-Britannian oikeudessa. Lisäksi käydään läpi Iso-Britanniassa voimassa olevan rahoitusapusäätelyn yksittäisiä säännöksiä ja verrataan niiden sisältöä EU:n pääomadirektiivien edellytyksiin sekä Suomen vastaaviin säännöksiin. Tarkoituksena on Iso-Britannian mallia tutkimalla selvittää millaisia vaihtoehtoisia malleja rahoitusapusäätelyn järjestämiseksi Suomessa voitaisiin käyttää sekä etsiä erilaisia pääomadirektiivin tulkintavaihtoehtoja. Pääluvun lopuksi määritellään ne rahoitusapusäätelyn tulkintaan vaikuttavat tavoitteet ja päämäärät, jotka ovat relevantteja holding-osakekannustinjärjestelmän perustamiseen liittyen. Iso-Britannian tarkastelun kohteeksi valikoitumisen perusteita on käsitelty tutkielman pääluvussa I.

3.1 Tausta ja synty

Omien osakkeiden rahoituskielto tuli voimaan Iso-Britanniassa vuonna 1928¹⁴⁰. Säännöksen mukaan yhtiön ei ollut laillista antaa suorasti tai epäsuorasti lainaa, vakuutta, takausta tai mitä tahansa taloudellista apua, jotta joku voisi hankkia yhtiön osakkeita tai liittyä tällaiseen osakkeiden hankkimiseen. Säännöksen tausta-ajatus on peräisin Iso-Britannian House of Lordsin vuonna 1887 tapauksessa *Trevor v Whitworth* antamasta ratkaisusta, jossa oli kysymys yhtiön suorittamasta omien osakkeiden

¹³⁹ Ibid, s. 24–25.

¹⁴⁰ Companies Act 1928, 16 § ja lähes välittömästi tehdyn uudistuksen jälkeen Companies Act 1929, 45 §.

hankinnasta¹⁴¹. Tapauksessa selvitystilaan asetetun yhtiön edesmenneen osakkaan edustajat haastoivat yhtiön oikeuteen, koska yhtiön kyseisiltä edustajilta ostamia osakkeita ei ollut kokonaisuudessaan maksettu eivätkä kantajat pitäneet niistä maksettua hintaa sopivana. Yhtiön selvitysmiehet vastustivat kannetta.

Yhtiön perustamissopimuksessa ei ollut sallittu yhtiön suorittamaa omien osakkeiden hankintaa. Yhtiön yhtiöjärjestyksessä oli puolestaan pykälä, jonka mukaan yhtiöllä oli oikeus hankkia omia osakkeitaan keltä tahansa myymään halukkaalta taholta. Lisäksi tällaisen hankinnan hintatason tuli olla hallituksen arvioimalla tavalla järkevä, eikä se saanut ylittää hankkimishetken käypää markkinahintaa. Kantajien mukaan perustamissopimus ei antanut yhtiölle oikeutta hankkia omia osakkeitaan, koska perustamissopimuksen soveltamisalaa ei voitu yhtiöjärjestysmääräyksellä laajentaa. Lisäksi kantajat totesivat, että yhtiöjärjestys- tai perustamissopimusmääräyksistä riippumatta omien osakkeiden hankkiminen johtaa sellaiseen pääoman vähentymiseen, joka ei ole yhtiölainsäädännön mukaista. Näin ollen kaikki toimet, jotka vähentävät yhtiön pääomaa ilman säännöksissä määriteltyä perustetta, olisivat lain vastaisia.¹⁴²

Perusteluissaan House of Lords totesi, että yhtiön velkojien on voitava luottaa siihen, että yhtiöön sijoitettua pääomaa ei käytetä muihin tarkoituksiin kuin niihin, jotka yhtiön perustamissopimuksessa on määritelty. Tämä tarkoittaa sitä, että lähtökohtaisesti kaikki toimet, jotka vähentävät yhtiön pääomaa eivätkä ole osa yhtiön liiketoimintaa ovat velkojiensuojan kannalta ongelmallisia. Tapauksen perustelujen mukaan yhtiön ulkopuoliset tahot ovat tietoisia yhtiön liiketoiminnassa otettavien riskien mahdollisesta negatiivisesta pääomavaikutuksesta, mutta samaan aikaan heidän on lainsäädännön tavoitteiden mukaisesti voitava luottaa siihen, että sijoitettu pääoma säilyy suojassa liiketoiminnan ulkopuolisilta kuluilta ja myös sen palauttamiselta osakkeenomistajille.¹⁴³ Mainittu tavoite kuvastaa pääoman pysyvyyden ja vastavuoroisesti osakkeenomistajan rajoitetun vastuun periaatetta. Rahoitusapusääntelyssä on siis alun alkaen kysymys yhtiön pääoman pysyvyydestä ja sen tarjoamasta velkojiensuojasta.¹⁴⁴

Vaikka tapauksessa ei ollut suoranaisesti kysymys tilanteesta, jossa yhtiö antaa taloudellista apua yhtiön ulkopuoliselle taholle osakkeidensa hankkimista varten, niin

¹⁴¹ Lowry 2011, s. 6.

¹⁴² Ks. *Trevor v Whitworth* [1887] perustelut.

¹⁴³ *Ibid.*

¹⁴⁴ Lowry 2011, s. 4.

velkojan kannalta tilanne on kuitenkin samankaltainen. Yksinkertaistettuna on kysymys tilanteesta, jossa yhtiö käyttää omaa pääomaansa ja pääoman käyttämisestä koituva hyöty suuntautuu osakkeenomistajille. Tästä näkökulmasta syntyi työryhmän tekemä ehdotus rahoitusapusäännöksen ottamiseksi osaksi Iso-Britannian yhtiölainsäädäntöä. Työryhmän ehdotuksessa ei suoranaisesti viitattu edellä käsiteltyyn oikeustapaukseen, mutta siinä käytettiin täsmälleen samoja perusteluita kuin House of Lords oli tuomiossaan käyttänyt. Ehdotuksessaan työryhmä totesi, että rahoitusavun antaminen omien osakkeiden hankkimiseksi on toimi, joka ei ole lain hengen mukainen, sillä laki kieltää yhtiön omien osakkeiden laittoman hankinnan ja käytännössä tätä sääntöä kierretään paljon¹⁴⁵. Työryhmän ehdotus pantiin täytäntöön edellä mainitulla vuoden 1928 uudistuksella.¹⁴⁶

Rahoituskiellon säätämisen jälkeen sen sisältöä muunneltiin kohti nykyistä muotoansa läpi 1900-luvun. Tärkeimmät muutokset ajoittuivat vuoden 1948 uudistukseen, jonka yhteydessä rahoituskielto ulotettiin koskemaan myös tilannetta, jossa yhtiö rahoittaa oman emoyhtiönsä osakkeiden hankintaa¹⁴⁷. Samalla säännökseen lisättiin viittaus osakkeiden merkitsemisestä niiden hankkimisen lisäksi (*”purchase” / ”subscription”*). Tämä tehtiin säännöksen tulkinnanvaraisuuksien poistamiseksi. Vuonna 1962 raporttinsa antanut työryhmä puolestaan totesi, että omien osakkeiden hankinnan rahoittaminen ei välttämättä olekaan omien osakkeiden hankinnan kieltävän pääsäännön vastaista, sillä lainatessaan varoja ulkopuoliselle henkilölle osakkeidensa hankintaa varten, yhtiö vain muuttaa käyttämänsä varallisuuden muotoa ja jos varojensaajalla on todellinen kyky maksaa laina takaisin, säilyy yhtiön pääoma koskemattomana. Jos tällaista kykyä ei kuitenkaan ole ja lainaa annetaan, voi yhtiön johto joutua vastuuseen yhtiölle mahdollisesti aiheutuvasta vahingosta. Työryhmä totesikin, että rahoitusapusääntelyn todelliset tavoitteet eivät ole niinkään pääoman säilyttämisessä, vaan sellaisten velkojille aiheutuvien riskien välttämässä, jotka johtuvat osakkeiden hankkijoiden ylivelkaisuudesta. Päähuomio käännettiin siis väärinkäytösten estämiseen

¹⁴⁵ Greene Committee 1925-1926, s. 14.

¹⁴⁶ Lowry 2011, s. 7.

¹⁴⁷ Companies Act 1948, 54 §.

pääoman säilyttämisen sijasta¹⁴⁸. Raportissaan työryhmä päätyi esittämään rahoitusapusäännöksen säilyttämistä ja vahvistamista.¹⁴⁹

Vuoden 1962 uudistuksen jälkeen rahoitusapusääntelyn tulkinnanvaraisuus ja vaikeaselkoisuus kävi ilmeiseksi sitä koetelleiden oikeustapausten kautta¹⁵⁰. Siitä huolimatta säännös säilytettiin pienin muutoksin ensin vuoden 1981 ja sitten vuoden 1985 uudistusten¹⁵¹ yhteydessä. Näiden uudistusten rahoitusapusääntelyä raamitti vuonna 1976 annettu EU:n pääomadirektiivi. Vaikka pääomadirektiivin soveltamisala rajoittui vain julkisiin yhtiöihin, ulotti vuoden 1985 uudistus rahoitusapusääntelyn koskemaan myös yksityisiä yhtiöitä. Myöhemmin yksityisiin yhtiöihin ulottuva kielto poistettiin vuoden 2006 uudistuksen¹⁵² yhteydessä¹⁵³. Samaisen uudistuksen yhteydessä rahoituskielto ulotettiin koskemaan myös osakehankinnan jälkeen tapahtuvaa rahoittamista.¹⁵⁴

Seuraavaksi käsiteltävät voimassa olevan lainsäädännön rahoitusapusäännökset ovat siis edellä kuvatun historiallisen kehityksen tulosta. Nykypäivänä oman hallitsevan elementtinsä sääntelyn uudistamiselle luovat lisäksi EU-direktiivit, joiden rajojen ulkopuolelle ei ole sääntelyn uudistamismielessä mahdollista mennä. Iso-Britannian rahoitusapusääntelyn on kuitenkin sanottu tosiasiallisesti rikkovan EU-säädöksen osoittamaa kehikkoa. Kysymyksen on todettu olevan nimenomaisesti siitä, että laki sallisi direktiiviä laajemmin julkisten osakeyhtiöiden antaman rahoitusavun.¹⁵⁵

¹⁴⁸ Näkökulman on toivottu luovan pohjaa kevennetylle EU-rahoitusapusääntelylle tulevaisuudessa. Huolimatta omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon ja pääoman pysyvyyden periaatteen välisen yhteyden heikkenemisestä, on lähitulevaisuudessa tapahtuvaa perustavanlaatuista sääntelyn keventämistä pidetty kuitenkin epätodennäköisenä. Ks. Davies 2008, s. 342 ja 357 sekä Lowry 2011, s. 22.

¹⁴⁹ Lowry 2011, s. 9–10 sekä Jenkins Committee 1962, kappaleet 173 ja 176.

¹⁵⁰ Ks. Lowry 2011, s. 10–12 sekä tapaukset Belmont Finance Corporation v Williams Furniture Ltd (No2) [1980] ja Charterhouse Investments Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd [1985]. Ensin mainitussa tapauksessa oli kysymys tilanteesta, jossa yhtiö oli myynyt omaisuuttaan ylihintaan taholle, joka kaupan jälkeen osti myyjäyhtiön osakkeita. Oikeus katsoi, että vaikka omaisuutta ei olisikaan myyty ylihintaan, olisi se silti ollut rahoituskiellon tarkoittamaa kiellettyä rahoittamista. Jälkimmäisessä tapauksessa oikeus totesi rahoitusavun määritelmän sisältävän oletuksen siitä, että rahoittamisen pääasiallinen tarkoitus on nimenomaisesti ostajatahon rahoittaminen osakkeiden hankintaa varten.

¹⁵¹ Uudistuksen rahoitusapusäännökset: Companies Act 1985, 151–154 §.

¹⁵² Uudistuksen rahoitusapusäännökset: Companies Act 2006, 677–683 §.

¹⁵³ Kiellon poistamisesta huolimatta on johdon otettava huomioon yleiset velvollisuutensa yhtiötä kohtaan. Tämän on sanottu korostuvan erityisesti yhtiön maksukykyysarviointissa. Ks. Bourne 2008, s. 108.

¹⁵⁴ Lowry 2011, s. 13–14.

¹⁵⁵ Ks. Davies 2008, s. 349, alav. 259.

3.2 Voimassa oleva sääntely

Säännökset rahoitusavun antamisen kiellosta ja siitä tehtävistä poikkeuksista löytyvät tällä hetkellä useista eri Companies Act 2006:n pykälistä. Erikseen omista pykälistään löytyvät rahoitusavun määritelmä, itse rahoituskiellon pääsääntö, kiellosta poikkeamisen seuraamukset sekä kiellosta tehtävät ehdolliset ja suorat poikkeukset. Sääntely on siis huomattavasti kasuistisempaa ja laajempaa kuin vastaavat säännökset OYL:ssa. Lisäksi se on ainakin lain kirjoitusasun näkökulmasta sallivampaa.

3.2.1 Pääsääntö ja poikkeus

Rahoitusavun on määritelty tarkoittavan taloudellista avustamista¹⁵⁶, joka voi tapahtua joko lahjana, takauksena, vakuuden asettamisena, vastuusta vapauttamisena, rahalainana, lainasopimukseen liittyvien oikeuksien uudistamisena tai luovuttamisena tai minä tahansa muuna taloudellisena apuna, jonka vuoksi rahoitusapua antavan yhtiön nettovarallisuus vähenee merkittävästi tai jonka antamisen hetkellä yhtiöllä ei ole nettovarallisuutta¹⁵⁷. Nettovarallisuudella tarkoitetaan varallisuutta, jonka summa muodostuu kokonaisvarallisuuden ja yhteenlaskettujen vastuiden erotuksesta¹⁵⁸. Laissa annetun määritelmän on katsottu olevan tyhjentävänä. Tästä huolimatta lain määritelmän sisällöstä on ollut läpi sen olemassaolon epäselvyyttä ja asiaa onkin käsitelty useiden oikeustapausten yhteydessä¹⁵⁹. Varsinaisten sanamuotojen ollessa jokseenkin suurpiirteisiä, on rahoitusavun määritelmän avainseikkana pidetty rahoitusavun taloudellista substanssia ja sen merkitystä osakkeiden hankintatapahtumalle¹⁶⁰. On myös todettu, että johtuen säännöksen kieltomaisesta

¹⁵⁶ Ks. Davies 2008, s. 346: pelkkää taloudellisen tiedon jakamista ei ole pidetty laissa tarkoitettuna rahoitusapuna.

¹⁵⁷ OYL:ssa on rahoitusavuksi puolestaan määritelty vakuuden, varojen tai rahalainan antaminen. Vaikka määritelmä on sinällään suppeampi kuin Iso-Britannian säännöksissä, voidaan OYL:n esitöistä kuitenkin havaita, että kiello soveltuu kaikilla tavoilla tapahtuvaan varojen antamiseen. Näin ollen määritelmien tosiasialliset sisällöt lienevät käytännössä hyvin lähellä toisiaan. Ks. HE 89/1996, s. 132.

¹⁵⁸ Companies Act 2006, 677 §.

¹⁵⁹ Ks. alav. 150.

¹⁶⁰ Ks. Chaston v SWP Group plc [2003]. Tapauksessa julkisen osakeyhtiön tytäryhtiö oli maksanut ulkopuolisen tahon julkisesta yhtiöstä teettämiä due diligence -toimeksiannon kuluja. Kulujen maksaminen oli tosiasiaa edistänyt ulkopuolisen suorittamaa emoyhtiön osakkeiden hankintaa ja oli näin ollen ollut laissa tarkoitettua rahoitusavun antamista. Ks. myös Davies 2008, s. 347: kirjoittajan mukaan edellä mainittu tapaus on esimerkki rahoitusapusääntelyn haitallisista vaikutuksista transaktioita estävänä sääntelynä.

luonteesta, ei sen tulisi rajoittaa transaktioita, jotka eivät ole selkeästi sen soveltamisalan piirissä¹⁶¹. Tämän lisäksi oikeustapausten kautta tapahtuvaa määritelmien tarkennusta on pidetty tärkeänä taloudellisen varmuuden ja ennustettavuuden näkökulmasta¹⁶².

Iso-Britanniassa rahoituskiellon pääsäännön mukaan julkinen osakeyhtiö ei saa antaa rahoitusapua ulkopuoliselle taholle osakkeidensa hankkimista varten. Kielto koskee myös yhtiön tytäryhtiöitä. Lisäksi julkisen osakeyhtiön tai tytäryhtiöidensä ei ole laillista antaa rahoitusapua vähentääkseen tai vapauttaakseen vastuita, jotka perustuvat ulkopuolisen tekemään yhtiön osakkeiden hankintaan.¹⁶³ Ulkopuolisen käsitteen (*”person”*) on tulkittu tarkoittavan jotain muuta tahoa kuin yhtiötä itseään. Tulkinta on yhtenevä suomalaisen näkemyksen kanssa.¹⁶⁴

Pääsääntöön tehdyn poikkeuksen mukaan rahoituskielto ei koske tilanteita, jossa rahoitusavun antamisen pääasiallisena tarkoituksena (*”principal purpose”*) ei ole rahoituksen antaminen yhtiön osakkeiden hankkimista tai osakkeiden hankkimiseen perustuvien vastuiden vähentämistä varten, tai kun rahoitusavun antaminen tätä tarkoitusta varten on vain satunnainen oheistoimi yhtiön tavoittelemassa laajemmassa tarkoituksessa (*”incidental part of larger purpose”*). Lisäksi poikkeuksen soveltuminen edellyttää, että rahoitusapu on annettu vilpittömässä mielessä yhtiön edun mukaisesti.¹⁶⁵ Rahoitustoimen pääasiallisen tarkoituksen ja satunnaisen oheistoimen käsitteisiin liittyvien ongelmien on katsottu olevan koko rahoitusapusääntelyn vaikeimpia ja kiistellyimpiä. Jotta rahoituskielto soveltuisi, tulisi rahoitusavun olla annettu edellä mainittuja tarkoituksia varten. Jos rahoitusapua antanut yhtiö pystyy näyttämään, että rahoitusapua ei ole annettu näissä tarkoituksissa, niin kielto ei sovellu¹⁶⁶. Jos seikkaa ei pystytä näyttämään toteen, tulevat edellä mainitut kiistellyt poikkeukset tarkasteltavaksi.¹⁶⁷

Hyvä esimerkki mainittujen poikkeusten vaikeaselkoisuudesta on tapaus *Brady v Brady*, jossa Iso-Britannian Court of Appeal ja House of Lords perustelivat samansuuntaisia ratkaisujaan täysin eri tavoin. Tapauksessa oli kysymys tilanteesta, jossa perheyriyksen

¹⁶¹ Ks. perustelut tapauksessa *Charterhouse Investments Trust Ltd v Tempest Diesels Ltd* [1985].

¹⁶² Lowry 2011, s. 15.

¹⁶³ Companies Act 2006, 678.1 § ja 678.3 §.

¹⁶⁴ Ks. Davies 2008, s. 344, alav. 237 ja Kyläkallio ym. 2008, s. 1144.

¹⁶⁵ Companies Act 2006, 678.2 § ja 678.4 §.

¹⁶⁶ Ks. *Dymont v Boyden* [2005]. Tapauksessa vastaajana ollut yhtiö pystyi näyttämään, että vaikka rahoitusapua annettiin osakehankinnan yhteydessä, ei sitä kuitenkaan annettu, jotta kyseinen hankinta toteutuisi.

¹⁶⁷ Davies, 2008, s. 348.

omistaneet veljekset riitautuivat keskenään ja päättivät jakaa yhtiön keskenään erottamalla sen kaksi pääliiketoiminta-aluetta toisistaan. Konsernin erottelu kahteen osaan vaati kuitenkin monimutkaisia sisäisiä järjestelyitä ja siirtoja. Kun yhteisymmärrystä ei saavutettu, saattoi toinen veljeksistä asian tuomioistuimen käsiteltäväksi. Toinen puolestaan väitti rahoitusapusääntelyn estävän konsernin järjestelemisen suunnitellulla tavalla. Kysymykseksi muodostui rahoitusavun pääasialliseen tarkoitukseen liittyvän poikkeuksen tulkinta. Ratkaisussaan Court of Appeal päätyi siihen tulokseen, että vaikka osakkeiden hankinta ei ollut toteutettavan toimen pääasiallinen tarkoitus, niin poikkeuksessa säädetyt vilpittömän mielen ja yhtiön edun mukaisuuden vaatimukset eivät täytyneet. Ylimpänä muutoksenhakuasteena toiminut House of Lords argumentoi omaa ratkaisuaan puolestaan toteamalla, että vilpittömän mielen ja yhtiön edun mukaisuuden vaatimukset täytyivät, mutta pääasialliseen tarkoitukseen liittyvät vaatimukset puolestaan eivät.¹⁶⁸ Poikkeuksen edellyttämien vaatimusten täyttymisestä päädyttiin siis täysin vastakkaisiin tulkintoihin eri oikeusasteissa.

Mainitussa tapauksessa Court of Appeal oli nähnyt järjestelyn pääasiallisena tarkoituksena paitsi omistajien riitaisuuksista syntyneen tilanteen purkamisen myös koko konsernin uudelleenjärjestelyn. Tämä ei kuitenkaan ollut House of Lordsin näkökulma vaan rahoitusavun antaminen osakkeiden hankkimiseksi nähtiin järjestelyn pääasiallisena tarkoituksena. Tapauksen on sanottu rajaavan pääasialliseen tarkoitukseen liittyvän poikkeuksen varsin marginaalisiin tilanteisiin ja vähentävän sen käytännön merkitystä suuressa määrin. House of Lordsin antaman ratkaisun jälkeen käytiin keskustelua siitä, tulisiko poikkeuksen sanamuoto ”pääasiallinen tarkoitus” korvata käsitteellä ”vallitseva syy” (*predominant reason*). Sanamuotoa ei kuitenkaan muutettu.¹⁶⁹

Edellä mainittu rahoituskiellon pääsääntö ja siihen tehdyt poikkeukset soveltuvat myös tilanteeseen, jossa julkinen osakeyhtiö rahoittaa yksityisen omistajansa osakkeiden hankintaa¹⁷⁰. Tilanne vastaa käytännössä julkisen osakeyhtiön suorittamaa omien osakkeiden hankinnan rahoitusta ja näin ollen on loogisesti ymmärrettävää, että myös yksityisten, julkisia osakeyhtiöitä omistavien holding-yhtiöiden osakkeiden hankinnan rahoitus on rahoituskiellon piirissä. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, kun

¹⁶⁸ Brady v Brady [1989].

¹⁶⁹ Davies 2008, s. 350–351.

¹⁷⁰ Companies Act 2006, 679 §.

julkinen kohdeyhtiö muutetaan rahoitusapusääntelyn välttämisen vuoksi yksityiseksi yhtiöksi ennen kuin osakkeet hankitaan, mutta joka yhtiömuodonmuutoksen jälkeen omistaa edelleen yhden tai useampia julkisia yhtiöitä¹⁷¹. Kohdeyhtiön yhtiömuodon muuttaminen yksityiseksi onkin yleisesti käytetty menetelmä erityisesti LBO-transaktioiden yhteydessä¹⁷².

3.2.2 Ehdottomat ja ehdolliset poikkeukset

Aiempien jo mainittujen pääsääntöjen yhteyteen säädettyjen rahoituskiellon poikkeuksien lisäksi Iso-Britannian lainsäädäntö sisältää myös rahoituskiellon ehdottomia ja ehdollisia poikkeuksia, joista on säädetty pääsäännöistä erillisissä pykälissä. Ehdottomien poikkeusten soveltuessa ei pääsääntöjen mukaista rahoituskieltoa sovelleta kyseessä olevaan toimeen. Tällaisia voivat lain mukaan olla tilanteet, joissa jaetaan osinkoa, selvitystilassa jaettavaa jako-osuutta tai ilmaisosakkeita (*“bonus shares”*). Lisäksi osakepääoman alentaminen, yhtiön suorittama osakkeiden lunastus ja omien osakkeiden hankinta kuuluvat ehdottomien poikkeusten joukkoon. Myös oikeuden vahvistaman velkojainsopimuksen täytäntöönpano ja selvitystilassa suoritettava omaisuuden myynti kuuluvat rahoituskiellon ehdottomien poikkeusten joukkoon.¹⁷³ Ehdottomien poikkeusten soveltuminen tarkoittaa sitä, että vaikka edellä mainituilla tavoilla yhtiöstä ulos siirrettyjä varoja olisi siirretty siinä tarkoituksessa, että varojen saaja merkitsee saamillaan varoilla yhtiön osakkeita, ei rahoituskielto sovellu tilanteeseen. Toisin sanoen ehdottomien poikkeusten mukaisilla tavoilla saatuja varoja on rahoitusapusäännöksen näkökulmasta mahdollista käyttää yhtiön osakkeiden hankintaan.

Suomessa ei edellä mainittuja poikkeuksia lain tasolta löydy, mutta OYL:n esitöissä on sitä vastoin todettu, että varojen antamista käytettäväksi lain tarkoittamassa mielessä ei ole esimerkiksi osingon tai palkan maksaminen, vaikka niitä käytettäisiinkin osakkeiden merkitsemiseen. Koska mainitut toimet vähentävät yhtiön voitonjakokelpoisia varoja ja menettelyn seurauksena omaa pääomaa muuttuu vapaasta sidotuksi, niin velkojien intressien ei ole katsottu olevan vaarassa.¹⁷⁴ Tätä taustaa vasten voitaneen todeta, että

¹⁷¹ Davies 2008, s. 352, alav. 276.

¹⁷² Ibid, s. 345.

¹⁷³ Companies Act, 681 §.

¹⁷⁴ HE 89/1996, s. 132.

vaikka Iso-Britanniassa säädettyjen rahoituskiellon ehdottomia poikkeuksia ei OYL:sta suoranaisesti löydykään, voidaan valtaosa poikkeusten määrittelemistä tilanteista nähdä kuuluvan rahoituskiellon soveltamisalan ulkopuolelle myös Suomessa. Kulloinkin kyseessä olevassa tilanteessa keskeistä on se tapa, jolla varat poistuvat yhtiöstä. Toisin sanoen on kysymys siitä, annetaanko varat puhtaasti velaksi vai perustuuko varojen antaminen sellaisiin yhtiön velvoitteisiin, joiden seurauksena omaa pääomaa muuttuu vapaasta sidotuksi.

Rahoituskiellon ehdollisten poikkeusten mukaan pääsääntöjen mukaista rahoituskieltoa ei sovelleta laissa määriteltyihin toimiin, jos (i) rahoitusapua antava yhtiö on yksityinen yhtiö tai (ii) rahoitusapua antava yhtiö on julkinen yhtiö ja yhtiön nettovarallisuus ei vähene rahoitusavun antamisen johdosta, tai rahoitusapuun käytetään yhtiön voitonjakokelpoisia varoja¹⁷⁵. Tällaisia laissa mainittuja toimia ovat sellaiset toimet, joissa rahoitusavun antaminen on osa yhtiön tavanomaista liiketoimintaa tai joissa rahoitusavun antaminen on tehty vilpittömässä mielessä yhtiön edun mukaisesti ja sen tarkoituksena on ollut osakekannustinjärjestelmän perustaminen yhtiön työntekijöille. Lisäksi ehdollisten poikkeusten alaisiin toimiin kuuluvat rahoitusavun antaminen laissa määriteltyjen muiden osapuolten välisen yhtiön osakkeilla käytävän kaupan mahdollistamiseksi tai helpottamiseksi sekä lainananto muille kuin yhtiön johtoon kuuluville siinä tarkoituksessa, että lainansaajista tulee yhtiön osakkeiden edunsaavia omistajia (*“beneficial ownership”*)¹⁷⁶. Edellä mainittuja osapuolia voivat olla yhtiön tai muun saman konserniyhtiön työntekijät sekä heidän puolisonsa, rekisteröity kumppaninsa, leskensä tai alaikäiset lapsensa.¹⁷⁷

Edellä mainitut ehdolliset poikkeukset ovat osittain hyvin epämääräisiä. Esimerkiksi julkisen yhtiön olisi poikkeusten mukaan mahdollista antaa rahoitusapua jakokelpoisten varojensa rajoissa osakkeidensa hankkimista varten, mikäli kyseessä oleva toimi olisi osa yhtiön tavanomaista liiketoimintaa. Tämän ei kuitenkaan pitäisi olla pääomadirektiivin näkökulmasta mahdollista, koska liiketoiminnallista syytä ei mainita sen 23 artiklassa rahoitusavun oikeuttavana perusteena. Pääomadirektiivin säännös tekee suoran poikkeuksen rahoituskieltoon vain tilanteissa, jotka liittyvät pankkien ja

¹⁷⁵ Ks. Companies Act, 682.1 §, jonka mukaan rahoitusavun kontekstissa voitonjakokelpoisilla varoilla tarkoitetaan sellaisia voittovaroja, joista lain mukaan saataisiin jakaa rahoitusavun määrää vastaava määrä.

¹⁷⁶ Määritelmä viittaa trust-järjestelmälle tyypilliseen edunsaajan määritelmään, jossa edunsaajalla on trustissa olevaan omaisuuteen asiallinen omistusoikeus ja omaisuutta hallinnoivalla trusteeella puolestaan laillinen omistusoikeus. Edunsaajalla on oikeus nauttia trustissa olevasta omaisuudesta ja sen tuotosta. Ks. Mikkola 2003, s. 27–29.

¹⁷⁷ Companies Act 2006, 682 §.

rahoituslaitosten tavanomaisiin toimiin tai joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön tai sen lähipiiriin kuuluvan yhtiön työntekijöille. Laajempi poikkeaminen rahoituskiellon pääsäännöstä edellyttäisi toisen pääomadirektiivin implementointia. Tätä Iso-Britanniassa ei kuitenkaan ole tehty, koska toisen pääomadirektiivin tarjoamaa rahoituskiellon kevennystä ei nähty tarkoituksenmukaisena¹⁷⁸. Direktiivin pankkeihin ja rahoituslaitosten tavanomaiseen toimintaan liittyvää poikkeusta on ilmeisesti tulkittu Iso-Britanniassa laajentavasti, koska tavanomaiseen liiketoiminnalliseen syyhyn perustuva ehdollinen poikkeus koskee kaikkia yhtiöitä.

Verrattaessa Iso-Britannian poikkeuksia OYL:in voidaan todeta, että OYL:n poikkeus rahoituskieltoon koskee ainoastaan toimia, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön työntekijöille. Näin ollen säännös vastaa suurelta osin edellä mainittua Iso-Britanniassa voimassa olevaa osakekannustinjärjestelmän perustamiseen liittyvää poikkeusta. Tämän säännöksen osalta sääntely on siis Suomen ja Iso-Britannian välillä pitkälti yhtenevää. Muiden ehdollisten poikkeusten yhteys OYL:n säännöksiin on väljempi. Työntekijöiden tai heidän läheistensä välisten osakekauppojen rahoittaminen voitaisiin pääomadirektiiviä laajentavasti tulkiten nähdä kuuluvan direktiivissä säädetyn suoran poikkeuksen soveltamisalaan ja näin ollen sisältyvän tulkinnallisesti myös OYL:n poikkeussäännökseen.

4 Kokoavia näkökohtia

On selvää, että omien osakkeiden hankinnan kieltoon pohjautuva rahoituskielto on säädetty alun perin suojaamaan yhtiön velkojien intressejä. Velkojille aiheutuvat riskit ovat eri luontoisia riippuen siitä tahosta, jolta osakkeet hankitaan. Jos osakkeet hankitaan suoraan niiden hankinnan rahoittaneelta yhtiöltä (suunnattu osakeanti, jossa annetaan uusia osakkeita tai yhtiön omistamia omia osakkeita), liittyy tarve velkojien suojelemiseen käytännössä yhtiössä olevan sidotun pääoman luonteeseen velkojien saatavia turvaavana varallisuuseränä. Jos suunnatussa annissa annettujen osakkeiden merkintämaksu kirjataan osakepääoman korotukseksi, niin yhtiöllä ei käytännössä ole hallussaan sitä määrää sidottua pääomaa, jonka sen tase osoittaa. Tämä johtuu siitä, että merkintämaksun vastakirjaus on taseen vastaava puolella oleva saaminen. Tällöin voi

¹⁷⁸ DTI, Consultative Document 2007, kappale 6.23.

syntyä hypoteettinen riski siitä, että velkoja perustaa antamansa rahoituksen taustalla olevan taloudellisen harkinnan yhtiön taseen osoittamiin arvoihin, jotka tosiasiaassa voivat olla vääriä. Velkojan riskinä voi myös olla jako-osan saamatta jäämineen yhtiön konkurssitilanteessa. Mainittujen riskien konkretisoituminen vaatisi kuitenkin käytännössä rahoitusavun saajan maksukyvyttömyyttä, jonka seurauksena yhtiön saaminen muuttuisi arvottomaksi.

Tulee huomata, että edellä mainitut esimerkit viittaavat osiltaan aikaan ennen nykyistä osakeyhtiösääntelyä. Verrattuna rahoituskiellon säätämisen ajankohtaan, on tilanne edellä mainittujen velkojariskien osalta osittain muuttunut. OYL:n säätämisen myötä siirryttiin nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään, jossa osakkeiden määrällä ei ole yhteyttä osakepääoman määrään. Yhtiö voi siis antaa osakkeita korottamatta osakepääomaa. Tässä tilanteessa yhtiön rahoittamista harkitsevan velkojan ei ole mielekästä perustaa rahoituspäätöstään yhtiön sidotun pääoman määrään, sillä omistajien pääomasijoitukset eivät välttämättä ole osa tätä varallisuusjoukkoa. Omistajien tekemiä pääomansijoituksia voi olla merkittävässä määrin myös vapaan pääoman puolella, kuten sijoitetun vapaan pääoman rahastossa. Tällöin velkojaa todellisuudessa suojelevat säännökset eivät ole sidotun pääoman luonnetta, vaan vapaan pääoman jakamista koskevia säännöksiä. Tästä näkökulmasta velkojien suoja omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon pääasiallisena tavoitteena on hivenen vanhanaikainen. Edellä sanotun painoarvoa ei vähennä se, että yhtiön suorittama omien osakkeiden hankinta, joka on hankinnan rahoituskiellon alkuperäinen lähtökohta, on nykyään OYL 15:1 §:n mukaan sallittua.

Toinen näkökulma rahoituskiellon velkojien suojaavoitteeseen muodostuu tilanteessa, jossa rahoitusapua käytetään osakkeiden hankkimiseen joltain muulta omistajataholta kuin yhtiöltä. Tällöin käsillä voi olla tilanne, jossa rahoitusapuun käytetyt varat siirtyvät välikäden kautta osakkeenomistajille, mutta tilanteessa ei kuitenkaan noudateta varojenjakosääntelyä. Tällaisesta menettelystä velkojille aiheutuva riski liittyy kuitenkin samaan edellä mainittuun tilanteeseen, jossa riskin realisoituminen vaatisi käytännössä yhtiön maksukyvyttömyyttä. Tulee siis huomata, että velkojalle aiheutuvat riskit ovat eri asia kuin vahinko. Hypoteettisia riskejä on olemassa, mutta vahingon aiheutuminen on epätodennäköisempää. Tämähän vaatisi käytännössä yhtiön maksuviivästyä velkojaa kohtaan.

Rahoitusapusäännöksen velkojiensuojatavoitetta tulee arvioida nimenomaisesti niiden riskien näkökulmasta, jotka syntyvät rahoitusavun käyttämisestä yhtiön osakkeiden merkitsemiseen. Kuten edellä mainittiin, voivat nämä riskit realisoitua käytännössä vasta silloin, kun rahoitusapua saaneesta tahosta tulee maksukyvytön ja yhtiön saaminen muuttuu arvottomaksi tai kun yhtiö itse muuttuu maksukyvyttömäksi ja velkojen maksu viivästyy. Tätä taustaa vasten rahoitusapusäännöksen velkojiensuojafunktio on mielestäni varsin sisällötön ja vähämerkityksellinen erityisesti uudessa nimellisarvottomassa järjestelmässä. Todettakoon vielä, että yhtiöllä olevan saamisen muuttuminen arvottomaksi rahoitusapua saaneen tahon maksukyvyttömyyden myötä vähentää luonnollisesti yhtiön varoja ja voi näin olla yhtiön velkojen intressien vastaista. Mielestäni tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kyseisten kaltaisten riskien realisoitumisen välttämistä voitaisiin asettaa rahoitusapusääntelyn voimassa olemisen perusteeksi. Vastaavia velallisen maksukyvyttömyyteen perustuvia riskejä realisoituu myös tilanteissa, joilla ei ole rahoitusavun antamisen kanssa mitään tekemistä. Näin ollen rahoitusapusääntely ei voi olla ratkaisu niiden torjumiseen. Kyseistä ratkaisua voitaisiin pikemminkin etsiä OYL 1:8 §:ssä säädetyn johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden kautta.

Velkojiensuojan lisäksi toisena rahoituskiellon keskeisenä tavoitteena on nähty osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden turvaaminen. Rahoituskiellon kontekstissa tämä kuvastaa tilannetta, jossa ulkopuolinen hankkii saamansa rahoitusavun turvin osakkeita yhtiön vanhoilta osakkeenomistajilta. Tilanteessa käytetään yhtiön varoja osakkeiden hankkimiseen, mikä voisi olla samaistettavissa omien osakkeiden suunnattuun hankkimiseen, joka edellyttää OYL 15:6 §:n mukaan painavaa taloudellista syytä ja lähtökohtaisesti myös yhtiökokouspäätöstä. Tällöin osakkeiden myyjän voitaisiin katsoa hyötyvän muiden omistajien kustannuksella. Myös rahoitusavun ollessa alihintaista voisi joitain yhdenvertaisuusongelmia mahdollisesti syntyä. Yhdenvertaisuusongelmaa rahoitusavun antamisen kontekstissa käsitellään lisää jäljempänä luvussa IV.

Rahoitusapusääntelyllä voidaan nähdä olevan myös muita tavoitteita edellä mainittujen kahden lisäksi, mutta mielestäni osakkeenomistajien yhdenvertaisuus ja velkojiensuoja ovat kuitenkin ne keskeiset tavoitteet, joiden kautta rahoitusapusäännöstä tulee holding-osakekannustinjärjestelmään liittyen tulkita¹⁷⁹. Jos järjestelystä ei koidu vaaraa

¹⁷⁹ Ks. *Chaston v. SWP Group plc* [2003]. Tapauksessa Court of Appeal määritteli rahoituskiellon tavoitteiksi velkojiensuojan ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden. Ks. myös Koski – af Schultén 2000, s. 348, joiden mukaan rahoitusapusäännöksen tavoitteena on velkojen saatavien suojaaminen.

mainituille tavoitteille, voitaisiin säännöstä mahdollisesti tulkita laajentavasti. Tällöin voisi olla mahdollista, että rahoituskiellon pääsääntö ei estäisi kyseessä olevan kannustinjärjestelmän perustamista.¹⁸⁰ Seuraavassa pääluvussa käsitellään rahoitusapusäännöksen tulkintaa osakeyhtiölain yleisten periaatteiden valossa sekä sen rikkomiseen liittyviä seuraamuksia.

¹⁸⁰ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 91.

IV LUKU - YHTIÖOIKEUDELLISTEN PERIAATTEIDEN TULKINTAVAIKUTUS JA RAHOITUSAPUSÄÄNNÖKSEN RIKKOMISEN SEURAAMUS

1 Keskeiset periaatteet

Tässä alaluvussa käsitellään yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden vaikutusta osakeyhtiölain tulkinnassa. Lisäksi tuodaan esiin juuri rahoitusapusäännöksen tulkinnan kannalta keskeisimmät periaatteet ja edelleen näiden periaatteiden keskeiset osat. Periaatteista pyritään pelkistämään esiin nimenomaisia rahoitusapusäännöksen kontekstiin kuuluvia tilanteita, joissa periaatteen alaan kuuluvan oikeushyvän suojaaminen on tarpeellista.

1.1 OYL:n periaatteiden vaikutus laintulkinnassa

OYL:n yleiset periaatteet löytyvät lain ensimmäisestä luvusta. Periaatteiden kokoaminen lain yhteen lukuun korostaa niiden merkitystä osakeyhtiöoikeudessa. Tarkoituksena on ollut myös helpottaa lain kokonaisuuden ymmärtämistä. Periaatteet toimivat ohjenuorana lain yksittäisten säännösten sisällön ja merkityksen arvioinnissa. Sanotun kääntöpuolena toimii se seikka, että lain yksittäiset säännökset ovat suureksi osaksi yleisten periaatteiden yksittäistapuksellisia konkretisointeja¹⁸¹. Yleisten periaatteiden tulkintavaikutus ja painoarvo kasvavat sitä enemmän mitä vähemmän lain yksityiskohtaiset säännökset sääntelevät tiettyä oikeudellista tilannetta. Näin ollen periaatteiden tulkintavaikutus kasvaa suhteessa yhtiön toimintaympäristön muutosten kasvuun, kun yksittäiset säännökset eivät enää tarpeeksi tarkasti ohjaa yhtiön sidosryhmien toimia.¹⁸²

OYL:n yksityiskohtaisten säännösten soveltaminen on pääsääntö periaatteiden suoraan soveltamiseen nähden, mutta tästä huolimatta muodollisesti lain säännösten mukaiset toimet voivat olla esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisia ja näin ollen

¹⁸¹ Ks. Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 23.

¹⁸² HE 109/2005, s. 36–37. Yleisten periaatteiden kritiikkiä: ks. Toiviainen 2006, s. 32–34, jonka mukaan OYL:n yleiset periaatteet eivät tuo mitään uutta VOYL:in verrattuna eivätkä myöskään paranna oikeussuojaa.

moitteenvaraisesti pätemättömiä tai jopa mitättömiä. Periaatteiden keskeisen kokonaisuuden on katsottu muodostuvan voitontuottamistarkoituksesta, enemmistö- ja yhdenvertaisuusperiaatteesta sekä johdon fidusiaarisista velvollisuuksista¹⁸³. Keskeisiä periaatteita tulee arvioida sekä suhteessa toisiinsa että yksittäisiin säännöksiin.¹⁸⁴ Tilanteita tulisi tarkastella erityisesti osakkeenomistajien näkökulmasta, koska OYL rakentuu ajatukselle tahdonvaltaisuudesta¹⁸⁵.

Osakeyhtiölain yleisten periaatteiden tulkintavaikutukselle on oikeuskirjallisuudessa annettu huomattava merkitys¹⁸⁶. Näin ollen rahoitusapusäännöksen sanamuodon ja tarkoituksen ohella on olennaista pohtia mainitun tulkintavaikutuksen roolia säännöksen soveltamisessa holding-osakekannustinjärjestelmään. Tutkielman pääluvussa III rahoitusapusäännöksen keskeisimmiksi tavoitteiksi määriteltiin velkojiensuoja ja osakkeenomistajien yhdenvertaisuus. Säännöksen tavoitteet ovat pitkälti yhdenmukaisia sen tulkinnalle olennaisten periaatteiden kanssa. Tärkeimmät rahoitusapusäännöksen tulkinnassa käytettävät periaatteet ovat juuri voitontuottamistarkoitus ja yhdenvertaisuusperiaate¹⁸⁷. Lisäksi johdon lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuus liittyy kiinteästi edellä mainittuihin periaatteisiin ja niiden toteutumiseen käytännössä.

1.2 Voitontuottamistarkoitus

Voitontuottamistarkoituksesta säädetään OYL:n 1:5 §:ssä. Sen mukaan:

”Yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.”.

Vaikka VOYL:ssa ei vastaavaa säännöstä ollutkaan, oli periaate luettavissa käänteisesti VOYL:n 12:1.2 §:stä. Lisäksi se oli mainittu suoraan lain esitöissä¹⁸⁸. Säännös tähtää nimenomaisesti voiton tuottamiseen pidemmällä aikavälillä, eikä se yksistään tarkoita voitonjakokelpoisten varojen maksimointia lyhyellä aikavälillä. Näin ollen varojen

¹⁸³ OYL 1:5 § – 1:8 §.

¹⁸⁴ HE 109/2005, s. 37.

¹⁸⁵ Rissanen ym. 2006, s. 207.

¹⁸⁶ Ks. Mähönen – Villa 2007, s. 46. Kirjoittajien mukaan yleisten periaatteiden merkitystä osakeyhtiölain tulkinnassa ei voida ylikorostaa.

¹⁸⁷ Ks. Mähönen 2009, s.406, jonka mukaan rahoituskiellon piiriin kuulumattomien (esimerkiksi tytäryhtiöiden osakkeiden hankinnan rahoittaminen) rahoituspäätösten osakeyhtiölain mukaisuutta tulee arvioida ennen kaikkea toiminnan tarkoituksen ja yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti. Mielestäni tämä näkökanta tukee samojen periaatteiden relevanttiutta rahoitusapusäännöksen tulkinnan kontekstissa.

¹⁸⁸ Ks. HE 27/1977, s. 89.

käyttäminen erilaisiin investointeihin ja uudistuksiin, jotka tähtäävät osakkeenomistajien taloudellisen hyvinvoinnin lisäämiseen ovat voitontuottamistarkoituksen piirissä¹⁸⁹. Yhtiön tulee kaikessa liiketoiminnassaan tavoitella laissa ja yhtiöjärjestyksessä määritellyn tarkoituksen toteuttamista. Lisäksi huomiota tulee kiinnittää yhtiön toiminnan jatkuvuuteen, minkä on puolestaan nähty suojaavan omalta osaltaan yhtiön velkojia.¹⁹⁰

Voitontuottamistarkoitus tulee erottaa yhtiön toimialasta. Yhtiön toimiala määrittää sen liiketoiminta-alueen, jolla voitontuottamiseen tähtävää toimintaa harjoitetaan.¹⁹¹ Yhtiön johdon tulee noudattaa yhtiöjärjestykseen kirjattua toimialaa ja täytettävä voitontuottamistarkoitus tämän toimialan sisällä. Yhtiön toiminnan tulee joka tapauksessa olla aina voimassa olevan pakottavan lainsäädännön mukaista. Yhtiöllä ei ole oikeutta eikä velvollisuutta toimia lainsäädännön vastaisesti. Lainvastaisesti toimimisen kustannukset, kuten erilaiset seuraamukset ja kielteinen julkisuus, ylittävät usein toiminnasta saavutetut hyödyt eivätkä näin ollen ole voitontuottamistarkoituksen kannalta hyväksyttäviä.¹⁹²

Voitontuottamisen käsitteeseen liittyy useita epämääräisyyksiä. Aina ei ole yksioikoisen selvää mitä voitontuottamisella tarkoitetaan, toisin sanoen millä tavoin osakkeenomistajien taloudellista hyvinvointia tulisi kulloinkin kyseessä olevassa liiketoiminnallisessa tilanteessa edistää. Yhtiön johdon on mahdollista keskittyä esimerkiksi mahdollisimman suurten osinkojen maksamiseen tai yhtiön nettovarallisuuden ja osakkeen arvon kasvattamiseen. Voitontuottamisen määritelmä on riippuvainen yhtiön liiketoiminnallisesta tilanteesta. Esimerkiksi pelkkä osakkeen arvon maksimointi on nähty voitontuottamistarkoituksen mukaisena tilanteessa, jossa yhtiöstä on tehty julkinen ostotarjous. Netto-omaisuuden maksimointi tukee puolestaan yhtiön velkojien suojaa. Kysymys on johdon tekemästä liiketoiminnallisesta arvioinnista ja sen perusteella tehdyistä päätöksistä. Loppujen lopuksi tätä harkintaa raamittaa OYL:n 1:8 §:n mukainen johdon lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoite.¹⁹³

OYL:n 13:10 §:n mukaisen rahoituskieltosäännöksen tulkinnan kannalta voitontuottamistarkoitus kytkeytyy pääosin kysymykseen siitä, onko kulloinkin kyseessä olevassa tilanteessa tehty rahoituspäätös yhtiön tarkoituksen mukainen, eli

¹⁸⁹ Ks. Pönkä 2011, s. 97.

¹⁹⁰ HE 109/2005, s. 38–39.

¹⁹¹ Immonen – Nuolimaa 2007, s. 21.

¹⁹² Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 27.

¹⁹³ Ks. Ibid, s. 28–30.

toisin sanoen ovatko perustettavan holding-kannustinjärjestelmän tavoitteet osakkeenomistajien taloudellista hyvinvointia kasvattavia. Mielestäni tämä arviointi on viimeisenä suoritettava, koska järjestely joka ei ole OYL:n tai yhtiöjärjestyksen mukainen, ei voi myöskään lähtökohtaisesti olla osakkeenomistajien intressissä. Toisin sanoen säännöksen tulkintavaikutusta on sinällään turha pohtia jos on selvää, että perustettava järjestely on esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Tulkintavaikutus lähtee liikkeelle puhtaasti taloudellisesta näkökulmasta.

1.3 Yhdenvertaisuusperiaate

Yhdenvertaisuusperiaate on yksi keskeisimmistä osakeyhtiöoikeuden periaatteista ja siitä säädetään OYL:n 1:7 §:ssä. Sen mukaan:

”Kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.”¹⁹⁴.

Pykälän ensimmäinen virke liittyy osakkeiden yhdenvertaisuuteen ja toinen virke (ns. yleislauseke) osakkaiden yhdenvertaisuuteen. Periaate soveltuu tyypillisesti varojenjakotilanteisiin, mutta ei kuitenkaan rajoitu pelkästään niihin¹⁹⁵. Periaatteen tarkoituksena on säännellä etupäässä vähemmistöomistajien ja määräävien omistajien välistä päämies-agenttisuhdetta¹⁹⁶.

Vaikka säännöksen sanamuodossa todetaan periaatteen soveltuvan ensisijaisesti osakkeenomistajiin, on myös tiettyjen muiden tahojen katsottu voivan olla periaatteen soveltamisen piirissä. Muun muassa optionhaltijoiden on todettu tietyin edellytyksin kuuluvan osaksi periaatteen soveltamisalaa. Periaatteen soveltamisessa optionhaltijoihin tulee kuitenkin kiinnittää huomiota siihen, että optionhaltijoiden asema voidaan usein turvata optioehtojen välityksellä.¹⁹⁷ Optionhaltijoiden kuulumista periaatteen piiriin on kritisoitu jo lähtökohdiltaan sen vuoksi, että he eivät ole tosiasiaassa sijoittaneet yhtiöön

¹⁹⁴ ”On omiaan” -termi lisättiin yleislausekkeeseen lainuudistuksen yhteydessä. Sen tarkoituksena on laskea periaatteeseen vetoavan osapuolen näyttövelvollisuudelle asetettavien vaatimusten tasoa. Ks. Mähönen – Villa 2007, s. 104.

¹⁹⁵ HE 109/2005, s. 39.

¹⁹⁶ Mähönen – Villa 2007, s. 96.

¹⁹⁷ HE 109 2005, s. 40.

pääomaa samalla tavoin kuin todelliset osakkeenomistajat, eivätkä näin ollen ansaitse samaa oikeussuojaa kuin he¹⁹⁸.

Yhdenvertaisuusperiaatteella on kielletty kaikenlaisen epäoikeutetun taloudellisen edun antaminen, kuten esimerkiksi tiettyä osakkeenomistajaa suosiva hinnoittelu suunnatussa osakeannissa tai yhtiön kannalta epäedullinen, mutta osakkeenomistajaa hyödyttävä liiketoimi. Sallittua on kuitenkin tehdä osakkeenomistajan kanssa tälle edullinen liiketoimi silloin, kun toimi on myös yhtiön edun mukainen.¹⁹⁹ Vaikka osakkeenomistajan kanssa tehty liiketoimi osoittautuisikin jälkikäteen yhtiön kannalta huonoksi, ei tästä voida tehdä suoraa päätelmää, että päätös olisi etukäteistarkastelussa ollut yhtiön edun tai yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Myös periaatteen soveltuvuutta koskevaan harkintaan liittyy siis normaali liiketoiminnallisen riskin elementti.²⁰⁰

Yhdenvertaisuusperiaate on jakaantunut edellä mainitulla tavalla kahteen osaan²⁰¹. Voidaan puhua sekä osakkaiden että osakkeiden yhdenvertaisuudesta. Periaatteen vastaisuus voi ilmetä muodollisena tai tosiasiallisena. Muodollisesta periaatteen vastaisuudesta on kysymys silloin, kun yhtiön toimielimen tekemästä päätöksestä voidaan suoraan nähdä, että siinä on asetettu samanlaiset osakkeet tai niiden omistajat eri asemaan. Tosiasiallinen periaatteen vastaisuus konkretisoituu puolestaan yhtiön toimielimen tekemän päätöksen seurauksena. Tällöin päätös ei sinänsä muotonsa puolesta ole yhdenvertaisuuden vastainen, mutta sen tosiasialliset vaikutukset asettavat osakkeenomistajat eri asemaan²⁰². Esimerkki ensin mainitusta tilanteesta voisi olla merkintäoikeuden antaminen vain tietyille osakkeenomistajille, kun taas jälkimmäinen tilanne voisi syntyä jos yhtiön tuottama voitto koituisi tosiasiallisesti vain tiettyjen omistajien hyväksi.²⁰³

¹⁹⁸ Savela 2010, s. 12. Tämä sillä oletuksella, että optiot on annettu ilmaiseksi.

¹⁹⁹ Mähönen – Villa 2007, s. 40.

²⁰⁰ Savela 2010, s. 7.

²⁰¹ Yleislausekkeen ja varsinaisen yhdenvertaisuusperiaatteen (osakkeiden yhdenvertaisuus) välisestä suhteesta on käyty jossain määrin akateemissävytteistä keskustelua. Yleislausekkeen ei ole katsottu sisältyvän yhdenvertaisuusperiaatteeseen, vaan tuovan siihen jotain lisää (ks. Mähönen – Villa 2007, s. 105). On myös todettu, että OYL:ssa ei tehdä eroa yleislausekkeen ja yhdenvertaisuusperiaatteen välillä (ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 41.). Lisäksi ks. osin vastakkaisesta tulkinnasta Kyläkallio ym. 2008, s. 73–76.

²⁰² Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 39. Kirjoittajien mukaan muodollisesti yhdenvertaiset päätökset ovat yleensä hyväksyttäviä, jos niiden vaikutukset ovat erilaisia yhtiön ulkopuolisten syiden vuoksi. Esimerkkinä tästä voidaan mainita eri maissa asuvien osakkeenomistajien verotus voitonjakotilanteessa.

²⁰³ Mäntysaari 2002, s. 77. Vaikka johdon tai yhtiökokouksen passiivisuus ei ole lain sanamuodon piirissä, on säännöstä katsottu tulkittavan laajentavasti tämän seikan osalta. Ks. Savela 2010, s. 13.

Rahoitusapusäännöksen tulkinnan kannalta olennainen yhdenvertaisuusperiaatteen osa on sen yleislauseke. Omien osakkeiden hankinnan rahoituksessa mahdollisesti konkretisoituva yhdenvertaisuuden vastaisuus aiheutuu lähtökohtaisesti juuri yksittäisten osakkeenomistajien tai muiden tahojen hyötyessä muiden osakkeenomistajien tai yhtiön kustannuksella. Erityisesti osakkeenomistajien lähipiiriin kuuluvien tahojen hyötyminen tulee ottaa huomioon periaatteen soveltuvuutta harkittaessa²⁰⁴. Esimerkiksi johdon päätöksellä toteutetut ylihintaiset hankinnat tai alihintaiset luovutukset ovat tilanteita, joissa yhdenvertaisuutta loukataan helposti²⁰⁵. Rahoitusapusäännöksen kontekstissa tilanteet voivat syntyä kun yhtiön kolmannelle osapuolelle antama rahoitus on alihintaista tai osakkeita hankitaan vain tietyiltä omistajilta²⁰⁶. Tällöin tilanne voisi jopa vastata omien osakkeiden suunnattua hankintaa, jossa ulkopuolinen taho toimii vain yhtiön välikätenä. Omien osakkeiden suunnattu hankkiminen edellyttää määräänemmistöllä tehtävää yhtiökokouspäätöstä ja painavaa taloudellista syytä yhtiön kannalta²⁰⁷. Jos mainittuja edellytyksiä ei olisi olemassa ja rahoitustoimi katsottaisiin tosiasiallisesti omien osakkeiden hankkimiseksi, niin johto olisi ylittänyt toimivaltansa²⁰⁸. Kuten pääluvussa II on mainittu, kysymys on kuitenkin aina toteutetun toimen kokonaisarvostelusta²⁰⁹.

Yleislausekkeessa tarkoitettu epäoikeutettu etu voi rahoitustilanteessa syntyä alihintaista pääomaa saavalle ulkopuoliselle osapuolelle tai sille osakkeenomistajalle, jolta osakkeet hankitaan. Etu syntyy joko korkotappion seurauksena yhtiön kustannuksella tai sellaisten osakkeenomistajien kustannuksella, joille tarjousta osakkeiden hankkimisesta ei tehdä. Jos etu syntyy yksinomaan jonkin muun tahon kuin omistajien tai yhtiön kustannuksella, niin periaate ei sovellu. Toimia arvioitaessa tulee kuitenkin ottaa huomioon, että myös välillinen kustannus yhtiölle tai osakkeenomistajille on mahdollinen. Lisäksi on olennaista huomata, että saatavan edun tulee olla epäoikeutettu,

²⁰⁴ Määttä 2007, s. 5.

²⁰⁵ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 39.

²⁰⁶ Jos hankittavat osakkeet ovat yhtiön antamia uusia osakkeita ja hankintaan suunnattu rahoitus on ollut alihintainen, niin kolmannen osapuolen saaman edun voitaisiin katsoa syntyvän myös vanhojen osakkeenomistajien kustannuksella. Tällöin kysymys olisi tiettyä osakkeenomistajaa suosivasta hinnoittelusta suunnatussa osakeannissa.

²⁰⁷ OYL 15:6 §.

²⁰⁸ Tällöin vahinkoa kärsineen osapuolen olisi ensisijaisesti vedottava omien osakkeiden hankintaa koskevan OYL:n sääntelyn rikkomiseen yhdenvertaisuusperiaatteen sijasta. Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 45. Kirjoittajien mukaan pääsääntönä voidaan pitää, että yhdenvertaisuusperiaatteeseen vedottaessa päätös on ollut muodollisesti OYL:n tai yhtiöjärjestyksen mukainen.

²⁰⁹ Ks. alav. 31.

eikä se näin ollen voi perustua lakiin tai yhtiöjärjestykseen. Edun tulee täyttää myös tietty olennaisuuden taso ennen kuin se voidaan katsoa epäoikeutetuksi.²¹⁰

OYL:n säännöksistä muun muassa suunnatusta osakeannista ja omien osakkeiden lunastamisesta annetut säännökset kuvastavat yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoitusperiä²¹¹. Näistä toimista on päätettävä yhtiökokouksen määräenemmistöpäätöksellä ja ne edellyttävät yhtiön kannalta painavaa taloudellista syytä. Yhdenvertaisuusperiaate voidaan nähdä enemmistöperiaatteen vastinparina ja muun muassa edellä mainittujen määräenemmistöpäätösten tekemisessä periaatteiden yhteinen rajapinta on nähtävissä²¹². Vaikka määräenemmistöpäätöksen tekeminen indikoikin jossain määrin tehdyn päätöksen osakkeenomistajien edun mukaisuutta, voi yhdenvertaisuusperiaate tulla siitä huolimatta sovellettavaksi. Määräenemmistöllä tehtyä päätöstä ei kuitenkaan voida pelkästään laissa tarkoitetun toimen vuoksi katsoa yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi. Esimerkiksi suunnattua osakeantia ei siten voida katsoa periaatteen vastaiseksi vain sen suunnatun luonteen vuoksi, vaan siinä tulee olla jotain muuta erityisesti yhdenvertaisuutta loukkaavaa.²¹³ Esimerkiksi Ruotsissa suunnatun osakeannin ei ole katsottu olevan periaatteen vastainen pelkästään sen vuoksi, että yksittäinen osakkeenomistaja menettää 10 % määrävähemmistönsä yhtiön osakkeista²¹⁴.

Yhtiökokous voi kuitenkin tehdä yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisiakin päätöksiä, jos niille saadaan suostumus niiltä osakkeenomistajilta, joiden kustannuksella epäoikeutettu etu syntyy. Tässä mielessä yhdenvertaisuusperiaate ei ole täysin pakottava periaate. Edellinen on luettavissa OYL:n 5:29.3 §:stä, jonka mukaan osakkeenomistajalta on saatava suostumus lainkohdassa kuvattuun yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseen toimeen, ennen kuin yhtiökokous voi tehdä asiaa koskevan päätöksen.²¹⁵ On myös esitetty näkökantoja, joiden mukaan yhdenvertaisuusperiaatteesta voitaisiin poiketa myös ilman edellä mainittua suostumusta. Tämän tulisi kuitenkin tapahtua vain joissain äärimmäisissä tilanteissa, kuten esimerkiksi silloin, kun yhtiö on tosiasiallisesti joutumassa maksukyvyttömäksi.²¹⁶ Tässä tapauksessa lienee kuitenkin edellytettävä,

²¹⁰ Savela 2010, s. 14–16. Ks. myös KKO 1989:36, jossa edun olennaisuus asetettiin sen epäoikeutetun luonteen edellytykseksi.

²¹¹ Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006, s. 40.

²¹² Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 36.

²¹³ Savela 2010, s. 20.

²¹⁴ Nerep 2003, s. 283.

²¹⁵ Mähönen – Villa 2007, s. 102.

²¹⁶ Hätönen 2006, s. 104.

että periaatteesta poikkeamisella on tulossa olevan maksukyvyttömyyden kannalta tosiasiallinen ehkäisevä vaikutus.

Yhdenvertaisuusperiaatetta ja erityisesti sen yleislauseketta on kritisoitu oikeusvarmuuteen liittyvistä ongelmista. Johtuen yleislausekkeen osittain tulkinnanvaraisista ehdoista, on sen nähty sisältävän tiettyjä epävarmuustekijöitä, joita ei tuomioistuinprosessissa voida tarpeeksi hyvin ennakoida. Näiden tekijöiden on katsottu liittyvän ensisijaisesti epäoikeutetun edun olennaisuuden vaatimukseen ja edun syntymiseen ylipäänsä jonkun toisen tahon kustannuksella.²¹⁷ Lisäksi on todettu, että suomalaisessa roomalais-germaaniseen perintöön pohjautuvassa oikeusjärjestelmässä tuomareita ei ole koulutettu etsimään oikeudenmukaisuutta väljistä ja laajoista periaatteista, vaan heidän tulisi ensisijaisesti tulkita lain yksityiskohtaisia säännöksiä²¹⁸. Edellä mainitut seikat ovat omiaan pitkittämään ja monimutkaistamaan oikeudenkäyntejä, mikä puolestaan aiheuttaa kustannuksia prosessin osapuolille. Tämä voi tosiasiasa johtaa siihen, että yhdenvertaisuusperiaatteen nojalla oikeutta hakeva vähemmistöomistaja jutun voittaessaankin tosiasiasa jää taloudellisesti tappiolle suurten oikeudenkäyntikulujen vuoksi. Kuvatut yhdenvertaisuusperiaatteen epävarmuustekijät koituvatkin usein juuri vähemmistöomistajien vahingoksi²¹⁹. Tämä on erityisen korostunutta nimenomaisesti Euroopassa, jossa vähemmistöomistus on perinteisesti hajaantunutta ja näin ollen omistajien asema varsin suojaton²²⁰.

2 Periaatteiden vaikutus rahoitusapusäännöksen tulkinnassa

Edellisessä alaluvussa esitettyjen yhtiöoikeudellisten periaatteiden tulkintavaikutus rahoitusapusäännöksen kontekstissa kiteytyy käytännössä kysymykseen siitä, voidaanko säännöstä soveltaa laajentavasti sen tulkinnanvaraisten määritelmien osalta. Tämän tulisi tapahtua siten, että periaatteiden taustalla olevien tavoitteiden toteutuminen ei laajentavan tulkinnan seurauksena vaarannu tai esty. Mikäli perustettava kannustinjärjestelmä ei ole yleisten periaatteiden vastainen, ei estettä säännöksen laajentavalle tulkinnalle pitäisi periaatteiden näkökulmasta olla. Kyseessä olevassa tilanteessa laajentava tulkinta kohdistuisi joko OYL 13:10.1 §:n pääsäännön mukaiseen

²¹⁷ Toiviainen 2006, s. 44.

²¹⁸ Toiviainen 2008, s. 337–338.

²¹⁹ Savela 2010, s. 5.

²²⁰ Mähönen – Villa 2007, s. 97.

”ulkopuolisen” määritelmään tai samaisen pykälän 2. momentin mukaiseen ”työntekijän” määritelmään.

Vaikka periaatteiden tulkintavaikutus kohdistuu suoranaisesti vain rahoitusapuseränsäntöseen ja tätä kautta järjestelyn perustamisvaiheessa tapahtuvaan rahoitustapahtumaan, niin tulee periaatteiden tavoitteiden toteutumista tarkastella lähtökohtaisesti aina järjestelyn kokonaisuuden näkökulmasta. Mainittu menettelytapa on tarpeen, koska laajan järjestelyn yksittäinen osa ei aina välttämättä tuo esiin järjestelyn todellisia vaikutuksia yhtiön eri sidosryhmille. Kuten aiemmin pääluvussa II on mainittu, on transaktioiden arvioiminen kokonaisuutena pääsääntöisesti toteutettava lähtökohta. Kysymys on toteutettujen liiketoimien sisältöpainotteisuudesta.²²¹

Yleisten periaatteiden tulkintavaikutus korostuu yrityksen toimintaympäristön muuttuessa. Kannustinjärjestelmien perustamista on pidetty tällaisena lain esitöissä mainittuna muutoksena, joka kasvattaa periaatteiden painoarvoa.²²² Näin ollen periaatteiden tulkintavaikutus on tosiasiallisesti relevantti seikka järjestelyn toteutumiselle olennaisen rahoitusapuseränsäntöksen tulkinnassa. Lisäksi periaatteiden tavoitteiden suhdetta järjestelyyn tulisi tarkastella nimenomaisesti osakkeenomistajan näkökulmasta, koska OYL on lähtökohdiltaan tahdonvaltaisuutta korostava²²³. Seuraavissa alaluvuissa käsitellään erikseen periaatteiden tulkintavaikutuksen kohdistumista ensiksi rahoituskiellon pääsääntöön ja toiseksi sen poikkeukseen holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa.

2.1 Pääsääntöjen tulkinta

Omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon pääsääntöön kohdistuva yleisten periaatteiden tulkintavaikutus voidaan tutkielman kontekstissa tiivistää 1. momentin ”ulkopuolisen” käsitteeseen. Toisin sanoen tulisi selvittää, onko olemassa yleisistä periaatteista johtuvia esteitä tulkita käsitettä sellaisella tavalla, joka sulkisi pörssiyhtiön osakkeita hankkivan johdon holding-yhtiön ulos käsitteen piiristä. Jos estettä tälle ei ole,

²²¹ Esimerkkinä sisältöpainotteisuuteen liittyen, ks. kirjanpitolain 30.12.1997/1336 (KPL) 3:1 §:n 2a kohta, jonka mukaan tilinpäätöksen tekemisessä on tärkeää kiinnittää huomio liiketapahtumien tosiasialliseen sisältöön eikä yksinomaan niiden oikeudelliseen muotoon. Ks. myös HE 126/2004, s. 19, jossa tuodaan esiin sisältöpainotteisuuden vaatimuksen EU-oikeudellinen viitekehys.

²²² Ks. Seppo Villan artikkeli ”Rahoitusapu holding-yhtiöille on laillista”, Helsingin Sanomat, 10.2.2011.

²²³ Ks. alav. 185.

niin säännöksen pääsääntöä voitaisiin tulkita yleisten periaatteiden näkökulmasta siten, että holding-yhtiö ei olisi säännöksen tarkoittamassa mielessä ulkopuolinen. Seuraavassa käsitellään ensiksi yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeen ja toiseksi voitontuottamistarkoituksen vaikutusta pääsäännön soveltamiselle.

Kuten edellä on tuotu esiin, voivat rahoitustoimen yleislausekkeeseen liittyvät ongelmat syntyä muun muassa pörssiyhtiön järjestämän rahoituksen alihintaisuuden kautta. Seurauksena tästä voi olla holding-yhtiön omistavan johdon suosiminen yhtiön vanhojen omistajien kustannuksella silloin, kun osakkeita hankitaan pörssiyhtiön holding-yhtiölle suuntaamassa osakeannissa. Tällöin voitaisiin katsoa, että holding-yhtiö hyötyy alihintaisen rahoituksen kautta tapahtuvasta normaalista edullisemmasta osakehankinnasta. Olennaista tässä tilanteessa olisi myös osakkeiden merkintähinnan markkinaehtoisuus. Jos merkintähinta olisi markkinahintaa alhaisempi, voitaisiin merkitsemisen katsoa johtavan yhdenvertaisuuden loukkaukseen riippumatta pörssiyhtiön järjestämän rahoituksen markkinaehtoisuudesta. Sinällään suurta merkitystä ei liene sillä, syntyykö holding-yhtiölle tuleva etu alihintaisen pääoman vai alihintaisten osakkeiden kautta. Kysymys on edun syntymisestä muiden tahojen kustannuksella.

Edellä mainitussa rahoituksen alihintaisuuden tilanteessa voitaisiin epäoikeutetun edun katsoa syntyvän myös suoraan yhtiön kustannuksella. Käytännössä yhtiölle koitua kustannus olisi rahoitukselle määritellyn liian pienen koron aiheuttama korkotappio. Tässä tilanteessa osakkeenomistajien yhdenvertaisuuteen liittyvät ongelmat voitaisiin kuitenkin ehkäistä suhteellisen helposti. Niin annettavan rahoitusavun kuin suunnatussa annissa merkittävien osakkeiden hinnan tulisi olla markkinaehtoinen. Näin välttyttäisiin tilanteilta, joissa yhtiön johdon omistamaa holding-yhtiötä suositaan yhtiön tai sen osakkeenomistajien kustannuksella.

Toinen yhdenvertaisuusperiaatteen yleislausekkeen näkökulmasta syntyvä ongelma voi konkretisoitua silloin, kun johdon holding-yhtiö hankkii osakkeet suoraan markkinoilta. Tällöin osakkeiden hankinta suuntautuu vain yhteen tai enintään osaan pörssiyhtiön omistajista. Jos tilanne tulkittaisiin pörssiyhtiön toimesta suoritetuksi peiteltyksi omien osakkeiden hankinnaksi, voitaisiin osakkeiden myyjän katsoa saaneen epäoikeutettua etua muiden omistajien kustannuksella. Tällöinhän myyjä saisi yhtiöön sijoittamansa pääoman takaisin luovuttamiensa osakkeiden maksuna. Jos asianmukaisia yhtiökokouksen määränemmistöpäätöksiä ei tähän liittyen olisi tehty, olisi

rahoitustoimi sekä yhdenvertaisuusperiaatteen että OYL:n yksityiskohtaisen sääntelyn vastainen. Tällaisessa tilanteessa olisi vahinkoa kärsineen osapuolen kuitenkin käytännössä järkevämpää vedota OYL:n omien osakkeiden hankintaa koskevan sääntelyn rikkomiseen²²⁴.

Riskiä edellä mainitun omien osakkeiden hankkimiseen samaistuvan tilanteen konkretisoitumisesta voidaan hallita järjestelyn perustamisvaiheessa tehtävillä toimilla. Paras keino riskin hallitsemiseksi olisi tietysti kannustinjärjestelmää koskevan perustamispäätöksen tekeminen yhtiökokouksessa määräenemmistöllä. Koska tämä ei käytännön syistä ole aina aidosti käyttökelpoinen ratkaisu, tulisi perustettavan järjestelyn tavoitteiden ja tarkoituksen dokumentoinnin olla sen sijaan mahdollisimman yksityiskohtaista²²⁵. Kun yhtiö pystyy näyttämään toteen, että rahoitustapahtuman tosiasiallinen tarkoitus on kannustinjärjestelmän perustaminen, riski tilanteen tulkitsemisesta omien osakkeiden hankkimiseksi pienenee. Tällöin yhdenvertaisuusperiaatteen tulkintavaikutuksella voi olla edellytyksiä ohjata säännöksen tulkintaa laventavaan suuntaan.

Voitontuottamistarkoituksen vaikutus rahoitusapusäännöksen tulkinnassa linkittyy suoraan perustettavan kannustinjärjestelmän arvoon osakkeenomistajien näkökulmasta. Jos perustettava järjestely tosiasiallisesti kasvattaa omistajien taloudellista hyvinvointia, ei tässä kontekstissa ongelmaa säännöksen laventavalle tulkinnalle pitäisi olla. Tämä edellyttää kuitenkin myös muiden osakeyhtiölain säännösten ja yhtiöjärjestyksen noudattamista. Kuten aiemmin on mainittu, toiminta, jolla rikotaan yhtiölle asetettuja sääntöjä, ei voi lähtökohtaisesti olla voitontuottamistarkoituksen piirissä siitä yhtiölle koituvien negatiivisten seuraamusten ja mainekustannusten vuoksi. Yhtiön johdon tekemää rahoituspäätöstä edeltänyttä liiketoiminnallista harkintaa raamittaa OYL 1:8 §:n mukainen johdon yleinen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus. Lojaliteettivelvollisuuden kohdistuessa yhtiön toiminnan tarkoitukseen, tulee perustettavan järjestelyn osakkeenomistajia hyödyttävä aspekti harkittua jo järjestelyn suunnitteluvaiheessa. Tätä taustaa vasten voitontuottamistarkoituksen tulkintavaikutuksen ei pitäisi olla itsessään ongelmallinen säännöksen laventavan tulkinnan kannalta.

²²⁴ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 33. Kirjoittajien mukaan käytännössä on järkevämpää vedota OYL:n yksityiskohtaiseen sääntelyyn, kuin jossain määrin epämääräiseen yhdenvertaisuusperiaatteeseen.

²²⁵ Ks. II luvun järjestelyn perustamista koskeva osio.

2.2 Poikkeuksen tulkinta

Yleisten periaatteiden vaikutus OYL 13:10 §:n 2. momentin mukaisen poikkeuksen tulkinnassa kohdistuu pääasiallisesti lainkohdan ”työntekijän” määritelmään. Kysymys on siitä, onko olemassa yleisistä periaatteista johtuvaa estettä sille, että järjestely katsottaisiin 2. momentin poikkeuksen piiriin kuuluvaksi. Näin ollen poikkeuksen soveltuessa johdon holding-yhtiön kautta rakentuvan järjestelyn tarkoituksena nähtäisiin osakkeiden hankkiminen yhtiön työntekijöille. Periaatteiden tulkintavaikutukseen vaikuttavat tilanteet ovat pitkälti identtisiä edellisessä alaluvussa mainittujen tilanteiden kanssa. Tämä pätee sekä yhdenvertaisuusperiaatteeseen että voitontuottamistarkoitukseen.

Rahoitusapusäännöksen poikkeukseen holding-osakekannustinkannustinjärjestelmän kontekstissa liittyy kuitenkin yksi elementti, joka on syytä käsitellä erikseen periaatteiden tulkintavaikutusta ajatellen. Tämä elementti on kannustinjärjestelmään osallistuvan pörssiyhtiön toimitusjohtaja. Kysymys on siis siitä, onko olemassa sellaista yleisistä periaatteista lähtöisin olevaa estettä, joka estäisi 2. momentin työntekijän määritelmän tulkitsemisen sillä tavoin, että yhtiön toimitusjohtaja mahtuisi sen piiriin. Mielestäni tällaista periaatteista lähtöisin olevaa syytä ei ole olemassa, koska yhtiön toimitusjohtajan osallistuminen järjestelyyn ei poikkea millään tavalla yhtiön muun johdon osallistumisesta yhdenvertaisuusperiaatteen tai voitontuottamistarkoituksen näkökulmasta²²⁶. Yhtiön toimitusjohtajan yleistoimivalta on peräisin hallitukselta ja on itse asiassa vain yksi lohko hallituksella itsellään olevaa yleistoimivaltaa²²⁷. Näin ollen ei ole olemassa mitään toimitusjohtajan asemasta lähtöisin olevaa syytä, miksi toimitusjohtajaa tulisi kohdella hallituksesta poikkeavalla tavalla. Siten toimitusjohtajan osallistumisen ei tulisi vaikuttaa millään tavalla rahoitusapusäännöksen poikkeuksen yleisten periaatteiden mukaiseen tulkintaan.

²²⁶ Lisäksi voidaan ajatella, että eritoten voitontuottamistarkoituksen näkökulmasta olisi suorastaan suotavaa, että yhtiön toimitusjohtaja osallistuu perustettavaan kannustinjärjestelmään. Tällöin järjestelmän kannustinvaikutus turvaa myös toimitusjohtajan sitoutumisen osakkeenomistajien taloudellisen hyvinvoinnin kasvattamiseen.

²²⁷ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010a, s. 233.

3 Rahoituskiellon rikkomisen seuraamukset

Tässä alaluvussa käsitellään omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon rikkomisesta mahdollisesti aiheutuvia seuraamuksia. Tarkoituksena ei ole käsitellä osakeyhtiölain yleisten periaatteiden rikkomiseen liittyviä vastuukysymyksiä, vaikkakin kysymyksen viitataan paikoitellen. Seuraamuksia käsitellään pääsääntöisesti vain osakeyhtiölain seuraamusjärjestelmän valossa ja näin ollen sekä sopimukseen että yleiseen tuottamustavastuuseen perustuvat seuraamukset jäävät käsiteltävien asioiden ulkopuolelle²²⁸. Säännöksen rikkomisen seuraamukset tuodaan tutkielmassa esiin, koska yksi tapa argumentoida rahoitusapusäännöksen soveltuvuutta on tehdä se säännöksen rikkomisesta aiheutuvien seuraamusten näkökulmasta. Tämä tarkoittaa sitä, että jos säännöksen rikkomisesta ei tosiasiallisesti aiheudu mitään seuraamuksia, sen soveltaminen kyseessä olevaan tilanteeseen on tästä näkökulmasta hyödytöntä.²²⁹

Holding–osakekannustinjärjestelmän perustamisen tyyppitilanteessa pörssiyhtiön hallitus päättää johdon holding-yhtiölle annettavasta rahoituksesta. Päätös voidaan tehdä yhtiökokouksen valtuutuksella tai itsenäisesti.²³⁰ Tätä tyyppitilannetta käytetään tässä alaluvussa käsiteltävän seuraamusharkinnan lähtökohtana. Seuraamusten käsittelyjärjestys etenee todennäköisimmästä epätodennäköisimpään sillä tavoin, että ensin käsitellään vahingonkorvauskysymys, sitten osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestysmääräyksen vastaiseen varojen jakoon liittyvä varojen palautusvelvollisuus ja viimeiseksi tehdyn panttauksen pätemättömyys suhteessa sivullistahoon.

²²⁸ Vaikka OYL ei sulje pois muuhun sääntelyyn perustuvaa vahingonkorvausvastuuta, niin on OYL:n mukaisen vastuujärjestelmän soveltaminen kuitenkin yleinen lähtökohta. Lisäksi vahingonkorvauslain 31.5.1974/412 (VahL) soveltaminen yhtiöoikeudellisiin vahinkoihin on varsin rajoitettua sen 5:1 §:ssä säädettyjen puhtaiden varallisuusvahinkojen korvauksedellytysten vuoksi. Tiukoista edellytyksistä johtuen on katsottu, että yhtiöoikeudellisessa kontekstissa VahL:n perusteella suoritettava vahingonkorvaus tulisi kyseeseen pääsääntöisesti vain rikoksen yhteydessä. Ks. HE 109/2005, s. 194 ja Savela 2006, s. 341–346.

²²⁹ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 91.

²³⁰ Ks. II pääluvun 2. alaluku.

3.1 Vahingonkorvaus

3.1.1 Johdon vastuu

Vahingonkorvaus on rahoitusapusäännöksen rikkomisen seuraamuksista kaikkein tyypillisin²³¹. Vastuuseen säännöksen rikkomisesta voivat joutua sekä yhtiön johto että osakkeenomistajat. Johdon yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu määräytyy OYL 22:1 §:n perusteella. Sen 1. momentin mukaan:

”Hallituksen jäsenen, hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan on korvattava vahinko, jonka hän on tehtävässään 1 luvun 8 §:ssä säädetyn huolellisuusvelvoitteen vastaisesti tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle.”

ja 2. momentin mukaan:

”Hallituksen jäsenen, hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan on korvattava myös vahinko, jonka hän on tehtävässään muuten tätä lakia tai yhtiöjärjestystä rikkomalla tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle.”.

Rahoitusapusäännöksen rikkomisesta seuraava vahingonkorvausvastuu voi periaatteessa perustua kumpaan tahansa edellä mainituista momenteista, mutta käytännössä vahingonkorvausta vaativan tahon edun mukaista on perustaa vaatimuksensa 2. momentin mukaiseen vastuuperusteeseen. Tämä johtuu samaisen pykälän 3. momentin säännöksistä, joiden mukaan tuottamukseen liittyvä näyttötaakka on käännetty, kun OYL:a on rikottu muulla tavoin kuin rikkomalla sen 1. luvun yleisiä periaatteita. Toisaalta holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa näyttötaakka on joka tapauksessa käännetty, koska kyse on lähipiiritransaktiosta 3. momentin tarkoittamassa mielessä²³². Tulee huomata, että näyttötaakka on käännetty vain tuottamuksen osalta. Vahingon ja syy-yhteyden näyttäminen on normaalisti kantajan vastuulla.

Vahingon ja johdon tekemän toimen välinen syy-yhteys syntyy joko suoraan johdon tekemän rahoituskiellon vastaisen rahoituspäätöksen kautta tai yhtiökokouksen hyväksymän rahoituspäätöksen toimeenpanon välityksellä. OYL 6:2.2 §:n mukaan hallitus ei saa panna täytäntöön yhtiökokouksen tekemää osakeyhtiölain vastaista

²³¹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 96.

²³² Järjestelyssä holding-yhtiön omistava yhtiön johto kuuluu siis OYL 8:6.2 §:n mukaisen lähipiirimäärittelyn piiriin.

päätöstä. Hallituksella on siis huolellisuusvelvollisuutensa perusteella velvollisuus arvioida yhtiökokouksessa tehtyjen päätösten laillisuutta. Näin ollen hallituksen tuottamus syntyy rahoituspäätöstä edeltäneen liiketoiminnallisen harkinnan kautta tai sen puuttumisen seurauksena. Voitaneen todeta, että syy-yhteyden tai tuottamuksen näyttäminen ei muodosta vahingonkorvausta vaativan tahon kannalta suurinta ongelmaa holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa. Varsinainen haaste on itse vahingon näyttäminen.

Vahingon aiheutumiseen liittyy lähtökohtaisesti kaksi tärkeää kysymystä: kenelle vahinko aiheutuu ja mikä on aiheutuva vahinko. Vahingon voitaisiin ajatella aiheutuvan yhtiölle ja sen osakkeenomistajille, jos rahoitusapua saava holding-yhtiö joutuisi maksukyvyttömäksi eikä pystyisi maksamaan velkaansa takaisin. Tämä näkökulma ei kuitenkaan käytännössä toimi, koska holding-yhtiöllä ei ole muita velkojia ja annettu rahoitusapu palautuu takaisin yhtiöön osakkeiden merkintämaksuna tai siirtyy osakkeenomistajille osakkeiden uusmerkinnän kautta. Vahingon aiheutuminen tässä relaatiossa edellyttäisi sitä, että yhtiön saaminen muuttuisi arvottomaksi. Tämä tarkoittaisi kuitenkin käytännössä, että yhtiön osakkeen arvo laskisi huomattavasti ja tämän seurauksena osakkeiden hankkimiseen käytettyjä varoja ei voitaisi realisoida osakkeiden myynnin kautta täysimääräisesti tai lainkaan.

Vahingon voitaisiin periaatteessa katsoa aiheutuvan kolmannelle osapuolelle sellaisessa tilanteessa, jossa yhtiön antama rahoitusapu katsottaisiin laittomaksi varojen jaoksi. Tällainen toimi loukkaisi OYL 1:3 §:n pääoman pysyvyyden periaatetta ja voisi näin ollen olla velkojien intressien vastainen. Tilanne ei kuitenkaan käytännössä toimi, koska velkojille tosiasiallisesti aiheutuvat vahingot konkretisoituvat vasta kun velkojatahosen saatavat ovat myöhässä tai tulevat maksettaviksi yhtiön joutuessa konkurssiin²³³. Ulkopuolisten tahojen saatavat perustuvat muutenkin pääasiallisesti kahdenvälisiin sopimuksiin ja ovat näin ollen ensisijaisesti sopimukseen perustuvan vahingonkorvauksen piirissä. Mielestäni rahoitusapusäännöksen rikkominen tutkielman aiheen mukaisen kannustinjärjestelyn kontekstissa ei todennäköisesti aiheuttaisi todellista vahinkoa yhtiön ulkopuolisille tahoille.

²³³ Ks. Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 760–761. Kirjoittajien mukaan velkojien vahingot aktualisoituvat käytännössä usein juuri yhtiön konkurssissa. Tällöin konkurssivelkojat käyttävät yhtiön puhevaltaa ja saavat oikeuden vedota muun muassa yleisen huolellisuusvelvoitteen rikkomiseen perustuviin seikkoihin.

3.1.2 Osakkeenomistajan vastuu

Osakkeenomistajan yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu määräytyy OYL 22:2 §:n perusteella. Sen 1. momentin mukaan:

”Osakkeenomistajan on korvattava vahinko, jonka hän on myötävaikuttamalla tämän lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttanut yhtiölle, toiselle osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle.”.

Korvausvastuu ei kuitenkaan juuri koskaan kosketa pörssiyhtiön yhtiökokoukseen osallistuvaa pienomistajaa, koska tältä ei voida edellyttää päätöksenteossa vaadittavaa tietämystä tai aktiivisuutta. Vaikka yhtiökokouksen välityksellä tapahtuva vaikuttaminen on käytännössä pääsääntö, voi lain tarkoittama myötävaikutus toteutua muutenkin, kuten esimerkiksi emoyhtiöllä yhtiön hallitukseen olevan määräysvallan kautta. OYL 22:2.2 §:n perusteella osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuseen sovelletaan samaa lähipiiritransaktioihin liittyvää käännettyä näyttötaakkaa kuin johdonkin vastuuseen. Sen sijaan OYL:n tai yhtiöjärjestyksen rikkominen ei yksistään käännä näyttötaakkaa osakkeenomistajan tapauksessa. Tämä johtuu edellä mainitusta piensijoittajanäkökulmasta sekä osakkeenomistajien keskinäisistä eroavaisuuksista.²³⁴

Kuten johdon vastuuta käsittelevässä osiossa tuotiin esiin, voi johdon vastuu perustua yhtiökokouksen tekemän osakeyhtiölain vastaisen päätöksen täytäntöönpanoon. Tässä tilanteessa lain vastaisen yhtiökokouspäätöksen syntymiseen myötävaikuttaneet osakkeenomistajat voivat joutua vastuuseen edellä mainitun lainkohdan perusteella²³⁵. Tällöin sekä yhtiön johto että yhtiökokouspäätökseen myötävaikuttaneet osakkeenomistajat voivat olla yhdessä vastuussa rahoitusapuseränsä rikkomisesta aiheutuneista vahingoista. Osakkeenomistajan vahingonkorvausvastuuseen liittyvä syy-yhteys aiheutuvaan vahinkoon syntyy siis hänen yhtiökokouspäätökseen suuntautuvan myötävaikutuksensa kautta.

Tuottamuksen arvioinnissa vaikuttavat puolestaan edellä mainitut osakkeenomistajien väliset eroavaisuudet. Vaikka tuottamusarviointia voidaan tehdä osakeomistuksen suuruuden näkökulmasta, ei huomiota tulisi kuitenkaan kiinnittää pelkästään tähän.

²³⁴ HE 109/2005, s. 196.

²³⁵ Ks. Savela 2006, s. 191. Savelan mukaan päätöksen puolesta äänestäneiden osakkaiden katsotaan myötävaikuttaneen päätöksen syntymiseen, vaikka heidän äänensä eivät olisikaan olleet ratkaisevassa asemassa.

Painoarvoa tulisi antaa myös osakkeenomistajan tosiasiallisille vaikutusmahdollisuuksille yhtiössä ja sille kuinka aktiivisesti hän niitä käyttää.²³⁶ Osakkeenomistajien tuottamusarvioinnin suorittaminen on juuri heidän erilaisuutensa vuoksi vaikeampaa kuin vastaava arviointi yhtiön johdon osalta. Johdolta voidaan edellyttää tiettyä huolellisuuden ja osaamisen tasoa, joka vaikuttaa suoraan suoritettavaan arviointiin ja jota osakkeenomistajilta ei suoraan voida vaatia.²³⁷

Rahoitusapusäännöksen rikkomiseen kannustinjärjestelyn kontekstissa ei osakkeenomistajien vastuun näkökulmasta liity mitään ylimääräistä elementtiä verrattuna aiemmin johdon vastuuta käsitelleessä osiossa mainittuihin tilanteisiin. Toisin sanoen vahingon aiheutumisen tilanteet ja vahinkojen luonteet ovat yhteneviä niin osakkeenomistajien kuin johdon vastuutilanteiden osalta. Sama pätee kyseisten vahinkojen toteen näyttämisen haastavuuteen. Myös osakkeenomistajien vastuun osalta vahinkojen aiheutuminen edellyttää käytännössä holding-yhtiön maksukyvyttömyyttä ja näin ollen pörssiyhtiön osakkeen arvon laskua tai vaihtoehtoisesti kannustinjärjestelmän perustaneen pörssiyhtiön maksukyvyttömyyttä. Kuten edellä on todettu, kumpikaan näistä näkökulmista ei ole käytännössä toimiva.

3.2 Varojen palautusvelvollisuus

OYL 13:4 §:ssä säädetään, että vastoin OYL:n tai yhtiöjärjestyksen määräyksiä yhtiöstä saadut varat on palautettava. Lisäksi palautusvelvollisuuden syntyminen edellyttää, että varojen saaja tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää varojen jakamisen tapahtuneen OYL:n tai yhtiöjärjestyksen vastaisesti. Rahoitusapusäännöksen vastainen menettely ei kuitenkaan yleensä johda varojen palautusvelvollisuuden konkretisoitumiseen, koska kysymyksessä ei varsinaisesti ole varojen jakaminen. Tilanne voi kuitenkin olla toinen, jos säännöksen vastaisella rahoitusavulla pyritään tosiasiasa varojen jakamiseen.²³⁸ Selvänä esimerkkinä tällaisesta tilanteesta on nähty sellainen järjestely, jossa perustetaan yhtiö, jonka ainoana tehtävänä on hankkia yhtiön osakkeet vanhoilta osakkeenomistajilta ja käyttää tähän varoja, jotka yhtiö on tälle lainannut. Jos osakkeiden hankinnan suorittaneen yhtiön ei ole tarkoituskaan maksaa saamaansa lainaa takaisin, niin kysymys

²³⁶ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 769. Ks. myös Kaisanlahti 2002, s. 14, jonka mukaan osakkeenomistajiin kohdistuvat vaatimukset ovat sitä suurempia mitä suurempi heidän omistuksensa on.

²³⁷ Ks. Savela 2006, s. 187.

²³⁸ HE 109/2005, s. 130.

on laittomasta varojenjaosta.²³⁹ Tällöin varojen palautusvelvollisuus tulisi sovellettavaksi²⁴⁰.

Varojen palautusvelvollisuus rahoitusapusäännöksen rikkomisen seurauksena edellyttäisi siis annetun rahoitusavun määrittelemistä laittomaksi varojenjaoksi²⁴¹. Tällöin rahoitusavusta koituvat hyödyt (laittomasti jaetut varat) menisivät joko yhtiön vanhoille osakkeenomistajille tai yhtiön johdolle. Holding-osakekannustinjärjestelmän perustamisvaiheessa annettavan rahoitusavun määrittelemisen laittomaksi varojenjaoksi edellyttäisi siis käytännössä sitä, että yhtiön antamaa rahoitusapua ei olisi tarkoitus maksaa takaisin tai että annettu rahoitusapu olisi alihintaista²⁴². Lisäksi yhtiön johdon tai vanhojen osakkeenomistajien tulisi tietää tai heidän olisi tullut tietää, että rahoitusavun antaminen rikkoo rahoitusapusäännöksen kieltoa.

Toisaalta on myös esitetty näkökanta, jonka mukaan rahoituskiellon rikkomiseen tulisi soveltaa OYL 13:4 §:n mukaista palautusvelvollisuutta riippumatta siitä luokitellaanko rahoituskiellon vastainen toimi varojenjaoksi vai ei. Tätä näkökulmaa on perusteltu sillä, että OYL 13:4 § sisältää maininnan ”saaduista varoista” - ei jaetuista. Lisäksi soveltuvuutta on perusteltu yleisellä velkojiensuojalla. Säännöksen sanamuodon ja velkojiensuoja-aspektin on näin ollen katsottu sivuuttavan hallituksen esityksessä mainitun tulkinnan palautusvelvollisuuden pääsääntöisestä soveltumattomuudesta rahoituskiellon vastaisiin toimiin.²⁴³ Säännöksen kieliasu on kieltämättä tulkinnanvarainen ja kaipaisi selventävää muutosta.

Varojen palautusvelvollisuuden soveltaminen rahoitusapusäännöksen rikkomiseen tulisi näkemykseni mukaan kysymykseen ainoastaan silloin, kun annettu rahoitusapu olisi alihintaista ja yhtiön johto tietäisi tämän tarkoittavan säännöksen rikkomista. Niin kauan kuin rahoitusapu on markkinahintaista ja perustettavan järjestelyn ehdoissa sovitaan

²³⁹ Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 97.

²⁴⁰ OYL 25:1 §:n 4. kohdan mukaan osakeyhtiörikkoksesta tuomitaan se, joka tahallaan jakaa yhtiön varoja OYL:n säännösten vastaisesti ja samalla loukkaa osakkeenomistajien tai velkojien etua. Jos rahoitusapu tulkittaisiin laittomaksi varojen jaoksi ja varojen jakaminen olisi tahallista, niin edellä mainittu rikostunnusmerkistö voisi täytyä. Lisäedellytyksenä tunnusmerkistön täyttymiselle on vaatimus siitä, että teko ei ole vähäinen. Myös Iso-Britanniassa rahoituskiellon vastaisesti toimimisesta voidaan rangaista rikosseuraamuksella. Erona Suomen sääntelyn on se, että Iso-Britanniassa on säädetty rahoituskiellon rikkomisen rikosseuraamuksesta erikseen omassa lainkohdassa. Ks. Companies Act 2006, 680 §.

²⁴¹ Laiton varojenjako määritellään OYL 13:1.3 §:ssä. Sen mukaan laitonta varojenjakoja ovat kaikki sellaiset menettelyt jotka eivät ole OYL 13:1 §:n 1. tai 2. momentin mukaisia ja joiden seurauksena yhtiön varat vähenevät tai velat lisääntyvät ilman liiketaloudellista perustetta.

²⁴² Esimerkkinä laittomasta varojenjaosta on nähty liiketoimi, jossa myydään omaisuutta tai palveluita alihintaan. Ks. Ossa – Saarnilehto – Villa 2007, s. 98. Mielestäni esimerkki vastaa pitkälti alihintaista rahoitusavun antamista.

²⁴³ Kyläkallio ym. 2008, s. 1147.

rahoitusavun takaisin maksamisesta tarpeeksi seikkaperäisesti, ei liene mitään syytä tulkita annettua rahoitusapua laittomaksi varojen jaoksi.

3.3 Rahoitusapuna annetun pantin pätemättömyys

Jos yhtiö antaa pantin osakkeiden ostajatahon ottaman velan vakuudeksi, niin rahoitusapusäännöksen rikkomisen seurauksena voi esille nousta kysymys pantin pätevydestä rahoittajatahoa kohtaan. OYL:ssa ei ole säädetty suoranaisesti siitä, miten rahoitusapuna annetun pantin pätemättömyyden vaikutukset ulottuvat sivullissuhteessa. Kysymys on siitä, tuleeko osakkeiden ostajaa rahoittaneen tahon palauttaa kohdeyhtiöltä saamansa pantti jos se katsotaan rahoitusapusäännöksen vastaiseksi. Asiaa on tulkittu lähtökohtaisesti kahdella eri tavalla. Koska osakeyhtiölaissa ei ole nimenomaista säännöstä pantin pätevydestä sivullissuhteissa, on katsottu, että panttausta ei voida katsoa pätemättömäksi. Tällöin rahoittajataholla olisi oikeus pitää pantti itsellään. Toisaalta tilanteeseen on nähty soveltuvan OYL 6:28.1 §, jonka mukaan yhtiön edustajan tekemä oikeustoimi ei sido yhtiötä, jos edustaja on toiminut vastoin OYL:ssa säädettyä kelpoisuuden rajoitusta. Kelpoisuuden rajoituksella tarkoitetaan OYL:n säännöksiä eri toimielinten välisestä tehtävien jaosta sekä säännöksiä, joissa tietyt oikeustoimet on kokonaan kielletty. Näihin kiellettyihin toimiin on laskettu kuuluvaksi VOYL:n 12:7 §:n vastaisesti osakkeenomistajille annetut lainat.²⁴⁴ Jos rahoituskieltoa rikkova panttaus katsottaisiin kuuluvaksi edellä mainittujen kiellettyjen toimien joukkoon, olisi panttaus pätemätön riippumatta siitä, oliko rahoittajataho vilpittömässä mielessä vai ei.²⁴⁵

Pantin sitovuusongelma on vaikea, koska olemassa ei ole nimenomaista säännöstä eikä ongelmaa suoranaisesti käsittelevää oikeuskäytäntöä²⁴⁶. Yhdeksi ratkaisua tukevaksi

²⁴⁴ Ks. HE 89/1996, s. 109. Pykälään sisältyy VOYL:n rahoitusapu- sekä lähipiirilainasääntely.

²⁴⁵ Ks. Immonen 2008, s. 44–45 ja Kyläkallio ym. 2008, s. 1147, joiden mukaan OYL 6:28 §:n mukainen kelpoisuuden ylityksestä seuraava toimen pätemättömyys voisi soveltua rahoituskiellon rikkomiseen ja näin ollen tehdä panttauksen pätemättömäksi. Ks. myös Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2010b, s. 96 alaviitteineen. Kirjoittajien kanta panttauksen pätevydestä jää hieman epäselväksi, mutta on nähtävästi varovaisempi OYL 6:28 §:n soveltumisen osalta kuin edellä mainittujen kirjoittajien.

²⁴⁶ Oikeuskäytännössä on hyväksytty yhtiön toimialan ja tarkoituksen vastainen panttaus tai muu vakuudenanto päteväksi, jos kaikki osakkeenomistajat ovat sen hyväksyneet. Ks. KKO 1992:190, jossa yhtiön antama takaus oli ollut sen toimialan vastainen, mutta siitä huolimatta pätevä. Ks. myös KKO 1986 II 136, jossa yhtiön tekemä panttaus oli pätevä, vaikka se ei ollut yhtiön toimialaan kuuluva. Kaikki yhtiön osakkaat olivat hyväksyneet panttauksen. Tulee kuitenkin huomata, että rahoituskieltoa rikkova panttaus muodostaa erilaisen tilanteen verrattuna edellä mainittuihin KKO:n tapauksiin, koska kysymys on kelpoisuuden ylityksestä, ei toimialasta poikkeamisesta.

näkökulmaksi on esitetty intressivertailua pantin antaneen yhtiön ja pantinsaajan välillä. On todettu, että vilpillisessä mielessä olevan panttivelkojan ei olisi perusteltua saada osakseen niin vahvaa suojaa, että panttaus olisi joka tilanteessa pätevä.²⁴⁷ Toisaalta voitaneen kysyä, onko yhtiön perusteltua saada niin suurta suojaa kuin OYL 6:28 § sille antaa. Tällöinhän panttaus olisi pätemätön riippumatta pantinsaajan vilpittömästä mielestä. Esimerkiksi Ruotsissa rahoituskiellon rikkomisen aiheuttama pätemättömyys on kytketty juuri pantinsaajan tietoisuudesta riippuvaiseksi. Näin ollen pantinsaaja pitää vahinkonaan kaiken sen ja vain sen, josta hän on panttaushetkellä ollut tietoinen tai josta hänen olisi tullut olla tietoinen. Näyttötaakka pantinsaajan tietoisuudesta on yhtiöllä.²⁴⁸ Sääntely eroaa OYL:sta siinä mielessä, että edes kelpoisuuden ylitystilanteissa yhtiölle ei anneta poikkeuksetonta suojaa. Suomessa sääntelyn taustajatuksena on se, että OYL:n rikkomisen kautta tapahtunut kelpoisuuden ylitys tulisi olla suoraan kaikkien yhtiön sidosryhmien tiedossa²⁴⁹. Kysymys on siis pantinsaajalle asetetusta yleisestä velvollisuudesta tuntea lain säännökset.

Mielestäni rahoituskiellon vastaiseen panttaukseen tulee soveltaa OYL 6:28.1 §:n mukaista sääntöä, koska tästä on nimenomaisesti VOYL:n esitöissä mainittu²⁵⁰. Tämä tarkoittaa sitä, että OYL 13:10.1 § kuuluu esitöissä mainittujen säännösten joukkoon, joissa kielletään tiettyjen oikeustoimien tekeminen. Säännöksen soveltavuudesta huolimatta sen relevanssia holding-osakekannustinjärjestelmän perustamisvaiheen rahoitusavun kontekstissa rajoittavat kuitenkin käytännön seikat. Kaikissa tähän mennessä perustetuissa järjestelyissä on annettu rahoitusapu ollut rahalainan muodossa, ei pantin²⁵¹. Muutosta tähän käytäntöön on tuskin odotettavissa, koska panttausta ei kovin mielellään järjestelyn perustamisvaiheessa suoriteta siihen liittyvien ylimääräisten kustannusten ja muiden ulkopuolisen rahoittajan mukanaan tuomien ongelmien vuoksi. Tämä käytännön seikka vähentää pantin pätemättömyyttä koskevan ongelman merkitystä kyseessä olevan kannustinjärjestelyn kontekstissa.

²⁴⁷ Immonen 2008, s. 45.

²⁴⁸ Ks. ABL 21:11 §.

²⁴⁹ Ks. HE 89/1996, s. 109.

²⁵⁰ Ibid, s. 109. VOYL:n esityöt ovat tämän osalta edelleen ajantasaisia, koska OYL:n esitöissä todetaan, että nykyinen sääntely vastaa VOYL:n mukaista sääntelyä. Ks. HE 109/2005, s. 89.

²⁵¹ Ks. Taulukko 1 tutkielman sivulla 20.

V LUKU – YHTEENVETO

Alaluvussa II määriteltiin kolme erilaista näkökulmaa holding-osakekannustinjärjestelmän ja rahoituskielto­säännöksen väliseen soveltu­vuus­suhteeseen. Ensimmäisen näkökulman mukaan OYL 13:10.1 §:n pääsääntöä sovel­letaan järjestelyn rahoitustapahtumaan. Toisen näkökulman mukaan sovellettavaksi tulee OYL 13:10.2 §:n poikkeus. Kolmas näkökulma lähtee puolestaan siitä, että kumpikaan yllä mainituista lainkohdista ei sovellu järjestelyyn. Tulkinnanvaraisuuden keskiössä ovat ”ulkopuolisen” ja ”työntekijän” määritelmät. Yhteenveto etenee siten, että ensiksi käsitellään sekä rahoituskie­llon pääsäännölle että poikkeukselle yhteiset tulkinta­argumentit. Tämän jälkeen käsitellään sekä pääsäännön että poikkeuksen tulkintakysymys. Lopuksi otetaan lyhyesti kantaa kontekstiin liittyvään jatkotutkimuksen tarpeellisuuteen.

1 Yhteiset tulkinta-argumentit

Nähdäkseni rahoitusapuserä­ säännöksen velkojien suoja-aspektin näkökulmasta ei estettä yllä mainittujen määritelmien lauantavalle tulkinnalle pitäisi olla. Tämä kuitenkin edellyttää, että järjestelyyn sisältyvät velkojariskit on otettu sen perustamisvaiheessa riittävällä tavalla huomioon. Velkojariskien realisoitumiset ovat hyvin epätodennäköisiä silloin, (i) kun yhtiö on vakavarainen eikä järjestelyn perustaminen vaaranna sen velkojen maksua ja (ii) kun holding-yhtiö on vakavarainen ja sen maksukyvyttömyysriski on pieni. Näitä päämääriä voidaan edistää huolellisella taloudellisella harkinnalla järjestelyn perustamisvaiheessa sekä rajaamalla holding-yhtiön toimiala pörssi­yhtiön osakkeiden omistamiseen. Lisäksi holding-yhtiön osakassopimuksessa voidaan vielä erikseen sopia, että holding-yhtiön vastuita tai sitoumuksia ei saa kasvattaa ilman pörssi­yhtiön lupaa. Tällöin ainoaksi velkojariskejä synnyttäväksi seikaksi jää holding-yhtiön omaisuuden eli pörssi­yhtiön osakkeiden arvon laskemisesta aiheutuva luottotappiokirjaus pörssi­yhtiön taseessa. Tämänkin riskin realisoituminen edellyttää kuitenkin pörssi­yhtiön heikkoa maksukykyisyyttä ja siitä seuraavaa maksuviivästystä.

Yhdenvertaisuusperiaate ei nähdäkseni muodosta estettä lauantavalle tulkinnalle, kun tietyt järjestelyä koskevat edellytykset täyttyvät. Koska yhdenvertaisuusperiaatteen

liittyvät ongelmat syntyvät järjestelyn perustamisen yhteydessä annettavan rahalainan alihintaisuuden tai suunnatussa osakeannissa annettavien osakkeiden markkinahintaa alemman merkintähinnan seurauksena, olisi ongelmien syntyminen varsin vaivattomasti vältettävissä. Lähtökohtana laaventavalle tulkinnalle olisivat tällöin rahalainan koron ja osakkeiden merkintähinnan markkinaehtoisuus. Nämä seikat tulee kuitenkin suhteuttaa järjestelyn kannustinvaikutuksesta yhtiölle ja osakkeenomistajille koituviin hyötyihin. Jos osakkeet hankitaan puolestaan vanhoilta osakkeenomistajilta, tulisi yhtiön välttää järjestelyn tulkitseminen peiteltyksi omien osakkeiden hankkimiseksi. Tätä tulkintaa voidaan ehkäistä hankkimalla osakkeet anonyymisti markkinoilta sekä dokumentoimalla järjestelystä yhtiölle koitua hyöty mahdollisimman seikkaperäisesti. Voitontuottamistarkoituksen näkökulma liittyy puolestaan suoraan järjestelyn osakkeenomistajien edun mukaisuuteen. Kun perustettava kannustinjärjestelmä on tosiasiallisesti osakkeenomistajien edun mukainen, ei voitontuottamistarkoitus nähdäkseni estä laaventavaa tulkintaa. Edellytyksenä edelliselle on lisäksi se, että järjestelystä ei koidu yhtiölle kielteisiä seuraamuksia mainekustannusten tai esimerkiksi vahingonkorvausvastuun muodossa.

Rahoituskieltoäännöksen rikkomisen seuraamuksista tyypillisin on vahingonkorvaus. Holding-osakekannustinjärjestelmän kontekstissa vahingonkorvausvastuun realisoituminen edellyttää kuitenkin yhtiön saamisen muuttumista arvottomaksi sekä yhtiön maksukyvyttömyyttä. Tilanne liittyy edellä mainittuihin velkojariskien realisoitumisiin, joita käsiteltiin rahoitusapusäännöksen velkojiensuoja-aspektin näkökulmasta. Koska velkojien vahingot konkretisoituvat vasta insolvenssitilanteessa, on todellisten vahinkojen aiheutuminen järjestelyn rahoitustapahtuman kontekstissa epätodennäköistä.

Rahoituskiellon rikkomisen seuraamuksina voivat tulla kyseeseen myös OYL 13:4 §:n mukainen varojen palautusvelvollisuus tai rahoitusapuna annetun pantin pätemättömyys. Varojen palautusvelvollisuus voi konkretisoitua vain silloin, kun kysymyksessä on tosiasiallisesti varojenjakoa. Nähdäkseni järjestelyn rahoitustapahtumaa ei tule tulkita varojenjaoksi ainakaan silloin, kun annettu rahoitusapu on markkinahintaista ja varojen takaisinmaksusta sovitaan riittävän seikkaperäisesti. Pantin pätemättömyys tulee puolestaan kysymykseen kelpoisuuden ylityksenä OYL 6:28.1 §:n mukaisesti. Toteutettuihin järjestelyihin ei ole kuitenkaan sisältynyt panttauksen muodossa annettavaa rahoitusapua, vaan pelkästään puhtaita

rahalainoja. Tämä vähentää kyseisen seuraamuksen tulkinta-arvoa järjestelyn kontekstissa.

Seuraamusten näkökulmasta ei estettä laventavalle tulkinnalle pitäisi nähdäkseni olla. Tämä edellyttää kuitenkin edellä mainittujen yksityiskohtien huomioon ottamista järjestelyn perustamistoimissa. Lisäksi laventavaa tulkintaa edesauttaa annettavan rahoitusavun rahalainan muotoisuus. Jos annettava rahoitusapu on muodoltaan panttaus, voidaan tilannetta ulkopuolisen rahoittajan intressien vuoksi arvioida toisin.

2 Tulkintakannanotto

Vaikka edellä mainitut näkökulmat eivät tietyin ehdoin estäkään rahoitusapusäännöksen määritelmien laventavaa tulkintaa, eivät ne nähdäkseni ole riittäviä OYL 13:10.1 §:n osalta. Huolimatta siitä, että ulkopuolisen käsite on jossain määrin tulkinnanvarainen, ovat sille annetut merkityssisällöt varsin yhtenäisiä. Tämä pätee sekä Suomen että Iso-Britannian rahoitusapusääntelyyn. Molemmissa maissa ulkopuolisen on katsottu tarkoittavan kaikkia muita tahoja kuin yhtiötä itseään. Koska määritelmän on katsottu kattavan myös yhtiön tytäryhteisöt, osakkeenomistajat ja toimielinten jäsenet, voidaan määritelmän katsoa olevan hyvin tiukka eikä näin ollen laventavasti tulkittavissa holding-osakekannustinjärjestelmän yhteydessä. Näin ollen tulkintasuositukseni OYL 13:10.1 §:n pääsäännön osalta on se, että johdon holding-yhtiötä on pidettävä säännöksessä tarkoitettuna ulkopuolisena tahona.

OYL 13:10.2 §:n mukaisen poikkeuksen osalta on tilanne nähdäkseni erilainen. Suurimmat työntekijän määritelmään liittyvät epävarmuudet ovat itse holding-yhtiö ja järjestelyyn osallistuva toimitusjohtaja. Vaikka holding-yhtiö ei itsessään ole pörssiyhtiön työntekijä, voidaan se mielestäni laskea määritelmän piiriin kuuluvaksi. Poikkeus soveltuu nimenomaisesti toimiin, joiden tarkoituksena on osakkeiden hankkiminen yhtiön työntekijöille²⁵². Vaikka osakkeet ensivaiheessa hankkiva taho onkin holding-yhtiö, on järjestelyn lopullinen tavoite osakkeiden hankkiminen holding-yhtiön omistaville johdon jäsenille. Tulee huomata, että järjestelyn purkamismuodolla voi olla merkitystä tämän argumentin osalta. Poikkeuksen soveltumista edesauttaa

²⁵² Iso-Britannian rahoitusapusääntelyyn sisältyvä kannustinjärjestelmän perustamiseen liittyvä ehdollinen poikkeus sisältää myös saman sanamuodon (*"for the purposes of"*). Samoin pääomadirektiivin 23 artiklan osalta.

sellainen purkamismuoto, jossa holding-yhtiön omistavat johdon jäsenet saavat pörssiyhtiön osakkeita. Esimerkiksi selvitysmenettelyn kautta tapahtuvassa purkamisessa likvidaatiota voi edeltää osakkeiden myynti markkinoille tai pörssiyhtiölle itselleen. Tällöin johdon jäsenet saavat jako-osansa rahana, eivät osakkeina. Tässä tapauksessa poikkeuksen sanamuoto ei ainakaan muodollisesti täyty. Huomiota tulee kuitenkin kiinnittää järjestelyyn kokonaisuutena. Lisäksi tulee huomata, että henkilöstörahastojen kautta tapahtuvassa kannustamisessa yhtiön työntekijät eivät tosiasiaa omista yhtiön osakkeita missään vaiheessa. Silti rahastojen osakehankintojen rahoittaminen on sallittua.

Toimitusjohtajan kuuluminen poikkeuksen soveltamisalan piiriin on mielestäni perusteltua. Toimitusjohtajan osallistumiselle ei ole yleisistä yhtiöoikeudellisista periaatteista johtuvaa estettä, koska ei ole olemassa toimitusjohtajan asemasta lähtöisin olevaa syytä, jonka vuoksi häntä tulisi kohdella erillä tavoin kuin esimerkiksi yhtiön hallitusta tai operatiivista johtoa. Lisäksi voitontuottamistarkoituksen ja johdon lojaliteettivelvollisuuden näkökulmasta on suotavaa, että myös toimitusjohtaja, yhtenä yhtiön keskeisenä toimijana, voidaan sisällyttää sitoutettavan johdon piiriin. Tästä tavoitteesta on kysymys henkilöstörahastoille annetussa mahdollisuudessa myöntää jäsenyys myös toimitusjohtajalle. Kysymys on johdon kannustamisesta, jossa toimitusjohtajalla on tärkeä rooli. En näe syytä miksi saman käytännön ei tulisi olla mahdollinen rahoituskiellon poikkeussäännöksen osalta. Varsinkin kun otetaan huomioon, että perinteinen näkemys toimitusjohtajan asemasta on vahvasti työoikeudellisen kontekstin värittävä.

Poikkeussäännöksen sallimat toimet tulee tehdä jakokelpoisten varojen rajoissa. Varojen määritelmään liittyy pääluvussa III käsiteltyjä tulkinnanvaraisuuksia. Varojen suppea tulkinta rajaa jakokelpoisten varojen käsitteen yhtiön viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen osoittamaan vapaan oman pääoman määrään. Laventava tulkinta lisää edellä mainittuihin varoihin vielä OYL 14 luvun velkojien suojaamenettelyä noudattamalla jaettavissa olevat varat, kuten ylikurssi- tai vararahaston. Holding-osakekannustinjärjestelmän kannalta ei varojen käsitteen tulkinnalla ole nähdäkseni kovin suurta merkitystä, koska laventava tulkinta ei tarjoaisi mitään ylimääräistä elementtiä järjestelyyn liittyen eikä suppea tulkinta puolestaan vaikeuta tai estä järjestelyn perustamista millään tavalla.

Edellä käsitellyillä perusteilla voin todeta, että holding-osakekannustinjärjestelmän ja OYL 13:10 §:n mukaisen omien osakkeiden hankinnan rahoituskiellon välinen soveltuvuussuhde on II pääluvun 2. vaihtoehdon mukainen silloin, kun edellä mainitut järjestelyn perustamiseen liittyvät edellytykset ovat kunnossa. Näin ollen tulkintasuositukseni rahoituskieltosäännöksen poikkeuksen osalta on se, että johdon holding-yhtiö voidaan katsoa kuuluvaksi työntekijän määritelmän piiriin. Tämä pätee myös silloin, kun yhtiön toimitusjohtaja on osa järjestelyä. Tätä taustaa vasten voidaan todeta, että holding-osakekannustinjärjestelmän perustamisvaiheen rahoitusapu on osakeyhtiölain mukaista.

3 Jatkotutkimuksen tarpeellisuus

Vaikka tämä tutkimus on tietämykseni mukaan ensimmäinen kyseessä olevasta näkökulmasta tehty, ei se nähdäkseni ole varsin hedelmällinen jatkotutkimuksen tekemisen kannalta. Kyseessä oleva näkökulma on toki järjestelyn kannalta tärkeä, mutta mahdollisen jatkotutkimuksen kannalta olisi tarkoituksenmukaisempaa keskittyä laajempaan kokonaisuuteen. Esimerkiksi aiheen mukaisen kannustinjärjestelmän käyttöön liittyvien todellisten osakkeenomistajille suuntautuvien hyötyjen ja yhtiölle koituvien kustannusten vertailu optiopohjaisten kannustinjärjestelmien kanssa voisi olla kiinnostava, vaikkakaan ei kovin juridinen aihe. Kannustinjärjestelmissä on kuitenkin viime kädessä kysymys johdon ottamien riskien kautta osakkeenomistajille syntyvistä hyödyistä.

Järjestelyn tehokkuus liittyy vahvasti verotuksellisiin näkökulmiin. Itselläni on tutkielman teon kuluessa herännyt kysymys, kuinka pitkälle verotuksellisesti optimoituja järjestelyitä lainsäädäntömme tulisi hyväksyä ja millä tavoin järjestelystä välillisesti yhteiskunnalle koituvat hyödyt tulisi tässä arvioinnissa ottaa huomioon. Toisin sanoen, onko löydettävissä tasapaino verotuksen optimoimisen sekä siitä välillisesti koituvien hyötyjen välillä ja missä tuo tasapaino sijaitsee. Tämä on mielestäni mielenkiintoinen ja haastava kysymys.