

Välpääomarahoitusinstrumentit osakeyhtiön rahoituskeinona

Lapin yliopisto

Pro gradu -tutkielma

Juho Tuomi

Kauppaoikeus

Kevät 2016

SISÄLLYSLUETTELO

LÄHDELUETTELO	III
LYHENTEET	XV
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuksen aihepiiristä	1
1.2 Tutkimuskysymykset ja –metodi	2
1.3 Tutkielman rakenne	4
1.4 Tutkimuksen tarve ja aikaisempi tutkimus aiheesta	4
2 OSAKEYHTIÖSTÄ JA RAHOITUKSESTA	6
2.1 Osakeyhtiön oikeudelliset perusteet	6
2.1.1 Osakeyhtiöoikeudelliset järjestelmät	6
2.1.2 Osakeyhtiöoikeudelliset periaatteet	7
2.1.3 Sopimusvapaus	10
2.1.4 Sopimusverkkomalli	11
2.1.5 Päämies–agentti-teoria	12
2.2 Osakeyhtiön toiminnan luonne ja rahoituksen tarve	13
2.2.1 Raha- ja reaaliprosessi	13
2.2.2 Yrityksen elinkaaren mukainen rahoituksen tarve	14
2.3 Oman ja vieraan pääoman tunnusmerkit	14
2.3.1 Osakeyhtiön oman pääoman jaottelu ja tunnusmerkit	14
2.3.2 Osakeyhtiön vieraan pääoman tunnusmerkit	15
2.4 Osakeyhtiön rahoituslajit	16
2.4.1 Oman pääoman ehtoiset sijoitukset	16
2.4.2 Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus	17
3 VÄLIPÄÄOMARAHOITUSINSTRUMENTIT	18
3.1 Välipääomarahoitusinstrumenttien keskeiset piirteet	18
3.1.1 Viimesijaisuus	18
3.1.2 Eräpäivättömyys	19
3.1.3 Jako-osaisuus	19
3.1.4 Kontrollioikeus	20
3.2 Keskeiset välipääomarahoitusinstrumentit	21
3.2.1 Vaihtovelkakirjalaina	21
3.2.2 Pääomalaina	24
3.2.3 Voitto-osuuslaina	26
3.2.4 Äänivallaton osake	26
3.2.5 Joukkovelkakirjalaina	28

3.2.6 Debentuurilaina	29
3.3 Joukkovelkakirjalainat pörssiyhtiön rahoituksessa.....	29
3.3.1 Pörssiyhtiöiden liikkeellelaskemat joukkovelkakirjalainat	29
3.3.2 Sanoma Oyj:n joukkovelkakirjalainat esimerkitapauksena.....	31
3.4 Välipääomarahoituksen verokohtelu.....	33
4 VÄLIPÄÄOMARAHOITUS MAKSUKYVYTTÖMYYSTILANTEESSA	36
4.1 Konkurssimenettely ja rahoittajan asema	36
4.1.1 Konkurssista ja välipääomarahoituksesta	36
4.1.2 Rahoittajan asema konkurssissa	38
4.1.3 Maksunsaantijärjestys konkurssissa	40
4.1.4 Sopimusehtojen sitovuus konkurssissa.....	41
4.1.5 Riskinjakosopimukset konkurssissa	43
4.2 Takaisinsaantimenettely konkurssissa ja yrityssaneerauksessa	44
4.2.1 Yleistä takaisinsaantimenettelystä	44
4.2.2 Rahoittaja velallisyhtiön läheisenä	46
4.2.3 TakSL 10 §:n mukaiset takaisinsaantiedellytykset.....	47
4.3 Välipääomarahoitusinstrumentit yrityssaneerausmenettelyssä.....	48
5 RAHOITTAJAN YHTIÖOIKEUDELLINEN ASEMA.....	50
5.1 Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä.....	50
5.1.1 Huolellisuusvelvollisuus ja liiketoimintapäätösperiaate	51
5.1.2 Lojaliteettivelvollisuus	54
5.1.3 Yhdenvertaisuus rahoittaja-yhtiö-relaatiossa.....	55
5.2 Päätöksenteosta ja moiteoikeudesta osakeyhtiössä.....	56
6 VÄLIPÄÄOMARAHOITUSINSTRUMENTTIEN KANSAINVÄLINEN SÄÄNTELY JA KÄYTTÖ.....	58
6.1 Ylikansallinen sääntely ja lainsäädäntöhankkeet.....	58
6.1.1 IFRS-standardin mukainen instrumenttien jaottelu	58
6.1.2 IAS 32 -standardin implementointi suomalaiseen lainsäädäntöön	59
6.1.3 Euroopan unionin emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutos	60
6.1.4 OECD:n BEPS-hanke.....	61
6.2 Rahoitussääntely erilaisissa yhtiöoikeudellisissa järjestelmissä	62
6.2.1 Ruotsi	62
6.2.2 Iso-Britannia ja Yhdysvallat	65
6.2.3 Saksa ja Itävalta	67
7 POHDINTA.....	71

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Beck J. & DeMarzo P.: Corporate Finance: International Edition. Pearson, Lontoo 2006.

Corporate Reform Collective: Fighting Corporate Abuse: Beyond Predatory Capitalism. Pluto Press, Lontoo 2014.

Cumming D.: The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press, Oxford 2012.

Demaria C.: Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around Capital (2nd Edition). Wiley, New Jersey 2013.

Franke G. & Hein J.: Securitisation of Mezzanine Capital in Germany. University of Konstanz, Konstanz 2007.

Frände D., Havansi E., Helenius D., Koulu R., Lappalainen J., Lindfors H., Niemi J., Rautio J., Virolainen J.: Prosessioikeus. Talentum, Helsinki 2012.

Gadanez B.: The syndicated loan market: structure, development and implications. BIS Quarterly Review 2004. Bank for International Settlements, Basel 2004.

Haaramo V., Palmuaro S. & Peill E.: IFRS-raportointi. Sanoma Pro, Helsinki 2013.

Halonen H. & Steiner M-L.: Tilintarkastusprosessi käytännössä. Talentum, Helsinki 2009.

Hannula A., Kari M. & Mäki T.: Osakeyhtiön hallituksen ja johdon vastuu. Talentum, Helsinki 2014.

Hemmo M.: Pankkioikeus. Talentum, Helsinki 2001.

Hemmo M. & Hoppu K.: Sopimusoikeus. Talentum, Helsinki 2015.

Hoppu E. & Hoppu K.: Kauppa- ja varallisuusosoikeuden pääpiirteet. Talentum, Helsinki 2005.

Hoppu K.: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Talentum, Helsinki 2004.

Immonen R. & Nuolimaa R.: Osakeyhtiöoikeuden perusteet, 2. uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2012.

IPF Research Programme: UK Development Finance Review 2015. Investment Property Forum, Lontoo 2015.

Kaisanlahti T., Jänkälä M. & Björklund M.: Kirjanpito-oikeus. Edita, Helsinki 2009.

Kaisanlahti T.: Minority shareholders in the Finnish system of Corporate Governance. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos ETLA, Helsinki 2002.

Karisto J.: Velkojien maksunsaantijärjestyksestä sopimisesta. Lakimies 3/2003 s.458-468. Lakimiesyhdistyksen kustannus, Helsinki 2003.

Katramo M., Laurila J. & Matinlaturi I.: Yrityskauppa. Talentum, Helsinki 2011.

Knuutinen R.: Vieraan pääoman vero-oikeudellinen uudelleenluokittelu etuyhteystilanteissa. Defensor Legis N:o 1/2015. Suomen Asianajajaliitto, Helsinki 2015.

Knüpfer S. & Puttonen V.: Moderni rahoitus. Talentum, Helsinki 2014.

Koppa K. E.M.: Eigenkapital, Fremdkapital und hybride Finanzierungen im internationalen Steuerrecht teoksessa Eigenkapital und Fremdkapital. Springer, München 2013.

Koski P. & Sillanpää M. J.: Yhtiöoikeus. Talentum, Helsinki 2015.

Koulu R.: Konkurssioikeus. Talentum, Helsinki 2009.

Koulu R.: Uusi konkurssilaki. Talentum, Helsinki 2004.

Koulu R., Lindfors H. & Niemi J.: Insolvenssioikeus. Talentum, Helsinki 2009.

KPMG International: Sweden: Taxation of Cross-Border Mergers and Acquisitions. KPMG, Tukholma 2014.

Könkkölä M. & Linna T.: Konkurssioikeus. Talentum, 2013.

Laurila J.: Juniorvelkojan asemasta suomalaisessa osakeyhtiössä. Defensor Legis N:o 4/2010. Suomen Asianajajaliitto, Helsinki 2010.

Lautjärvi K.: Välipääomarahoitusinstrumentit: Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiössä. Talentum, Helsinki 2015.

Lautjärvi K.: Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. Lakimies 7-8/2011, s. 1341-1362. Lakimiesyhdistyksen kustannus, Helsinki 2011.

Leppäniemi J., Leppäniemi R & Kaislanlahti T.: Oikeat ja riittävät kirjaukset. Talentum, Helsinki 2014.

Leppäniemi J. & Lounasmeri S.: Yritysrahoitus. Talentum, Helsinki 2015.

Leppäniemi J. & Walden R.: Tilinpäätös- ja verosuunnittelu. Talentum, Helsinki 2015.

Mähönen J.: Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja niiden käyttö Euroopassa ja Suomessa. Edita, Helsinki 2005. (Mähönen 2005a)

Mähönen J.: Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus. Edita, Helsinki 2005. (Mähönen 2005b)

Mähönen J.: Osakeyhtiön taloudellinen raportointi ja tilintarkastus. Edita, Helsinki 2009.

Mähönen J., Säiläkivi A. & Villa S.: Osakeyhtiölaki pienyhtiössä. Talentum, Helsinki 2007.

Mähönen J. & Villa S.: Osakeyhtiölaki käytännössä. Talentum, Helsinki 2013.

Mähönen J. & Villa S.: Osakeyhtiö I – Yleiset opit. 3.uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2015.

Mähönen J. & Villa S.: Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. Talentum, Helsinki 2012.

Mähönen J. & Villa S.: Osakeyhtiö III – Corporate Governance. Talentum, Helsinki 2010.

Mähönen J. & Villa S.: Osakeyhtiö IV – Osakeyhtiö ja verotus. Talentum, Helsinki 2009.

Mäntysaari P.: Mitä etua yhtiön on edistettävä? Defensor Legis N:o 4/2013. Suomen Asianajajaliitto, Helsinki 2013.

Mäntysaari P.: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law: Volume III. Springer, New York 2009.

Määttä K.: Uuden osakeyhtiölain pääkohtia, www.edilex.fi/lakikirjasto/4237. Edita, Helsinki 2007.

Määttä K.: Yritysoikeus yritystoiminnan suunnittelussa. Edita, Helsinki 2005.

Nenonen M.: Konkursipesän realisointi. Defensor Legis N:o 4/2005. Suomen Asianajajaliitto, Helsinki 2005.

Niemi M-L.: Luotto-oikeus. Talentum, Helsinki 2014.

Norros O.: Velvoiteoikeus. Talentum, Helsinki 2012.

Nuolimaa R.: Lunastuslausekkeen niin sanotusta suppeasta tulkinnasta, teoksessa Kaavoitus, rakentaminen ja varallisuus –juhlaulkaisu Vesa Majamaa. Edita, Helsinki 2005.

Pönkä V.: Osakassopimuksen tavoitteet ja olemassaolon hallinta. Edita, Helsinki 2008.

Pönkä V.: Osakkeen lunastaminen. Talentum, Helsinki 2015.

Pönkkä V.: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Talentum, Helsinki 2012.

Pönkkä V.: Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies 1/2013 s. 21-34. Lakimiesyhdistyksen kustannus, Helsinki 2013.

Roberts J.: Corporate Governance: Does any size Fit? (Advances in Public Interest Accounting, Volume 11). Emerald Group Publishing, Bingley 2005.

Saarnilehto A.: Sopimusoikeuden perusteet. Talentum, Helsinki 2009.

Saarnilehto A., Annola V., Hemmo M., Karhu J., Kartio L., Tammi-Salminen E., Tolonen J., Tuomisto J. & Viljanen M.: Varallisuus-oikeus, 2. uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2012.

Salo M.: Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu. Talentum, Helsinki 2015.

Schulte C.: Corporate Finance Die aktuellien Konzepte und Instrumente im Finanzmanagement. Verlag Franz Vahlen, München 2006.

Simpson S.: Wiley Finance : Financial Markets, Banking, and Monetary Policy. Wiley, New Jersey 2014.

Sippel J. & Tiitta E.: Velkojien riskinjakosopimukset yritysrahoitusjärjestelyissä. Lakimies 6/2002 s.962-983. Lakimiesyhdistyksen kustannus, Helsinki 2002.

Starobom H.: Corporate Finance Teil 2 Finanzierung in den Lebensphasen einer Unternehmung. Springer, Bremen 2013.

Tammi-Salminen E.: Esinevakuusoikeuden perusteet. Talentum & Lakimiesliiton kustannus, Helsinki, 2015.

Tenhunen P. & Ekdahl H.: Konkurssin alkamisen oikeusvaikutuksia. Defensor Legis N:o 4/2005. Suomen Asianajajaliitto, Helsinki 2005.

Tikka K., Nykänen O., Juusela J. & Viitala T.: Yritysverotus I-II. Talentum, Helsinki 2015.

Tuomisto J.: Saatavan panttaus. Talentum, Helsinki 2015.

Vernimmen P., Quiry P. & Dallochio M.: Corporate Finance : Theory and Practice (4th Edition). Wiley, New Jersey 2014.

Villa S., Airaksinen M., Bärlund J., Jauhiainen J., Kisanlahti T., Knuts M., Kuoppamäki P., Kymäläinen S., Mähönen J., Pihlajarinne T., Raitio J., Rissanen K., Viitanen K. & Wilhelmsson T.: Yritysoikeus. Talentum, Helsinki 2014.

Villa S.: Velkojan saatavan muuttaminen SVOP-rahastosijoitukseksi, teoksessa Varallisuus, vakuudet ja velkojat. Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 9/6 – 2012 s. 471-486. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Turku 2012.

Villa S.: Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. 4. uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2013.

Vahtera V.: Sopimusajattelun käyttö osakeyhtiöoikeudessa. Lakimies 7-8/2012, s. 1048-1069. Lakimiesyhdistyksen kustannus, Helsinki 2012.

Villa S.: Välipääomarahoitus. Talentum, Helsinki 2001.

Äimä K.: Sisäiset korot lähiyhtiöiden kansainvälisessä verotuksessa. Talentum, Helsinki 2009.

Hallituksen esitykset

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi 318/1992

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain 6 a §:n muuttamisesta 59/2015

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kirjanpitolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta sekä puunkorjuuta aarniometsissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamista koskevaksi laiksi 89/2015

Hallituksen esitys Eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamiseksi 26/2003

Hallituksen esitys Eduskunnalle takaisinsaantia konkurssipesään koskevaksi lainsäädännöksi 102/1990

Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi 102/2005

Hallituksen esitys Eduskunnalle yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi 182/1992

Finance Bill 2016: Corporation Tax: anti-hybrid rules, 12/2015

Virallismateriaali

Bundesministerium des Finanzen, Abschluss des BEPS-Projekts von OECD und G20
5.10.2015,

<https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Steuern/beps-gewinnkuerzung-und-gewinnverlagerung.html>

Euroopan unionin neuvoston tiedote ST 15103/14 9.12.2014,

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/146127.pdf

Konkurssiasiamiehen neuvottelukunnan suositus konkurssivelallisen toiminnan
erityistarkastuksesta 8/2004,

http://www.konkurssiasiamies.fi/material/attachments/konkurssiasiamies/konkurssiasiamiehtoimistonliitteet/suosituksset/6ItL8mdgV/Konkurssivelallisen_toiminnan_erityistarkastus_8_2004.pdf

Policy paper: Corporation Tax: anti-hybrid rules 9.12.2015,

<https://www.gov.uk/government/publications/corporation-tax-anti-hybrid-rules/corporation-tax-anti-hybrid-rules>

OECD Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting 2013,

http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/taxation/action-plan-on-base-erosion-and-profit-shifting_9789264202719-en#page1 (OECD 2013a)

OECD Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: the Case of
Mezzanine Finance Final Report 2/2013,

[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=CFE/SME\(2012\)9/FINAL&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=CFE/SME(2012)9/FINAL&docLanguage=En) (OECD 2013b)

OECD Neutralising the Effects of Hybrid Mismatch Arrangements, Action 2 – Final
Report,

http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/taxation/neutralising-the-effects-of-hybrid-mismatch-arrangements-action-2-2015-final-report_9789264241138-en#page1

Riksbank Financial Stability Report 1/2005,

http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_FS/FS_05_1_article1.pdf

Skatteverket rapport Hybridsituationer inom bolagssektion 4/2012,
https://www.skatteverket.se/download/18.71004e4c133e23bf6db800075699/1359705959166/Skatteverkets+skrivelse_rapport+2012-04-23,+Hybridsituationer+inom+bolagssektorn.pdf

Suomen Pankin tilastotiedote Suomen joukkovelkakirjalainoista 2014,
<http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/arvopaperitilastot/Documents/JVK2014.pdf>

Tilastokeskuksen tiedote tehdasteollisuudesta 2012,
http://tilastokeskus.fi/til/tetipa/2012/tetipa_2012_2014-02-13_kat_001_fi.html

Tilastokeskuksen tiedote vuoden 2014 konkurseista,
http://tilastokeskus.fi/til/konk/2014/12/konk_2014_12_2015-01-28_tie_001_fi.html

Ulkoasianministeriö raportti Laajeneva OECD -ratkaisuja kansallisiin ja globaaleihin ongelmiin 2/2009,
<http://www.finoecd.org/public/download.aspx?ID=52128&GUID={23245E52-6EBF-4658-9D95-FBE2A8AE782B}>

Verohallinnon yritysverotusohje 5/1997

Verohallinnon ohje joukkovelkakirjalainojen verotuksesta tuloverolain mukaan A9/200/201

Ennakkoratkaisut

HFD 13:2012

KHO 119:2014

Kirjanpitolautakunnan ratkaisu 1459/1997

Kirjanpitolautakunnan ratkaisu 1719/2003

KKO 171:1990

KKO 14:1997

KKO 52:1998

KKO 141:1998

KKO 42:1999

KKO 62:1999

KKO 69:2000

KKO 120:2000

KKO 36:2001

KKO 11:2008

KKO 12:2008

KKO 13:2008

KKO 69:2009

KKO 65:2012

Verkkolähteet

Ahlström Oyj tilinpäätös 2014,

<http://www.ahlstrom.com/globalassets/files/publications/vuosikertomus-2014-tilinpaatos.pdf>

Cargotec Oyj tilinpäätös 2014, <http://hugin.info/135578/R/1893938/671264.pdf>

Destia Oyj vuosikertomus 2014, <http://www.destia.fi/vuosikertomus.html>

DNA Oy tiedote 11/2013, <http://www.dna.fi/dna-oy/lehdistotiedotteet#25>

Finanssivalvonnan ohjeistus 8/2011,

<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Jvk/Pages/Default.aspx#.Uzqz2twZLFM>

Finnair Oyj pörssitiedote 10/2015,

http://www.finnairgroup.com/media/media_7.html?Id=xml_1996085.html

HKScan Oyj vuosikertomus 2014,

http://www2.hkscan.com/attachments/pdf/hkscan_vuosikertomus_2014.pdf

Innofactor Oyj:n pörssitiedote 12/2013,

http://www.innofactor.fi/presse/stock_exchange_releases/0/3/innofactor_issues_a_eur_3_2_million_hybrid_bond?language=da

Kemira Oyj vuosikertomus 2014,

<http://www.kemira.com/SiteCollectionDocuments/newsroom/publications/annual-reports/2014/kemira-annual-report-2014.pdf>

Kemira Oyj listing prospectus 5/2015,

<http://www.kemira.com/SiteCollectionDocuments/investors/other-attachments/kemira-Listing-prospectus-2015.pdf>

Kuntarahoitus, Esa Kallion kirjoitus 26.6.2015,

<https://www.kuntarahoitus.fi/ajankohtaista/blogit/joukkovelkakirjalaina-on-myos-riski>

Lassila & Tikanoja Oyj vuosikertomus 2014, <http://www.lassila-tikanoja.fi/yritys/vuosikertomus2014/pdf/lt-vuosikertomus-2014.pdf>

Lemminkäinen Oyj pörssitiedote 3/2014,

<http://www.lemminkainen.fi/Lemminkainen/Sijoittajat/Tiedotteet-ja->

julkaisut/Porssitiedotteet/2014/Lemminkainen-Oyj-laskee-liikkeeseen-70-miljoonan-euron-hybridilainan/

M-Brain Oy yhtiötiedote 6/2014, <http://www.taloussanomat.fi/tiedote/2/1801891>

Nasdaqin tiedote First North Bond Market –markkinapaikasta 2015,
<http://www.nasdaqomx.com/firstnorth/bondmarket/finland>

Oriola-KD Oyj tiedote 2/2014, <http://www.oriola-kd.com/Tiedotteet-Materiaalit/Porssitiedotteet/2014/Oriola-KD-Oyj-laskee-liikkeeseen-40-miljoonan-euron-hybridilainan/>

Oriola-KD Oyj vuosikertomus 2014, <http://www.oriola-kd.com/CommonFiles/Attachments/Vuosikertomukset/2014/Hallituksen%20toimintakertomus%20ja%20tilinpäätös%202014.pdf>

Outokumpu Oyj vuosikertomus 2014,
http://www.outokumpu.com/SiteCollectionDocuments/Outokumpu_Vuosikertomus2014.pdf

Sanoma Oyj pörssitiedote 3/2012, <https://www.sanoma.com/fi/uutiset/sanoma-oyj-laskee-liikkeelle-historiansa-ensimmaisen-400-miljoonan-euron-viiden-vuoden>

Sanoma Oyj pörssitiedote 12/2013, <http://www.sanoma.com/fi/uutiset/sanoma-laskee-liikkeeseen-100-milj-euron-hybridilainan>

Sato Oyj pörssitiedote 4/2012, http://www.sato.fi/fi/899_650.aspx

Sato Oyj vuosikertomus 2012, <http://vuosikertomus2012.sato.fi/fi>

Solteq Oyj pörssitiedote 6/2015, <http://www.solteq.com/tiedotteet/solteq-laskee-liikkeeseen-27-miljoonan-euron-joukkovelkakirjalainan>

Suominen Oyj vuosikertomus 2014, <http://annualreport.suominen.fi>

Taaleritehdas Oyj tiedote 9/2014, <http://www.taaleritehdas.fi/fi/news/taaleritehtaan-20-miljoonan-euron-joukkovelkakirjalainaa-merkitsi-yli-220-sijoittajaa.html>

Talvivaara Oyj tiedote liikkeellelasketusta joukkovelkakirjalainasta, 2011,
http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/Prospectus%202011/Talvivaara_Prospectus_2011.pdf

Technopolis Oyj pörssitiedote 5/2015,
<http://www.osakesijoittaja.fi/2015/05/technopolis-oyj-laskee-liikkeeseen-150-miljoonan-euron-joukkovelkakirjalainan-28-toukokuuta-2015/>

VVO Yhtymä Oyj vuosikertomus 2014, <http://vuosikertomus2014.vvo.fi>

VVO Yhtymä Oyj pörssitiedote 5/2013,
<https://www.vvo.fi/ajankohtaista/uutisarkisto/3286.aspx>

LYHENTEET

ABL	Aktiebolagslag 551/2005
AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch, viimeisin muutos 162/2016
EVL	Laki elinkeinotulon verottamisesta 360/1968
HE	Hallituksen esitys
HBG	Handelsgesetzbuch, viimeisin muutos 162/2016
IAS	Euroopan komission asetus IFRS –standardien hyväksymisestä 1606/2002 ja 1126/2008
KonkL	Konkurssilaki 120/2004
KPA	Kirjanpitoasetus 1336/1997
KPL	Kirjanpitolaki 1336/1997
JVK-laina	joukkovelkakirjalaina
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
Taksa	Laki takaisinsaannista konkurssipesään 758/1991
VKL	Velkakirjalaki 622/1947
VMJL	Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä 1578/1992
YrSanL	Laki yrityksen saneerauksesta 47/1993

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen aihepiiristä

Tässä maisteritutkielmassa tarkastellaan osakeyhtiön välipääomarahoitusinstrumentteja osakeyhtiön rahoituksessa, niiden asemaa maksukyvyttömyystilanteissa, rahoittajan yhtiöoikeudellista asemaa sekä välipääomarahoituksen kansainvälistä sääntelyä ja hyödyntämistä muissa valtioissa. Välipääomarahoitusinstrumentteihin kuuluu oman ja vieraan pääoman elementtejä, jonka vuoksi niitä ei voida selväpiirteisesti luokitella oman tai vieraaksi pääoman eräksi mutta ne on jaoteltava verotuksessa ja tilinpäätöksessä oman tai vieraan pääoman eriin.¹ Välipääomarahoitusinstrumentteja kutsutaan myös hybridilainainstrumenteiksi ja mezzanine-instrumenteiksi.² Lainsäädännössä oman pääoman ehtoista sijoitusta ei ole tarkasti määritelty.³

Tavanomaisia välipääomarahoitusinstrumentteja ovat vaihtovelkakirjalaina, optiolaina, debentuurilaina, voitto-osuuslaina, pääomalaina ja äänivallaton osake.⁴

Välipääomarahoitusinstrumentit ovat ajankohtainen ilmiö, sillä vuosia jatkunut talouden taantuma on johtanut useiden eri toimialojen yritysten toimintaedellytysten heikkenemiseen. Välipääomarahoitusinstrumenteilla voidaan saada parannettua yrityksen rahoitusasemaa, sillä se luetaan tietyin edellytyksin yrityksen oman pääoman eräksi jonka seurauksena rahoitusinstrumentit parantavat yrityksen vakavaraisuutta koskevia tunnuslukuja, joita esimerkiksi rahoittajat hyödyntävät arvioidessaan yrityksen taloudellista tilaa. Tavallista lainaa myöntävät rahoittajat voivat vaatia tavallisen velan edellytykseksi tarpeeksi hyviä vakavaraisuustunnuslukuja. Kun vakavaraisuutta koskevia tunnuslukuja saadaan parannettua oman pääoman ehtoisilla rahoitusvälineillä, on perusteltua tutkia niiden oikeudellisia luonnehdintaa sekä kotimaista ja ulkomaista

¹ Mähönen & Villa 2013, s. 148, ks. myös Mähönen & Villa 2013, s. 104 jonka mukaisesti voidaan muuttaa esimerkiksi osakkeen oikeuksia muuttaen sen perusluonnetta. Vastaavasti velkainstrumenttiin voidaan lisätä päätöksenteko- tai muita kontrollioikeuksia tuoden sitä lähemmäksi oman pääoman ehtoista sijoitusta.

² Mezzanine on italiankielinen sana, joka tarkoittaa suomeksi väliä.

³ HE 264/1996 mukaisesti *oman pääoman ehtoisella sijoituksella* tarkoitetaan osakepääoma- tai lainamuotoista sijoitusta, jonka takaisinmaksu on sidottu osakeyhtiön voitonjakokelpoisiin varoihin ja joka on konkurssissa etuoikeudeltaan huonompi kuin yhtiön tavalliset lainat. Vastaavasti oman pääoman ehtoisella sijoituksella voidaan tarkoittaa kaikkia niitä sijoitusmuotoja, joihin ei liity vakuutta ja saajan velvollisuus maksaa pääomaa tai korkoa on yhteydessä yrityksen taloudelliseen tilanteeseen.

⁴ Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 4. jakso.

lainsäädäntöä.⁵ Välipääomarahoitusta käytetään myös rahoitusten uudelleenjärjestelyyn ja mahdolliseen yrityskauppaan. Tutkielmassa tarkastellaan myös välipääomarahoitusinstrumenttien ja -rahoittajien asemaa maksukyvyttömyysmenettelyissä sekä takaisinsaantiedellytysten toteutumista.

Osakeyhtiölain 1 luvun 9 §:n (2006/624) tahdonvaltaisuuden periaate sekä osakeyhtiöoikeudellinen sopimusvapaus tekevät välipääomarahoitusinstrumenteista mielenkiintoisen kokonaisuuden, jonka oikeudellisen viitekehyksen muodostavat suomalaisessa oikeusjärjestyksessä tiettyjen lakien pakottavat säännökset, markkinoilla syntyneet käytännöt ja OYL 1 luvun 9 §:n hyvän tavan vaatimus.

Ulkomaisessa oikeudessa välipääomarahoitusinstrumenteista on vaihtelevasti sääntelyä; pääosin niiden oikeudellinen ja taloudellinen luonne on kehittynyt markkinoilla. Eri maiden oikeusjärjestyksissä sekä erityisesti kansainvälisessä vero-oikeudessa on pyritty viime vuosina reagoimaan välipääomarahoitusinstrumenttien käyttöön lisääntyvällä sääntelyllä.

1.2 Tutkimuskysymykset ja –metodi

Tutkielman ensimmäisenä pääasiallisena tutkimuskysymyksenä on tarkastella välipääomarahoitusinstrumentteja modernin yhtiöoikeuden mahdollistamana rahoituskeinona ja tutkia rahoitusinstrumenttien elinkaarta yrityksen rahoituksen tarpeesta maksukyvyttömyisoikeudellisiin kysymyksiin. Tutkielmassa esitellään osakeyhtiön oikeudellista toimintaympäristöä: osakeyhtiöoikeudellisia periaatteita ja lainsäädäntöä, jotka ovat mahdollistaneet välipääomarahoitusinstrumenttien kehityksen. Tutkielmassa tutkitaan keskeisiä välipääomarahoitusinstrumentteja, ja luodaan katsaus siihen, minkälaiset yritykset voivat hyödyntää tiettyjä rahoitusinstrumentteja sekä miten yritykset voivat parantaa rahoitusasemaansa ottamalla välipääomarahoitusinstrumentteja osaksi yhtiön rahoitusta. Insolvenssioikeudellisessa näkökulmassa pääpaino on rahoitusinstrumenttien ja rahoittajan asemasta insolvenssi- ja takaisinsaantitilanteissa. Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen liittyen tutkielmassa tarkastellaan myös rahoittajan yhtiöoikeudellista asemaa: mikä on välipääomarahoitajan yhtiöoikeudellinen asema ja vaarantavatko rahoitussopimuksessa sovitut rahoittajan

⁵ Villa 2001, s. 125–127.

kontrollioikeudet huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden toteutumisen tai yhdenvertaisuuden vaatimuksen?

Koska välipääomarahoitusinstrumentit ovat tulleet ulkomailta osaksi suomalaista oikeusjärjestelmää, tutkielman toisena merkittävänä tutkimuskysymyksenä on tarkastella välipääomarahoitusinstrumenttien hyödyntämistä muissa valtioissa, kansainvälistä lainsäädäntöä ja lainsäädännön uudistushankkeita. Muiden valtioiden lainsäädäntöä verrataan Suomen lainsäädäntöön ja selvitetään, onko tarvetta kehittää suomalaista lainsäädäntöä siten, että kansainvälisestä yhtiöoikeudesta otetaan vaikutteita suomalaiseen lainsäädäntöön.

Tutkimusmetodinani on oikeusdogmaattinen eli lainopillinen metodi. Oikeusdogmaattisen metodin mukaisesti tutkielman tarkoituksena on voimassaolevien oikeudellisten säännösten tulkinta ja systematisointi. Tutkielman kohteen oikeudellinen näkökulma keskittyy pääosin osakeyhtiöoikeudelliseen ja sopimusoikeudelliseen näkökulmaan vero-oikeudellisten kysymysten jäädessä yleisluontoisemmaksi selvitykseksi.

Hyödynnän tutkielmassani suomalaista ja kansainvälistä lainsäädäntöä, lakien esitöitä, oikeuskirjallisuutta sekä kansainvälisten järjestöjen ja virallislähteiden ohjeistuksia. Hybridilainoihin liittyviin asioihin voidaan soveltaa soveltuvin osin Suomen oikeudessa osakeyhtiölakia (624/2006), kirjanpitolakia (1336/1997), arvopaperimarkkinalakia (746/2012) ja velkakirjalakia (622/1947). IFRS-sääntelyä sovelletaan välipääomarahoituksen esittämiseen pörssiyritysten tilinpäätöksessä: rahoitusta keräävät yritykset ovat usein Euroopan talousalueella pörssissä noteerattuja yrityksiä, joiden osakkeilla voidaan käydä julkisesti kauppaa, jolloin niiden tulee huomioida tilinpäätöksessään IFRS-sääntely.

Maksukyvyttömyystilanteessa välipääomarahoitusinstrumentteihin sovelletaan konkurssilakia (120/2004), lakia yrityksen saneerauksesta (47/1993), lakia velkojien maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992) ja lakia takaisinsaannista konkurssipesään (758/1991).

Ulkomaisen lainsäädännön osalta tutkielmassa hyödynnetään Iso-Britannian Companies Actia, Ruotsin ABL:ää, Saksan BGB:tä ja HGB:tä, ja US GAAP ja UK GAAP -tilinpäätösstandardeja. Ylikansallisen sääntelyn osalta tarkastellaan IFRS-standardeja, Euroopan unionin sääntelyä ja OECD:n mallilakeja.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielmassa on johdanto- ja pohdintaluku mukaan luettuna seitsemän päälukua. Tutkielman toisessa luvussa tarkastellaan yhtiöoikeudellisia järjestelmiä, yhtiön oikeudellisia perusteita ja periaatteita, rahoituksen tarvetta, oman ja vieraan pääoman tunnusmerkkejä sekä osakeyhtiön rahoituksen lajeja. Kolmannessa luvussa esitetään keskeiset välipääomarahoitusinstrumentit ja niiden verotuskohtelua Suomen oikeudessa. Kolmannessa luvussa on koonti julkisesti noteerattujen yhtiöiden liikkeelle laskemista joukkovelkakirjalainoja ja niiden vaikutusta yhtiön rahoitusasemaan. Sanoma Oyj:n liikkeellelaskeminen JVK-lainojen perusteita ja taloudellista luonnetta tarkastellaan kolmannessa luvussa. Välipääomarahoitusinstrumenttien maksunsaantiasemaa konkurssi- ja saneerausmenettelyssä selvitetään neljännessä luvussa. Neljännessä luvussa käsitellään lisäksi rahoittajan konkurssioikeudellista asemaa ja siitä sopimista erillisin riskinjakosopimuksin. Neljännessä luvussa tutkitaan myös takaisinsaantiperusteiden toteutumista. Viidennessä luvussa keskitytään rahoittajan osakeyhtiöoikeudelliseen asemaan, sillä rahoitussopimuksen kovenantit ja muut kontrollioikeudet rinnastavat rahoittajan osakeyhtiöoikeudellisen aseman enenevässä määrin osakkeenomistajan asemaan. Tutkielman kuudennessa luvussa luodaan katsaus välipääomarahoitusinstrumenttien sääntelyyn ja hyödyntämiseen eri yhtiöoikeudellisissa järjestelmissä. Luvussa esitellään eri maiden sääntelyn lisäksi Euroopan unionin sääntelyä sekä kansainvälisen oikeuden lainsäädäntöhankkeita koskien hybridilainoja. Pohjoismaisen yhtiöoikeusjärjestelmän esimerkkimaana on Ruotsi, angloamerikkalaisesta järjestelmästä tutkitaan Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen yhtiöoikeutta, ja mannereurooppalaisen järjestelmästä tarkastellaan Saksan ja Itävallan yhtiöoikeutta.

1.4 Tutkimuksen tarve ja aikaisempi tutkimus aiheesta

Lukuisat suomalaiset pörssiyritykset ovat hankkineet viime vuosina rahoitusta välipääomarahoituksen keinoin eikä tämä ilmiö ole oletettavasti lähiaikoina laantumassa, joten välipääomarahoitusinstrumenttien tutkimus on ajankohtaista. Tutkimuksen tarvetta korostaa kohtuullisen vähäinen sääntelyn määrä. Kun otetaan huomioon välipääomarahoitusinstrumenttien oletetusti kasvava käyttö, on maksukyvyttömyysoikeudellinen näkökulma aiheellinen: välipääomarahoitusinstrumentteja koskevia maksunsaantikysymyksiä ja rahoittajan asemaa joudutaan selvittämään insolvenssimenettelyissä.

Tutkielmassa keskitytään yhtenä pääkysymyksenä kansainväliseen näkökulmaan: välipääomarahoitus on kansainvälinen ilmiö sekä pörssiyritykset ja rahoittajat ovat usein monikansallisia yrityksiä, jotka toimivat maailmanlaajuisesti. Tutkielman Yhdysvaltoja koskeva osuus tarkastelee angloamerikkalaisen oikeusjärjestyksen yhtiöoikeutta ja sen rahoituksellisia erityispiirteitä. Koska Pohjoismailla on samankaltainen oikeusjärjestys ja merkittävä keskinäinen vaikutus lainsäädäntöön, tutkielman kansainvälisessä osuudessa tarkastellaan Ruotsin yhtiöoikeutta välipääomarahoitusinstrumentteihin liittyen. Mannereurooppalaisen yhtiöoikeusjärjestelmää tutkitaan Saksan ja Itävallan yhtiöoikeuden osalta, koska mannereurooppalainen yhtiöoikeusjärjestelmä on yksi merkittävimmistä eurooppalaisista yhtiöoikeusjärjestelmistä. Mannereurooppalaiselle yhtiöoikeudelle keskeiset piirteet, kuten vahva lainsäädännön asema ja pankkikeskeinen pääomajärjestelmä, tekevät siitä tarkoituksenmukaisen tutkimuskohteen.

Aiheesta on jonkin verran aikaisempaa oikeuskirjallisuutta ja asiaa käsitteleviä artikkeleita mutta suomalaista tutkimusta insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta ei ole laadittu. Aihetta on tutkittu aiemmin eri näkökulmasta: Kari Lautjärvi on käsitellyt aihetta väitöskirjassaan Välipääomarahoitusinstrumentit: Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiössä. Väitöskirjassa insolvenssioikeudellinen näkökulma ja kansainvälinen osuus on rajattu lähes kokonaan pois.

2 OSAKEYHTIÖSTÄ JA RAHOITUKSESTA

2.1 Osakeyhtiön oikeudelliset perusteet

2.1.1 Osakeyhtiöoikeudelliset järjestelmät

Yhtiöoikeudelliset järjestelmät voidaan jakaa karkeasti kolmeen eri pääryhmään: angloamerikkalaiseen, mannereurooppalaiseen ja pohjoismaiseen järjestelmään. Angloamerikkalainen yhtiöoikeus perustuu common law -traditioon. Yhdysvaltalaiselle järjestelmälle on tyypillistä joissakin määrin merkittävätkin osavaltiokohtaiset erot. Angloamerikkalaisessa järjestelmässä osakkeenomistajan suojaan on kiinnitetty erityistä huomiota johtuen osittain siitä, että osakkeenomistajien suorien sijoitusten määrä on olennainen verrattuna eurooppalaiseen rahoitukseen, jossa pankkirahoituksen osuus on perinteisesti ollut merkittävä. Erityisesti Yhdysvaltojen omaa pääomaa ja sen hankintaa koskevaa sääntelyä pidetään joustavampaa, kuin eurooppalaista sääntelyä.⁶

Mannereurooppalaisessa järjestelmässä on merkittäviä sisäisiä eroavaisuuksia oikeussääntöjen osalta, mikä johtuu osaltaan valtioiden oikeusjärjestyksien välisistä eroista. Joitakin mannereurooppalaisen järjestelmän valtioita, kuten Saksaa ja Ranskaa, yhdistää jako osakeyhtiöihin, joiden osakkeet on vapaasti vaihdettavissa, ja osakevaihdon kannalta rajoitettuihin yhtiöihin.⁷ Pohjoismaisen järjestelmän sisäisiä eroavaisuuksia on vähemmän kuin muissa yhtiöoikeusjärjestelmissä, johtuen yhteispohjoismaisesta samankaltaisesta lainsäädännöstä, tiiviistä sopimusjärjestelyistä ja siviilioikeuden traditiosta. Suomen vuoden 1978 osakeyhtiölain yhtenä tarkoituksena oli yhdenmukaistaa suomalainen ja ruotsalainen yhtiöoikeus.⁸ Osakeyhtiölain uudistamista koskevan hallituksen esityksen mukaisesti pohjoismaista yhtiöoikeutta ei voida kuitenkaan pitää Ruotsin osakeyhtiöoikeudellisten lainsäädäntöhankkeiden myötä enää niin yhtenäisenä.⁹ Esimerkkinä voidaan pitää pääomalainasääntelyä: Suomessa on

⁶ HE 109/2005.

⁷ Saksalainen yhtiöoikeus tunnistaa osakeyhtiön, jonka osakkeita voidaan vaihtaa vapaasti, aktiengesellschaft AG ja rajavastuuyhtiön, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, GmbH. Em. rajavastuuyhtiöt kuuluvat Iso-Britannian (LC, limited company) ja Tanskan (ApS, anpartsselskab) yhtiöoikeuteen.

⁸ Mähönen 2015, s. 18.

⁹ HE 109/2005 1.3. luku, ks. myös Pönkä 2012, s. 55. Pöngän mukaisesti Suomen osakeyhtiölain vuoden 2006 kokonaisuudistuksessa on kyse uusien ajatusten soveltamisesta ja sovittamisesta saksalais-ruotsalaiseen yhtiöoikeusdoktriiniin.

säädetty siitä nimenomaisesti, kun taas Ruotsissa pääomallainojen oikeudellisesta luonnehdinnasta on tuomioistuimen ratkaisukäytäntöä.

2.1.2 Osakeyhtiöoikeudelliset periaatteet

OYL 1 luku määrittää osakeyhtiön oikeudelliset periaatteet: oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajan rajoitettu vastuu, pääoman pysyvyys, osakkeen luovutettavuus, toiminnan tarkoitus, enemmistöperiaate, yhdenvertaisuus, johdon tehtävät ja tahdonvaltaisuuden periaate.

Osakeyhtiö oikeushenkilönä syntyy OYL 1 luvun 2 §:n mukaisesti rekisteröimisellä. Oikeushenkilön oikeushenkilöllisyyden lisäksi prosessioikeudellinen asianosaiskelpoisuus syntyy rekisteröimisellä.¹⁰ Osakeyhtiön oikeushenkilöllisyyttä pidetään Pöngän mukaan yhtiöoikeuden perustana, jonka varaan muut yhtiöoikeudelliset periaatteet rakentuvat. Osakeyhtiön oikeuskelpoisuudesta on aina säädettävä laissa, muista osakeyhtiön ominaispiirteistä voidaan ainakin teoriassa sopia sopimusjärjestelyin.¹¹ Oikeushenkilöllisyys koostuu oikeustoimikelpoisuudesta ja oikeuskelpoisuudesta. Oikeustoimikelpoisuudella tarkoitetaan osakeyhtiön kelpoisuutta tehdä oikeustoimia omissa nimissään. Oikeushenkilön oikeuskelpoisuudella tarkoitetaan sen varojen erottamista osakkeenomistajien ja muiden intressiryhmien varoista.

Osakkeenomistajien rajoitettu vastuu on osakeyhtiöoikeuden peruslähtökohta: osakkeenomistaja kantaa viimekätisen residuaaliriskin eli riskin yhtiön menestymisestä tai menestymättömyydestä vain yhtiöön sijoittamallaan pääomalla.¹² Osakkeenomistaja ei siten ole yhtiöoikeudellisessa vastuussa yhtiön toiminnasta, mutta osakkeenomistajat voivat olla vastuussa yhtiön velvoitteista muilla sitoumuksilla tai yhtiöjärjestyksen määräyksillä.¹³ Osakkeenomistaja voi antaa esimerkiksi omavelkaisen takauksen yhtiön velvoitteiden suorittamisesta, minkä seurauksena hänen vastuunsa laajenee yhtiöön sijoittamansa pääoman lisäksi takauksen ehtojen mukaisesti.¹⁴

¹⁰ Ks. oikeushenkilöllisyyden asianosaiskelpoisuudesta Frände & ym. 2012, III luku.

¹¹ Pönkä 2012, s. 400.

¹² Mähönen 2005a, s. 30.

¹³ Mähönen 2015, s. 290–291.

¹⁴ Ks. osakeyhtiön rajoitetusta vastuusta ja muista periaatteista Määttä 2005, s. 70–73.

Pääoman pysyvyyden periaatteen funktiona on suojata osakeyhtiön velkojatarhaa, koska osakkeenomistajan rajoitetun vastuun myötä osakeyhtiö vastaa velvoitteistaan vain sen omilla varoilla. Velkojien suojaan kuuluu myös varojenjakosääntely, jonka mukaisesti yhtiön varoja voidaan jakaa vain OYL 13 luvun mukaisesti. Osakeyhtiölaissa on säädetty osakepääoman vähimmäismääristä: yksityisessä osakeyhtiössä vähimmäisosakepääoma on 2500 euroa ja julkisessa osakeyhtiössä 80 000 euroa. Osakeyhtiön hallituksella on OYL 20 luvun 23 §:n mukaisesti velvollisuus ilmoittaa oman pääoman menettämisestä. Tätä ilmoitusvelvollisuutta tukevat OYL 22 luvun vahingonkorvaussäännökset.¹⁵

Osakkeen vapaalla luovutettavuudella tarkoitetaan, että yhtiön osake on vapaasti luovutettavissa ja hankittavissa, ellei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä vapaata luovutettavuutta rajoittavista lunastus- ja suostumuslausekkeista.¹⁶

Osakeyhtiön tarkoituksena on OYL 1 luvun 5 §:n mukaisesti kerätä voittoa osakkeenomistajille. Suomalaista yhtiöoikeutta voidaan varauksin pitää puhtaasti kapitalistisempänä kuin esimerkiksi Iso-Britannian yhtiöoikeutta: Iso-Britannian yhtiöoikeuden mukaisesti yhtiön tulee edistää sen menestystä, huomioiden eri myös eri intressitahojen, kuten työntekijöiden, ympäristön ja yritysten kumppanien, etu.¹⁷ HE 109/2005 todetaan kuitenkin, että em. säännöksen tarkoituksena ei ole velvollisuutta tuottaa mahdollisimman paljon voitonjakokelpoisia tuottoja mahdollisimman lyhyellä aikavälillä, vaan voiton tavoittelua tarkastellaan pitkällä aikavälillä.¹⁸

¹⁵ Ks. velkojiensuojafunktiosta KKO 65:2012, jossa yhtiön johto oli jatkanut tappiollista liiketoimintaa ja ajautunut konkurssiin. Konkurssipesä vaati vahingonkorvausta vahingosta, joka yhtiölle oli aiheutunut sen varallisuusarvon heikentymisestä yhtiön jatkettua tappiollista liiketoimintaa. Korkein oikeus hylkäsi vahingonkorvausvaatimuksen, koska johto oli rikkonut sellaista velvollisuutta, joka on asetettu velkojien suojaksi, ei yhtiön itsensä.

¹⁶ Ks. osakkeen lunastamisesta Nuolimaa, Lunastuslausekkeen niin sanotusta suppeasta tulkinnasta. Suostumuslausekkeesta yhtiöjärjestyksessä on kirjoitettu myös Villa ym. 2014, II luku.

¹⁷ Companies Act 2006 c. 46, Section 172. Sääöksessä käytetään ilmaisua ”promote the success of the company for the benefit of its members as a whole”. Ks. myös Salo 2015, s. 50–53. Valistuneesta arvonmaksimoinnista eli yhtiön sidosryhmien (asiakkaiden työntekijöiden, johdon, tavarantoimittajien ym.) tarpeiden huomioon ottamisesta ja toiminnan jatkuvuuden periaatteesta, going concern, on kirjoitettu Mähönen & Villa 2015, s. 166.

¹⁸ Voiton tuottamistarkoitus pitkällä tähtäimellä kattaa myös velkojen maksamisen velkojille HE 109/2005 mukaisesti.

Enemmistöperiaatteella tarkoitetaan, että yhtiöoikeudelliset päätökset tulee tehdä yhtiökokouksessa enemmistöllä, mikäli asiasta ei päästä yksimielisyyteen. Nuolimaan mukaan tilanne, jossa yhtiökokouksessa ei saavuteta yksimielisyyttä, on kuitenkin kohtuullisen harvinainen, sillä suurimmassa osassa Suomessa rekisteröityjä yrityksiä on vain yksi tai muutamia osakkeenomistajia. Pörssiyhtiöissä osakkeenomistajia voi kuitenkin olla kymmeniä tuhansia, minkä seurauksena päätöksenteossa ei oletettavasti aina saavuteta yksimielisyyttä. Enemmistöperiaate koskee yhtiökokouksen, hallituksen ja hallintoneuvoston päätöksentekomenettelyä.¹⁹

Yhdenvertaisuusperiaate käsittää yhtäältä osakkeiden tuottamat yhtäläiset oikeudet, ja toisaalta kiellon siitä, ettei johto saa tehdä päätöstä tai ryhtyä toimenpiteisiin, jotka ovat omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Aiemmin on mainittu, että angloamerikkalainen yhtiöoikeusjärjestelmä korostaa erityisesti osakkeenomistajan suojaa, mutta Kaisanlahden mukaan suomalaisen yhtiöoikeuden yhdenvertaisuusperiaate tarjoaa vastaavanlaisen aineellisoikeudellisen suojan osakkeenomistajalle kuin angloamerikkalainen yhtiöoikeus.²⁰ Yhdenvertaisuutta ja rahoittajan roolia käsitellään tarkemmin tutkielman viidennessä luvussa.

Johdon tehtävänä on OYL 1 luvun 8 §:n mukaisesti huolellisesti toimien edistää yhtiön etua. Pykälä sisältää johdon huolellisuus- (huolellisesti toimien) ja lojaliteettivelvollisuuden (yhtiön etua).²¹ Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta erityisesti välipääomarahoitusinstrumenttien hyödyntämisessä käsitellään tutkielman viidennessä luvussa.

Tahdonvaltaisuudella tarkoitetaan, että yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä yhtiön toiminnasta. Tahdonvaltaisuus mahdollistaa osakkeenomistajien laajan päätösvallan yhtiötä koskevissa asioissa. Säädos asettaa tahdonvaltaisuuden reunaehdoksi sen, että yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa osakeyhtiölain, muun lain tai hyvän tavan vastaista määräystä.²² Tahdonvaltaisuus ilmenee yhtiötä koskevien asioiden laajana sopimusvapautena. Osakeyhtiölaki muodostaa täten puitteet yhtiön järjestäytymiselle

¹⁹ Immonen & Nuolimaa 2012, s. 21.

²⁰ Kaisanlahti 2002, s. 10–21.

²¹ Ks. yhtiön edusta Mäntysaari 2013, s. 581–593.

²² Määttä 2007, s. 5.

jättäen osakkeenomistajille huomattavan laajan päätösvallan. Tahdonvaltaisuuden periaate kuvastaa osakeyhtiölain merkitystä mallilakina, joka mahdollistaa osakeyhtiön institutionaalisen järjestelyn.²³

2.1.3 Sopimusvapaus

Sopimusvapaudella tarkoitetaan vapautta sopia mistä tahansa asiasta, jota ei ole erikseen kielletty tai se ei ole hyvän tavan tai lain vastaista.²⁴ Sopimusvapauteen katsotaan kuuluvan seuraavat vapaudet: päätäntä-, tyyppi-, muoto-, sisältö-, valinta- ja sovellettavan oikeuden vapaus.²⁵ Edellä mainituilla vapauksilla voidaan sitoutua sopimukseen, päättää sopimuksen tyypistä, muodosta ja sisällöstä, valita sopimus Kumppani sekä sovellettava laki ja riidanratkaisukeinot.

Sopimusvapauden puitteissa voidaan sopia laajasti muun muassa varainhankinnasta, hallinnosta ja käytettävistä rahoitusvälineistä. Osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan sopia laajasti yhtiötä koskevista asioista.²⁶ Laajalla sopimusvapaudella pyritään mahdollisimman vähäisiin transaktiokustannuksiin.²⁷ Yhtiöoikeudellisessa sopimusvapaudessa oikeudellisiin reunaehtoihin vaikuttaa yhtiön intressiryhmien suojeleminen esimerkiksi johdon opportunistiselta käyttäytymiseltä. Intressiryhmien suojeleminen taustalla on oikeusvarmuuden vaatimus, velkojien suojan turvaaminen ja informaation epäsymmetria.²⁸ Erityisesti suojeltavia intressitahoja ovat Villan mukaan vähemmistöosakkeenomistaja, velkoja, vahingonkorvausvelkoja ja sijoittaja.²⁹

Osakeyhtiön keskinäinen järjestäytymisen ja hallinnan keino on vapaaehtoinen osakassopimus, jolla voidaan täydentää yhtiöjärjestyksen määräyksiä. Osakassopimukselle ei ole muotomääräyksiä eikä siitä ei ole nimenomaista sääntelyä

²³ Ks. mallisopimuksesta lisää Mähönen & Villa 2015, s. 281–282.

²⁴ Ks. KKO 62:1999.

²⁵ Saarnilehto 2009, s. 37-39. Ks. myös Niemi 2014, s. 22–23 ja Hemmo & Hoppu 2015, 4 luku.

²⁶ Osakeyhtiön yhtiöjärjestystä voidaan kohtuullistaa ennakkoratkaisujen KKO 42:1999 ja KKO 171:1990 perusteella lain varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (228/1929) 36 §:n mukaisesti.

²⁷ Transaktiokustannuksilla tarkoitetaan esimerkiksi sopimukseen valmistelusta ja täytäntöönpanosta aiheutuvia kustannuksia.

²⁸ Eri sidosryhmillä, kuten johdolla ja osakkeenomistajilla tai yhtiöllä ja velkojilla, on epäsymmetrinen informaatio yhtiötä koskevista asioista.

²⁹ Villa 2013, s. 46–58. Ks. myös agentin opportunistisesta käyttäytymisestä (take the money and run) Mähönen & Villa 2014, s. 342.

osakeyhtiölaissa. Osakassopimuksen oikeudelliset reunaehdot ovat samankaltaiset kuin yhtiöjärjestyksen: se perustuu sopimusvapauden periaatteeseen. Kehittyvässä yhtiössä rahoittaja voi olla sopimusosapuolena osakkeenomistajien lisäksi.³⁰

Osakeyhtiön johto voi sopimusvapauden puitteissa päättää rahoituksen järjestämisestä ja varainhankinnasta osakeyhtiölain pakottavat säädökset huomioon ottaen. Tämän mukaisesti yhtiöjärjestyksessä ja mahdollisessa osakassopimuksessa voidaan sopia välipääomarahoitusinstrumenttien liikkeelle laskemisesta.

2.1.4 Sopimusverkkomalli

Yhtiöoikeudellisilla organisoitumismalleilla pyritään selvittämään yhtiön organisatorista luonnetta. Perinteisellä neoklassisella organisaatiomallilla eli mustan laatikon mallilla kuvattiin yhtiötä mustana laatikkona, jossa tuotannontekijät menevät yhdestä luukusta sisään ja toisesta luukusta ulos. Malli ei pyri selvittämään kuinka tuotanto tapahtuu mustan laatikon sisällä.³¹

Modernimpi yhtiön organisoitumismalli on sopimusverkkoajattelu, jossa yhtiö nähdään erilaisten sopimusten verkkona, jossa yhtiön tarkoituksena on voiton tuottamisen lisäksi toimia sidosryhmien edun mukaisesti. Mallia on kuvattu sidosryhmälähtöiseksi malliksi.³² Sopimusverkkoajattelun mukaisesti yhtiö nähdään eri sidosryhmien yhteenliittymänä, jonka osakeyhtiö institutionaalisena järjestelynä mahdollistaa.³³ Sopimusverkon muodostavia sopimuksia ovat esimerkiksi yhtiön perustamissopimus, osakassopimus, yhtiöjärjestys, työsopimukset, yhteistyösopimukset, sopimukset rahoittajien kanssa ja sopimukset viranomaisten kanssa. Malli vastaa siten valistuneen arvonmaksimoinnin periaatetta. Sopimusverkkoajattelu pohjautuu tahdonvaltaisuuden periaatteeseen ja laajaan sopimusvapauteen. Voidaan katsoa, että malli lähentää yhtiöoikeuden luonnetta sopimusoikeuteen.³⁴

³⁰ Pönkä 2008, s. 7–9.

³¹ Mähönen & Villa 2015, s. 173–174.

³² Mähönen & Villa 2013, s. 33. Vrt. kuitenkin Pönkä 2015 s. 33–34; Pöngän kritiikin mukaan sopimusajattelumalli tarjoaa varsin heikon selityksen osakeyhtiöoikeudesta, koska sen avulla voidaan tunnistaa osakeyhtiössä olevia intressisuhteita, Pöngän mukaan sidosryhmäsuhteet esiintyvät myös päämies–agentti-teoriassa.

³³ Yhtiömuodon eduista ja institutionaalisesta hyödyistä on kirjoitettu Mähönen & Villa 2015, s. 279–281.

³⁴ Saarnilehto ym. 2012, VII luku, ks. myös Vahtera 2012, s. 1067–1069.

Eräänä sopimusverkkomallin mukaisena sopimussuhteena voidaan pitää välipääomarahoittajaa osakeyhtiöön. Tämän sopimussuhteen intresseinä on rahoittajan puolelta yhtiön maksukyvyn säilyttäminen ja yhtiön puolesta rahoituksen järjestäminen. Sopimusverkkomalliin lukeutuva sopimusvapaus esimerkiksi rahoituksen osalta mahdollistaa välipääomarahoitusinstrumenttien hyödyntämisen osakeyhtiön rahoituksessa.

2.1.5 Päämies–agentti-teoria

Päämies–agentti-teorian mukaisesti päämies solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen, agentin, kanssa.³⁵ Päämies–agentti-teoria on sopimusverkkoojattelun yksi ilmentymä, kun huomioidaan erilaisten sopimuksien laaja määrä. Huomattavimpia päämies–agentti-suhteita ovat johto–osakkeenomistaja, vähemmistöosakkeenomistaja–enemmistöosakkeenomistaja ja yhtiö–velkojat (tai muut sidosryhmät, kuten työntekijät). Jokaiseen mainituista päämies–agentti-suhteista liittyy opportunistisen käyttäytymisen riski: johto voi käyttää määräysvallassaan olevaa osakkeenomistajan varallisuutta, ja enemmistöosakkeenomistajat voivat käyttää enemmistöäänioikeudellaan hyödykseen vähemmistöosakkeenomistajan yhtiön käyttöön antamaa varallisuutta. Yhtiö voi myös käyttää sidosryhmien, kuten velkojen, yhtiölle antamaa panosta hyödykseen.³⁶ Johdon ja osakkeenomistajien välinen päämies–agentti-suhde syntyy, jos omistus ja päätöksenteko ovat eriytyneet, kuten ne useimmiten ovat eriytyneet suuremmissa yrityksissä.³⁷ Tyypillistä näille sopimussuhteille on epäsymmetrinen informaatio: osakkeenomistajien agenttina toimivalla johdolla on kurantimpaa tietoa yhtiön tilanteesta kuin päämiehellä.³⁸

Epäsymmetrisen informaation ja päämies–agentti-suhteen osapuolten opportunistisen käyttäytymisen välttämiseksi yhtiön osakkeenomistajat voivat käyttää päätösvaltaansa yhtiökokouksessa ja joko vaihtaa yhtiön toimivan johdon tai antaa johdolle kannustinjärjestelmiä opportunistisen käyttäytymisen estämiseksi.

³⁵ Ks. päämies–agentti-teorian historiallisesta kehityksestä ja vaikutuksesta corporate governanceen teoksessa Roberts 2005, s. 251–253.

³⁶ Mähönen & Villa 2010, s. 86–87.

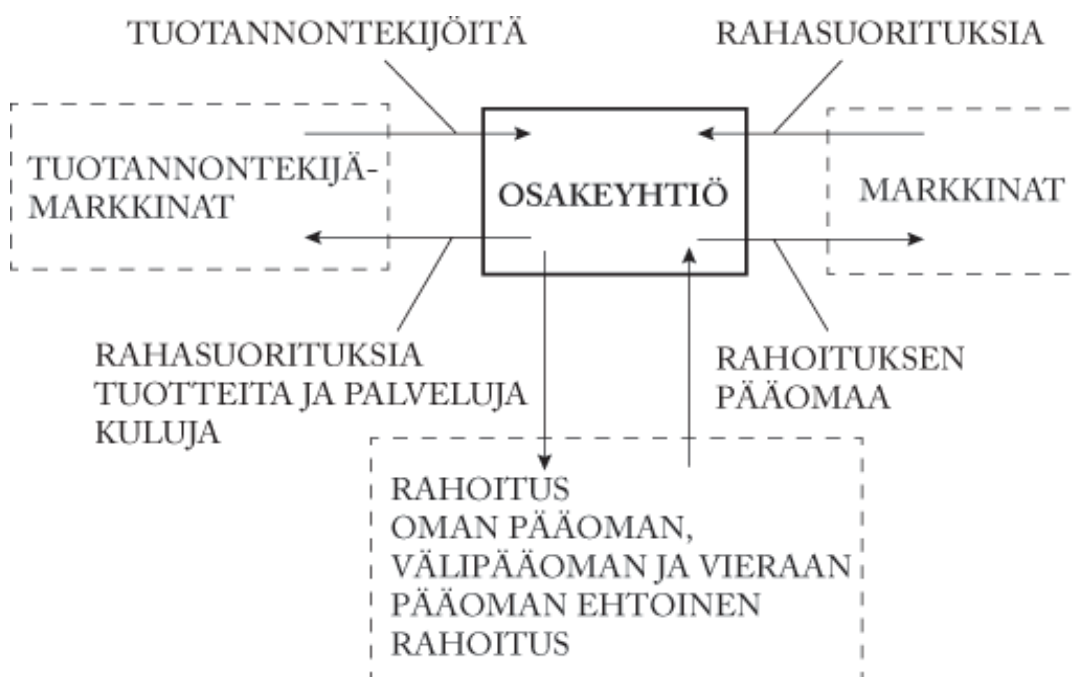
³⁷ Salo 2015, s. 41–43. Salo esittää myös huomion, että omistus ja päätöksenteko on huomattavan eriytynyt suurissa osakeyhtiöissä, joissa hajautunut osakkeenomistajien joukko ei pysty valvomaan johdon päätöksentekoa.

³⁸ Ks. informaation epäsymmetriydestä, osapuolten tavoiteristiriidoista sekä tilintarkastuksesta päämies–agentti-teoriaan teoksessa Halonen & Steiner 2009, s. 14–16.

2.2 Osakeyhtiön toiminnan luonne ja rahoituksen tarve

2.2.1 Raha- ja reaali prosessi

Yrityksen toiminta on usein etupainotteista siten, että tuotannontekijöitä täytyy hankkia ennen kuin yritys saa valmiista tuotteesta rahat kassaan. Etupainotteisuus johtaa yrityksen rahoitusongelmaan, jolloin yritys tarvitsee pääomaa etukäteisesti. Reaaliprosessilla tarkoitetaan tuotannontekijöiden hankkimista markkinoilta ja niiden käyttämistä ja yhdistämistä valmiin tuotteen saattamiseen markkinoille.³⁹ Rahaprosessi on tuotannontekijöiden maksamista ja rahavarojen saamista valmiista tuotteista, sekä pääoman saamista rahoitusmarkkinoilta tai osakkeenomistajilta. Reaaliprosessin viiveellä tarkoitetaan siten varsin tavanomaista tilannetta, jossa meno edeltää tuloa.⁴⁰ Alla olevassa kuvassa esitetään yrityksen toimintaa raha- ja reaali prosessien kannalta.⁴¹



³⁹ Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 3 luku.

⁴⁰ Mähönen & Villa 2015, s. 145–148.

⁴¹ Mähönen & Villa 2012, s. 68. Ks. myös raha- ja reaali prosessista kuvio Leppiniemi & Lounasmeri, 2015, 3 luku.

2.2.2 Yrityksen elinkaaren mukainen rahoituksen tarve

Kehittyvä, toimintansa alkuvaiheessa oleva yritys rahoittaa usein toimintaansa osakkeenomistajien sijoitusten lisäksi pääomasijoittajilta kerätyllä pääomalla. Pääoma on usein venture capital –tyyppinen rahoituskeino: vähemmistösjöitus, sijoitus vapaaseen tai sidottuun osakepääomarahastoon, pääomalaina, vaihtovelkakirjalaina tai optiolaina.⁴² Kehittyvälle yhtiölle rahoituksessa on tyyppillistä tavanomaista suurempi korko pääoman menettämisen riskin ollessa suurempi kuin toimintansa jo vakiinnuttaneella yrityksellä. Vähemmistöosakkeenomistajana oleva yhtiön rahoittaja pyrkii auttamaan yrityksen kehitystä esimerkiksi nimittämällä oman jäsenen osakeyhtiön hallitukseen. Pöngän mukaan rahoittaja voidaan ottaa mukaan kehittyvän yhtiön osakassopimukseen yhtenä osapuolena.

Pörssiyrityöiden rahoituksen tarve voi perustua rahoituksen uudelleenjärjestelyyn, taseaseman parantamiseen ja käyttöpääoman keräämiseen.⁴³ Pääomaa tarvitaan puskurina yrityksen taloudellisen tilanteen heikentyessä, investointeja varten tai tehdessä liiketoiminta- tai yrityskauppoja. Oman pääoman osuus yhtiön taseesta vaikuttaa yhtiön oman pääoman tuottovaatimukseen sekä rating-arvoihin, joiden perusteella voidaan määrittellä tavallisen lainan lainaehdot. Rahoittajat voivat vaatia tiettyjä oman pääoman vähimmäisarvoja voidakseen rahoittaa yritystä. Puttosen ja Knüpferin mukaan suomalaisten teollisuusyritysten taseen vakavaraisuus on ollut perinteisesti heikko, mutta 1990-luvulta lähtien oman pääoman määrän osuus taseesta on kasvanut.⁴⁴

2.3 Oman ja vieraan pääoman tunnusmerkit

2.3.1 Osakeyhtiön oman pääoman jaottelu ja tunnusmerkit

Osakeyhtiön oman ja vieraan pääoman välisen rajanvedon vuoksi tarkastellaan oman ja vieraan pääoman tunnusmerkkejä. Osakeyhtiön oman pääoman jaottelu perustuu kirjanpitolakia soveltavissa yhtiöissä KPA (1339/1997) 1 luvun 6 §:n tasekaavaan oman pääoman osalta, jota tarkennetaan OYL 8 luvun 1 §:ssä:

⁴² Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 3 luku.

⁴³ Ks. välipääomarahoitusunstrumenttien käytön syistä ja tavoitteista myös Lautjärvi 2015, s. 218–221

⁴⁴ Knüpfer & Puttonen 2014, s. 32–33. Ilmiöön liittyy myös suomalaisen pääomajärjestelmän muuttuminen 1980- ja 1990-luvulla pankkikeskeisestä markkinakeskeisemmäksi.

Osakepääoma sekä kirjanpitolain mukainen arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto ovat sidottua omaa pääomaa. Muut rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voitto ovat vapaata omaa pääomaa.

Oman pääoman tunnusmerkkeihin kuuluu pääomasijoituksen viimesijaisuus eli oman pääoman ehtoinen sijoittaja saa pääomalleen sen tuoton, joka jää jäljelle sen jälkeen, kun kaikkien muiden intressiryhmien saataville on maksettu osuus maksunsaantijärjestyksen mukaisesti. Oman pääoman ehtoinen sijoitus tehdään ennalta määräämättömäksi ajaksi ja sijoituksen vastineeksi osakkeenomistajat saavat osakeyhtiön antaman osakekirjan eli osakkeen. Oman pääoman ehtoiset sijoittajat kantavat viimekätisen taloudellisen riskin yhtiön toiminnasta, sillä osakkeenomistajat eivät OYL 1 luvun 2 §:n 2 momentin mukaisesti vastaa henkilökohtaisesti osakeyhtiön velvoitteista. Osakesijoituksen tunnusmerkkeihin kuuluu myös vakuudettomuus: yhtiö ei voi antaa vakuutta osakkeesta yhtiölle maksetun pääoman maksamisesta tai osakkeelle maksettavasta osingosta OYL 13 luvun 10 § mukaisesti.⁴⁵ Mähösen mukaan epävarsinaisia tunnusmerkkejä omalle pääomalle ovat jako-osaisuus, kontrollioikeus ja eräpäivättömyys.⁴⁶

2.3.2 Osakeyhtiön vieraan pääoman tunnusmerkit

Osakeyhtiön velkarahoituksena osakkeenomistajat tai muut sidosryhmät antavat varoja osakeyhtiön käyttöön sopimusperusteisesti, usein ennalta määräytyksi ajaksi. Vieraan pääoman tunnusmerkeinä pidetään sopimusperusteisuutta, määräaikaisuutta, tuoton ja velaksi saadun pääoman kiinteämääräistä takaisinmaksua, kontrollioikeuksien puuttumista, maksurajoitusten puuttumista sekä velkojien lähtökohtaisesti samansijaista maksunsaantiasemaa.⁴⁷ Vieraasta pääomasta ei ole pääomalainaa lukuun ottamatta sääntelyä osakeyhtiölaissa. Vieraan pääoman merkinnästä taseeseen säädetään KPA 1 luvun 6 §:ssä.

Luotonantajan ja osakkeenomistajan suhde eroaa siten, että luotonantajan intressissä on saada kiinteämääräinen takaisinmaksu korkoineen antamalleen lainalle. Takaisinmaksun

⁴⁵ Mähönen & Villa 2012, s. 74–88.

⁴⁶ Ks. oman pääoman varsinaisista ja epävarsinaisista tunnusmerkeistä myös Lautjärvi 2015, s. 84–88

⁴⁷ Mähönen & Villa 2012, s. 102–103.

toteutumiseksi luotonantajan intressissä on velallisyhtiön toiminnan jatkuminen ja velallisyhtiön maksukyvyyn turvaaminen. Mainitun intressin toteuttamiseksi luotonantajalla on eri keinoja oikeusasemansa turvaamiseksi, kuten kovenantit, kontrollioikeuden lisääminen sekä OYL 13 luvun varojenjako sääntely. Koska pääoman pysyvyys on yksi osakeyhtiöoikeuden peruseriaatteista, OYL 13 luvun 2 §:ssä säädetään, ettei osakeyhtiö saa jakaa varoja, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden. Tämän maksukykyisyydestin tavoitteena on velkojensuojan toteutuminen.⁴⁸ OYL 13 luvun 2 § on pakottavaa sääntelyä osakeyhtiön varojenjaosta, minkä seurauksena kaikki muu varojenjako on kiellettyä.

2.4 Osakeyhtiön rahoituslajit

Rahoituksen lajeja ovat yhtiön elinkeinotoiminnasta kertyvä tulorahoitus ja yritykseen tehtävät pääomasijoitukset. Pääomasijoitukset voidaan jakaa edelleen omaan ja vieraaseen pääomaan.⁴⁹

2.4.1 Oman pääoman ehtoiset sijoitukset

OYL 8 luvun 1 §:n mukaisesti oma pääoma jakautuu sidottuun ja vapaaseen omaan pääomaan. Sidottuun omaan pääomaan kuuluu osakepääoma, arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto. Arvostusrahastot (arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto) ovat absoluuttisesti jakokelvottomia eli niitä ei voida jakaa osakkeenomistajille eikä niitä voida käyttää osakepääoman korottamiseen.⁵⁰ Rahastot edustavat realisoitumattomia taseen omaisuuserien arvonmuutoksia.

Oman ja vieraan pääoman välisen rajan hämärtyessä rahoitusinstrumentteja voidaan erilajistaa ottaen huomioon pääoman tarve ja sopimusvapaus. Vapaaseen omaan pääomaan kuuluu osakesijoitus, jonka mukaisesti sijoittaja antaa varoja osakeyhtiön käyttöön. Osakkeenomistaja saa pääoman luovutuksesta yhtiölle erityisen todistuksen eli osakekirjan. Osakkeenomistaja saa siten oikeuden tuottoon ja äänioikeuden yhtiöön, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei ole erikseen sovittu äänivallattomista osakkeista.

⁴⁸ HE 109/2005, 13 luku.

⁴⁹ Mähönen & Villa 2012, s. 66–68.

⁵⁰ Mähönen & Villa 2012, s. 27–30.

Osakeyhtiön sopimusvapaus erityisesti pääomasääntelyssä perustuu pääoman keräämiseen helppouteen ja joustavuuteen. Sääntelyn tarkoituksena on sijoittamisen helppous ja sijoituksen oikeudellisen luonteen laaja sopimusvapaus. Rahoitusta koskevan sopimusvapauden oikeudellisena reunaehtona on velkojiensuojajärjestelmä ja pääoman pysyvyyden vaatimus.

Osakeyhtiölaki mahdollistaa myös sijoitukseen sijoitetun vapaan pääoman rahastoon eli svop-rahastoon.⁵¹ Sijoitetun vapaan pääoman rahastoon merkitään OYL 2 luvun 4 §:n mukaisesti se osa osakkeen merkintähinnasta, jollei sitä ole perustamissopimuksessa tai yhtiöjärjestyksessä määrätty merkittäväksi osittain sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon taikka kirjanpitolaissa toisin säädetä.

Sopimusvapauden, IFRS-sääntelyn ja osakeyhtiölain tahdonvaltaisuuden myötä välipääomarahoitusinstrumentit voidaan tietyin edellytyksin lukea oman pääoman eriin.

2.4.2 Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus

Vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella tarkoitetaan laajan tulkinnan mukaisesti kaikkia yrityksen lainoja ja yhtiöön vieraan pääoman ehdoin sijoitettuja varoja sekä yritystoiminnasta kertyneitä osto- ja siirtovelkoja.⁵² Vieraaseen pääomaan kuuluu muun muassa lainat rahoituslaitoksilta tai osakkailta, vekselit, sekkitili, myyntisaamisten mahdollinen luototus ja myynti, ostovelat ja saadut ennakot.⁵³

⁵¹ Ks. svop-sijoituksesta lisää Villa 2012, s. 474–476 ja Lauriala 2010, s. 409 ja HE 109/2005 kappale 2.2.7. Ruotsin osakeyhtiölain ABL 551:2005 12 luvun 1 §:ssä tunnistetaan sijoitus vapaan oman pääoman rahastoon.

⁵² Leppiniemi & Walden 2015, 7 luku.

⁵³ Leppiniemi ym. 2014, 11 luku.

3 VÄLIPÄÄOMARAHOITUSINSTRUMENTIT

3.1 Välipääomarahoitusinstrumenttien keskeiset piirteet

3.1.1 Viimesijaisuus

Viimesijaisuudella tarkoitetaan rahoitusvälineen liikkeellelaskijan tai osakkeenomistajan viimesijaista oikeutta yhtiön varojenjakoon sekä maksunsaantijärjestyksen mukaiseen viimesijaiseen oikeuteen saada saatavalle maksu maksukyvyttömyystilanteessa. Viimesijaisille sijoituksille maksetaan varoja osakeyhtiölain mukaisesti yhtiön varoista vahvistetun tilinpäätöksen perusteella vain siten, ettei se vaaranna yhtiön maksukykyä. Maksukykyisyydestin mukaisesti yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuuteen kuuluu arvioida oman pääoman riittävä määrä varojenjaon edellytyksenä. Varoja voidaan jakaa osakkeenomistajille tai sijoittajille vapaasta omasta pääomasta siten, että siitä on vähennetty yhtiöjärjestyksen perusteella jakamatta jätettävät erät. Lain velkojien maksunsaantijärjestyksestä (1578/1992) 2 §:n mukaisesti velkojilla, kuten osakkeenomistajalla tai muulla oman pääoman ehtoisella rahoittajalla, on yhtäläinen oikeus saada maksu saatavalleen saatavan suuruuden mukaisessa suhteessa, jollei laissa säädetä muuta. VMJL 2 § osoittaa oman pääoman rahoituksen viimesijaisuuden: laissa on säädetty useiden muiden velkojien etuoikeudesta maksunsaantiin, kuten vakuudellisten velkojien tai velkojien, joiden saatava on syntynyt mahdollisen yrityssaneerausmenettelyn aikana.

Kirjanpitolautakunnan ratkaisuissa 1459/1997 ja 1719/2003 oman ja vieraan pääoman väliset rahoitusvälineet tulkittiin oman pääoman eriksi viimesijaisuuden ja päätösvallan perusteella.⁵⁴ Ratkaisussa 1459/1997 asumisoikeusmaksut perusteltiin olevan oman pääoman erä, sillä asumisoikeusmaksujen maksunsaantiasema asumisoikeusyhdistyksen purkautuessa on viimesijainen velkoihin nähden.⁵⁵ Ratkaisussa 1719/2003 on kyse korkopääomarahaston esittämisestä tilinpäätöksessä. Kirjanpitolautakunta ratkaisi, että korkopääomarahasto on esitettävä omana pääomana sen viimesijaisuuden ja elinkorkolaitoksen osakkaiden päätösvallan vuoksi. Ratkaisussa viitataan myös IAS 32 -standardin oman pääoman esittämistapaan: oman pääoman ehtoinen rahoitusväline

⁵⁴ Ks. myös Kaisanlahti ym. 2009, s. 362–363.

⁵⁵ Lain asumisoikeusyhdistyksistä 75 §:ssä on säädetty, että yhdistyksen purkautuessa on *ensin maksettava velat* ja sen jälkeen suoritettava asumisoikeudestaan luopuville asumisoikeusasunnoista annetun lain 23 §:ään perustuvat asumisoikeuksien lunastukset.

määritellään sopimukseksi, joka osoittaa oikeutta yrityksen varoihin sen kaikkien velkojen vähentämisen jälkeen.

3.1.2 Eräpäivättömyys

Perinteisen velkapohjaisen rahoitusinstrumentin, kuten tavallisen yrityslainan, neuvotteluvaiheessa sovitaan velan takaisinmaksun eräpäivä eli velan erääntyminen. Velka voi erääntyä kuukausittain tai muulla sopimusosapuolten sopimalla tavalla.⁵⁶

Välipääomarahoitusinstrumentit sovitaan usein eräpäivättömäksi, minkä seurauksena ne täyttävät IFRS-sääntelyn mukaisen oman pääoman eräpäivättömyyседелlytyksen.⁵⁷ Viimeaikaisista suomalaisten pörssiyritysten liikkeellelaskemista JVK-lainoista huomataan, että ne on sovittu eräpäivättömiksi, kuitenkin siten, että liikkeellelaskijalla on kuitenkin *oikeus lunastaa* velkakirja takaisin sovitun ajan kuluttua. Esimerkiksi Finnair Oyj:n, Innofactor Oyj:n ja Lemminkäinen Oyj:n liikkeellelaskemat joukkovelkakirjalainat ovat eräpäivättömiä, mutta liikkeellelaskijalla on oikeus lunastaa joukkovelkakirjalaina takaisin Finnairin osalta viiden vuoden, Innofactorin osalta kolmen vuoden ja Lemminkäisen osalta neljän vuoden kuluttua.⁵⁸

Hallituksen esityksessä 89/2005 käsitellään suomalaisen lainsäädännön ja IFRS-sääntelyn harmonisointia koskien välipääomarahoitusinstrumentin esittämistä yrityksen taseessa. Yhtenä HE 89/2005 kohtana viitataan IFRS-sääntelyyn, jonka mukaisesti lainan eräpäivättömyys on yksi oman pääoman ehtoisuuden edellytyksistä.

3.1.3 Jako-osaisuus

Oman pääoman ehtoiseen välipääomarahoitukseen liitetään IFRS-sääntelyn mukaisesti vaatimus siitä, että lainan takaisinmaksu on kytköksissä yrityksen taloudelliseen tulokseen siten, että lainan korkoja tai lainan pääomaa voidaan maksaa takaisin sellaisessa vain tilanteessa, jossa yrityksellä on mahdollisuus osingonmaksuun

⁵⁶ Hemmo 2001, s. 84–85. Eräpäivättömyyden käsitteellä tarkoitetaan myös määräajattomuutta eli rahoitusvälineen perpetuaalisuutta.

⁵⁷ IFRS-sääntelyssä rahoitusvälineen todellinen sisältö on ensisijaisen tärkeää oikeudellisessa arvioinnissa.

⁵⁸ Finnair Oyj:n, Innofactor Oyj:n ja Lemminkäinen Oyj:n pörssitiedotteet.

osakkeenomistajille.⁵⁹ Takaisinmaksun kytkeminen yrityksen taloudelliseen tulokseen lähentää välipääomarahoitusta puhtaasti omaa pääomaa olevaan tavalliseen osakkeeseen myös residuaaliriskin osalta: rahoituksen liikkeellelaskija voi esimerkiksi saada korkotulot lainaehdoista riippuen vain, jos velallisyhtiön vahvistettu tilinpäätös osoittaa voitonjakokelpoisia varoja. Toisaalta välipääomarahoitajan residuaaliriski maksukyvyttömyystilanteessa on vastaava kuin osakkeenomistajalla, koska oman pääoman ehtoinen sijoitus on maksunsaantijärjestyksessä viimesijaisessa asemassa. Voidaan todeta, että oman pääoman ehtoisen välipääomarahoitusinstrumentin liikkeellelaskijan asema on olennaisesti samankaltainen kuin osakkeenomistajalla tai muulla oman pääoman ehtoisen sijoituksen tehneellä sijoittajalla.

3.1.4 Kontrollioikeus

Kontrollioikeuden tarkoituksena on turvata liikkeellelaskijan intressi saada velallisyrittäältä maksu yhtäältä erääntyvistä koroista ja toisaalta lainaamastaan pääomasta ajallaan ja oikeamääräisenä. Joissakin tapauksissa hybridilainojen korko voi olla tavallista pankkilainaa olennaisesti korkeampi, minkä seurauksena liikkeellelaskijalla on tavanomaista suurempi intressi pitää yritys maksukykyisenä.⁶⁰ Koska oman pääoman ehtoiset välipääomarahoitusinstrumentit ovat tavallisesti vakuudettomia, ei rahoituksen liikkeellelaskijalla ole tavallisen velkarahoituksen mukaisia, tavanomaisia keinoja turvata saatavan takaisinmaksua ja oikeutta osallistua yrityksen päätöksentekoon. Tavallisella velkojalla on riskin vähentämiseksi käytettävissään erilaiset vakuussitoumukset, joiden myötä velkojalla on enemmän päätöksentekovaltaa ja parempi maksunsaantiasema sekä yhtiön toiminnan jatkuessa että maksukyvyttömyystilanteessa.⁶¹

Koska välipääomarahoitusinstrumentin liikkeellelaskijoilla ei ole velkarahoitukselle tyypillisiä vakuuksia, voidaan rahoitussopimuksissa sopia kovenanteista, jotka ovat ehtoja, joiden mukaan velallisyrittäjä sitoutuu tiettyihin maksukykyään turvaaviin

⁵⁹ HE 89/2015. Voitto-osuuslainan ja pääomalainan koronmaksu edellyttää jakokelpoisia varoja. Myös muiden välipääomarahoitusinstrumenttien osalta voidaan sopia korkojen maksun yhteydestä yrityksen taloudelliseen tilanteeseen.

⁶⁰ Ks. KHO 119:2014, jossa hybridilainassa oli tavanomaista lainaa huomattavasti korkeampi korko.

⁶¹ Vakuuksia ovat esimerkiksi omavelkainen takaus, kiinteistö- ja vuokraoikeuspannit ja yrityskiinnitys. Vakuuksia hallinnoivalla velkojalla on oikeus osallistua vakuuden kohdetta koskevan omaisuuden hallinnointikysymyksiin, sekä velkojalla on VMJL mukaisesti parempi maksunsaantiasema, kuin tavallisella osto- tai muulla velkojalla. Ks. kiinteistön ja irtaimen omaisuuden panttaamisesta saatavien turvaamiseksi Tammi-Salminen 2015, s. 170–197.

järjestelyihin. Kovenantit voidaan jakaa finanssi-, kontrolli- ja informaatiokovenantteihin. Finanssikovenantteja ovat vakavaraisuutta ja maksukykyä koskeviin tunnuslukuihin liittyvät raja-arvot ja raja-arvojen ylittymiseen liittyvät toimenpiteet.⁶² Tyypillisiä kontrollikovenantteja ovat investointien ja divestointien hyväksyttäminen rahoittajalla, rahoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimus, voitonjaon rajoittaminen sekä kielto, ettei velallinen ryhdy epätavallisiin oikeustoimiin kolmannen kanssa.⁶³ Muina kontrollikovenantteina on myös vakuuksien antamisen ja ottamisen hyväksyttäminen rahoittajalla. Lisäksi voidaan sopia informaatiokovenantteista, jotka vähentävät osakeyhtiöoikeudelle tyypillistä informaatioepäsymmetriaa eri sidosryhmien välillä.⁶⁴

Yllä mainitut kovenantit voivat muodostaa rahoittajalle hyvin merkittävän roolin yrityksen päätöksenteossa: osa kovenantteista, kuten vakuuden antamisen ja ottamisen sekä hankintojen ja myyntien hyväksyttäminen ovat merkittäviä rahoittajalle annettuja kontrollioikeuksia.⁶⁵ Kovenantin saavutettu, sinänsä vakuudeton kontrollioikeus, voi olla joissakin tapauksissa laajempi kuin tavallisella vakuusvelkojalla, ainakin yhtiön toiminnan jatkuessa.

3.2 Keskeiset välipääomarahoitusinstrumentit

3.2.1 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalainaksi kutsutaan velkaa, johon liittyy velkojan oikeus tai velvollisuus merkitä velallisyhtiön osakkeita. Vaihtovelkakirjalainan käyttömahdollisuus perustuu OYL 10 luvun 1 §:ään, jossa säädetään seuraavaa:

Jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, yhtiö voi tässä luvussa säädetyllä tavalla antaa erityisiä oikeuksia, jotka oikeuttavat maksua vastaan saamaan uusia osakkeita tai yhtiön hallussa olevia omia osakkeita. Oikeudenhaltijalla voi olla oikeus valita, merkitseekö hän osakkeita (*optio-oikeus*). Oikeuteen voi myös liittyä sitoumus osakkeen merkintään.

⁶² Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 8 luku.

⁶³ Hemmo & Hoppu 2015, 19 jakso.

⁶⁴ Villa 2001, s. 166.

⁶⁵ Ks. kovenantteista ja niiden merkityksestä Simpson 2014, s. 181–182.

Edellä 1 momentissa tarkoitettu oikeus voidaan antaa yhtiön velkojalle siten, että oikeuteen liittyy ehto velkojan saatavan käyttämisestä osakkeen merkintähinnan kuittaamiseen.

Oikeuteen voi myös liittyä sitoumus osakkeen merkintään: pykälän toisen momentin mukaan edellä tarkoitettu oikeus voidaan antaa yhtiön velkojalle siten, että oikeuteen liittyy ehto velkojan saatavan käyttämisestä osakkeen merkintähinnan kuittaamiseen. Vaihtovelkakirjalainassa mahdollinen optio-oikeus tarkoittaa mahdollisuutta merkitä velallisyhtiön osakkeita tietyinä ajankohtana ennalta sovittuun hintaan. Vaihtovelkakirjalainan liikkeelle laskeva yritys saattaa saada joissain tapauksissa etua siitä, että lainan korko on käypää arvoa alhaisempi, sillä osa velkojan tuotto-odotuksesta on siirtynyt yhtiön osakkeen arvoon. Tällöin yrityksen rahoituskustannukset varsinkin velka-ajan alussa ovat pienemmät kuin vastaavan tavallisen yrityslainan. Vaihtovelkakirjalainaa sovittaessa voidaan määrätä, että luotonantaja, joka on sopinut myöntävänsä 10 000 euron vaihtovelkakirjalainan, voi merkitä tulevaisuudessa 10 kappaletta yhtiön osakkeita arvoltaan 1 000 euroa osakkeelta. Osakkeen markkinahinnasta riippuen luotonantajalle voi olla kannattavampaa ottaa lainan pääoma takaisin joko rahana tai kuittausoikeuden perusteella velallisyhtiön osakkeina. Jos osakkeen markkina-arvo on noussut 1 500 euroon, voi luotonantaja saada alunperin 10 000 euron lainasta 15 000 euron arvon ottamalla lainan takaisinmaksun velallisyhtiön osakkeina.⁶⁶ Luotonantajalle tällainen hypoteettinen tilanne on edullinen, sillä Saarnilehdon mukaan vaihtovelkakirjalainalle maksetaan yleensä korkoa siihen saakka, kunnes velka on vaihdettu yhtiön antamiin osakkeisiin.

Vaihtovelkakirjalainaa voidaan käyttää lainanantajan näkökulmasta kahdessa eri tarkoituksessa. Sillä on yhtäältä yritystä koskeva kontrollitarkoitus, koska vaihtooikeutta käyttämällä velkoja saa osakkeen tuomat oikeudet yhtiössä, minkä seurauksena luotonantaja saa jokaisesta omistamastaan osakkeestaan yhden äänen käytettäväksi osakeyhtiön päätöksenteossa OYL 3 luvun 3 §:n mukaisesti. Toisaalta vaihtoominaisuus voi olla liitetty velkakirjaan tarkoituksena kasvattaa lainanantajan tuottoa osakkeen arvonnousun johdosta.⁶⁷ Jälkimmäisessä arvonnousun maksimoinnin tilanteessa voidaan jo alun perin liittää vaihtovelkakirjalainasopimukseen ehto, jossa

⁶⁶ Immonen & Nuolimaa 2012, s. 168.

⁶⁷ Saarnilehto ym. 2012, VII jakso.

määrätään, että laina voidaan kuitata tiettyinä hetkenä vaihtamalla sen OYL 3 luvun 4 §:ssä säädettyihin yhtiön äänivallattomiin osakkeisiin. Tällöin luotonantajayritykselle ei synny kontrollioikeutta. Vaihtovelkakirjalaina voi olla edullinen luotonantajalle, mikäli edellä mainittu tilanne toteutuu ja yritys kuittaa saatavan äänivallattomilla osakkeilla. Vasta toimintansa aloittaneet yritykset, kuten startup-yritykset voivat olla sopivana kohteena tällaiselle rahoitusjärjestelylle, jossa startup-yritys saa kerättyä pääomaa ja kuittaamalla lainan myöhemmin antamalla luotonantajalle äänivallattomia osakkeita; tällöin päätöksenteko ei siirry yhtiön ulkopuolelle.

Osakeyhtiölain lisäksi arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) on sääntelyä vaihtovelkakirjalainoista. Arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskua ja tiedonantovelvollisuutta säätelevät lainkohdat koskevat myös yleisesti liikkeeseen laskettuja vaihtovelkakirjalainoja.⁶⁸ Koska vaihtovelkakirjalainoista ei ole mainitun OYL 10 luvun 1 §:n ja arvopaperimarkkinalain lisäksi sääntelyä, voidaan vaihtovelkakirjalainan ehdot sopia varsin vapaasti.⁶⁹ Vaihtovelkakirjalaina rahoitusinstrumenttina on mielenkiintoinen, koska kuten aiemmin mainittiin, luotonantajalle voidaan antaa oikeus tai velvollisuus merkityn osakkeen maksamiseen kuittaamalla. Tällöin lainanantaja voi saada lainan arvosta riippuen merkittävän määrän osakkeita, jolloin siitä voi tulla yksi suurimmista osakkeenomistajista ja sen myötä yksi suurimmista yksittäisistä päätösvallan käyttäjistä yhtiökokouksessa.

Mainittu vaihto-ominaisuus erottaa vaihtovelkakirjalainanantajan tavallisesta luotonantajasta, sillä tavalliseen lainaan voidaan sisällyttää luotonantajan riskiposition turvaaviksi ehdoiksi kovenanteja. Vaihtovelkakirjalaina toisaalta mahdollistaa luotonantajalle osakkeiden myötä päätöksenteko-oikeuden velallisy yrityksessä. Vaihtovelkakirjalainan ottamisesta, kuten muidenkin optio-oikeuksien antamisesta päättää osakeyhtiön yhtiökokous. OYL 5 luvun 27 §:n 3-kohdassa määrätään, että optio-oikeuksien ja muiden erityisten oikeuksien antamiseen edellytetään määräenemmistöä, joka on kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista.

⁶⁸ Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 4 jakso.

⁶⁹ Koski & Sillanpää 2015, 11 jakso.

3.2.2 Pääomalaina

Pääomalaina on yhtiön ottama laina, jota käytetään rahoitusaseman vahvistamiseen. Pääomalaina on välipääomarahoituksen tyypiesimerkki, sillä se voidaan tietyin edellytyksin esittää taseessa oman pääoman eränä, minkä seurauksena sillä saadaan parannettua muun muassa omavaraisuusastetta, jolla mitataan yrityksen vakavaraisuutta. Toisin kuin muista hybridilainoista, pääomalainoista on nimenomaista sääntelyä OYL 12 luvussa, jossa määritellään pääomalainan vähimmäisehdoista, joita ovat takasijaisuus maksunsaannissa, vakuudettomuus sekä lainan takaisinmaksun edellytykset:

“...pääoma saadaan muutoin palauttaa ja korkoa maksaa vain siltä osin kuin yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomalainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan tai sitä uudempaan tilinpäätökseen sisältyvän taseen mukaisen tappion määrän...”

Säännöksen tulkinnassa tulee kiinnittää huomiota pääoman tai koron palauttamishetkeen, joka on kytketty maksuhetkeen eikä tilinpäätöksen valmistumishetkeen. OYL 13 luvun 3 §:n mukaisesti osakeyhtiön varojen jakaminen perustuu viimeksi vahvistettuun tilinpäätökseen. OYL 12 luvun 1 §:n 2-kohdan mukaisesti pääomalainaa voidaan palauttaa ja korkoa maksaa pääomalainasopimuksen mukaisesti siltä osin kuin pääomalainaa ei tarvita yhtiön tappion kattamiseen. OYL 12 luvun 1 §:ssä sekä TakSL 6 §:n 4-kohdassa on säädetty pääomalainan takaisinmaksusta yhtiön elinkaaren lopussa: pääoma ja korko saadaan maksaa yhtiön selvitystilassa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkoja huonommalla etuoikeudella. Viimesijaisuus tarkoittaa sitä, että pääomalainaa voidaan maksaa takaisin vasta, kun kaikkien muiden velkojien saamiset on täysimääräisesti suoritettu, mutta kuitenkin ennen kuin omalle pääomalle voidaan maksaa jako-osuuksia.⁷⁰

Osakeyhtiölain esitöissä on ohjeistettu, että epäselvyyksien välttämiseksi pääomalainasopimuksessa on tultava ilmi osapuolten tarkoitus. Tämä tarkoittaa, että sopimuksessa on mainittava, että kyseessä on pääomalaina. Esitöissä vaadittu maininta

⁷⁰ Mähönen & Villa 2012, s. 235.

edellytetään, vaikka kyseessä olisi osakeyhtiölain vähimmäisehdot täyttävät oikeustoimi.⁷¹

Pääomallainan ehdot takaisinmaksuvelvoitteen osalta johtavat siihen, että laina esitetään vieraana pääomana. Mikäli pääomallainan sovitaan eräpäivättömäksi, se voidaan esittää omana pääomana. Vaikka pääomallainan esitetään lähtökohtaisesti kirjanpidossa vieraana pääomana, OYL 20 luvun 23 §:n 1 ja 2 momentissa säädetään, että pääomallainan tulkitaan oman pääoman eräksi, jos yhtiötä uhkaa oman pääoman menettäminen. Sen sijaan, kun tutkitaan onko pörssiyhtiöllä OYL 20 luvun 23 §:n 3 momentin mukaisesti jäljellä vähintään puolet osakepääomasta, pääomallainan on vierasta pääomaa.⁷² Pääomallainojen keskinäinen oikeus yhtiön varoihin on yhdenvertainen, ellei velkojien kesken ole muusta sovittu. Pääomallainan on luonteeltaan velvoiteoikeudellinen saatava, jolloin pääomallainasopimuksen sisällön tulkintaan sovelletaan osakeyhtiölain lisäksi sopimusoikeudellisia säännöksiä ja sopimusoikeuden yleisiä periaatteita.⁷³

Pääomallainan on varsinkin kasvuyrityksille varteenotettava keino hankkia rahoitusta, kun yritykselle ei ole muodostunut liikevaihtoa tuotteiden myynnistä esimerkiksi tuotekehitysvaiheessa, joka voi olla esimerkiksi teknologiayrityksillä huomattavan pitkä. Pääomallainalla voidaan saada korotettua esimerkiksi omavaraisuusaste positiiviseksi. Otetaan esimerkiksi kasvuyritys, jonka osakepääoma on OYL 1 luvun 3 §:n mukaisesti 2 500 euroa eikä muita oman pääoman eriä ole. Yritys menettää osakepääoman, minkä seurauksena sen tulee tehdä ilmoitus kaupparekisteriin oman pääoman menettämisestä. Yritys päättää kuitenkin 50 000 euron pääomallainan ottamisesta saadakseen parannettua pääomatilannetta. Kun tätä yhtälöä lähestytään rahoittajien kannalta, pääomallainan myötä parantuneet vakavaraisuusluvut eivät välttämättä vastaa yrityksen tosiasiallista taloudellista tilannetta. Ennakoidaan, että esimerkin mukaisesti vasta tuotekehitysvaiheessa olevan yrityksen taseen loppusumma on 5 000 euroa koostuen erinäisistä toimistokalusteista eikä muita taseen eriä ole. Tällöin useiden rahoittajien käyttämä omavaraisuusaste lasketaan seuraavalla tavalla: $100 * \text{oma pääoma} (50\,000 \text{ pääomallainan} - \text{menetetty osakepääoma } 2\,500 = 47\,500 \text{ e}) -$

⁷¹ HE 109/2005, 12 luku. Muotovaatimus on mielenkiintoinen, koska kirjanpito-, verotus- ja kansainvälinen sääntely painottavat sisältöpainotteisuutta, substance over form –periaatetta rahoitusta tulkittaessa.

⁷² Leppiniemi & Lounasmeri 2015, 13 jakso.

⁷³ Villa ym. 2014, II jakso.

saadut ennakot (oletetaan 0 e) / taseen loppusumma (5 000 e), jolloin omavaraisuusasteeksi saadaan 95 %, jota voidaan perustellusti pitää erinomaisena indikaattorina vakavaraisuudesta. Tosiasiassa yrityksen omavaraisuusaste olisi negatiivinen ilman pääomallainaa ja rahoituksen kerääminen olisi erittäin haastavaa tai mahdotonta. Pääomallaina on perusteeltaan velvoiteoikeudellinen saatava, joka tulee kuitenkin loppujen lopuksi maksaa yrityksen varoista mainituin edellytyksin.⁷⁴ Tällä rahoitusinstrumentilla saadaan merkittävästi parannettua yrityksen rahoitusasemaa vakavaraisuuden kohennuttua. Tämä tekee pääomallainasta yrityksen kannalta järkevää lainamuodon ottaen huomioon varsin tiukasti säädellyt takaisinmaksun edellytykset, joiden mukaan lainojen takaisinmaksussa pääomallaina on viimeisten joukossa.

3.2.3 Voitto-osuuslaina

Voitto-osuuslaina on rahoitusinstrumentti, jonka ottamisesta voi päättää yhtiön hallitus. Voitto-osuuslainassa koron määrä sidotaan yrityksen tulokseen tai liikevaihtoon. Tällainen korkoehto mahdollistaa luotonantajalle suuremman tuoton lainasta, mutta toisaalta luotonantaja kantaa tavallista suurempaa riskiä myöntämästään luotosta, koska koron määrä on sidottu yrityksen tulokseen. Tämä ehto aiheuttanee sen, että luotonantajalla on tavanomaista suurempi intressi vaikuttaa yritystä koskevaan päätöksentekoon maksimoidakseen oman tuottonsa myöntämästään luotosta.⁷⁵ Kun lasketaan voitto-osuuslainan korko liikevaihdon tai yrityksen tuloksen perusteella, voi tällainen koronmääräysoehto vaikuttaa osakkaiden oikeudelliseen asemaan, jos se rajoittaa osakkeenomistajan voitonjako-oikeutta.⁷⁶ Voitto-osuuslainasta sovittaessa voidaan hyödyntää finanssi- ja muita kovenantteja kontrollioikeuden turvaamiseksi. Yleinen sopimusvapaus mahdollistaa, että voitto-osuusehto koronmaksun osalta voidaan lisätä pääomallainaa sekä aiemmin mainittuun vaihtovelkakirjalainaa koskevaan sopimukseen.

3.2.4 Äänivallaton osake

Osakeyhtiölain 3 luvun 3 ja 4 §:ssä on säädetty äänivallattomista osakkeista. OYL 3 §:ssä säädetään osakkeen äänivallattomuuden mahdollisuudesta: yhtiö voi

⁷⁴ Mähönen ym. 2007, s. 148.

⁷⁵ Rahoittajayritys kantaa osakkeenomistajan tavoin residuaaliriskin pääoman menettämisestä, mikäli yrityksen taloudellinen tilanne ei mahdollista lainan takaisinmaksua.

⁷⁶ Villa ym. 2014, II jakso.

yhtiöjärjestyksessään määrätä, että osake ei tuota lainkaan äänioikeutta tai ei oikeuta äänestämään joissain yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Laki mahdollistaa menettelyn, jossa yhtiöjärjestyksessä määrätään, että äänivallaton osake muodostaa äänioikeuden vain tietyissä käsiteltävissä asioissa. Tällä osakeyhtiölain mahdollistamalla erilajistamisella voidaan tehdä eri osakesarjoja, joista yhdellä voi olla esimerkiksi oikeus äänestää hallituksen jäsenien valitsemisesta ja toisella sarjalla on oikeus äänestää asiassa, jossa päätetään optio-oikeuden tai muun oikeuden antamisesta. Äänivallatonta osaketta ei oteta lukuun laskettaessa päätöksen edellyttämää enemmistöä eli esimerkiksi silloin, kun päätös on tehtävä OYL 5 luvun 27 §:n mukaisella määräenemmistöllä.⁷⁷ OYL 3 luvun 4 §:n 1-kohdassa on vaaditaan, että äänivallaton osake tuottaa äänioikeutta lukuun ottamatta kaikki muut osakkeeseen liittyvät oikeudet: oikeus osallistua yhtiökokoukseen äänestämistä lukuun ottamatta ja oikeus yhtiön varoihin niitä jaettaessa. Äänivallattoman osakkeen muiden kuin äänioikeutta koskevien oikeuksien rajoittaminen yhtiöjärjestyksessä voi tapahtua vain OYL 5 luvun 29 §:ssä vaaditulla osakkeenomistajan suostumuksella. Osakkeenomistajan oikeuksia, jotka perustuvat lain pakottaviin säännöksiin, ei voida rajoittaa. Näitä oikeuksia ovat esimerkiksi oikeus vahingonkorvaukseen ja oikeus vaatia lunastusta vaikutusvallan väärinkäytön perusteella.⁷⁸

Osakeyhtiölain 15 luvussa on säädetty omien osakkeiden hankkimisesta ja lunastamisesta. Julkisesti noteeratun osakeyhtiön omien osakkeiden määrä saa olla korkeintaan 10 % kaikista osakkeista. Yksityisen osakeyhtiön omien osakkeiden hankkimista ei ole rajoitettu kuin OYL 15 luvun 11 §:ssä, missä edellytetään, ettei yksityinen osakeyhtiö saa hankkia kaikkia omia osakkeitaan. Kun yhdistetään mahdollisuus määrätä osakkeiden äänivallattomuudesta sekä yksityisen osakeyhtiön lähes rajoittamaton omien osakkeiden hankintamahdollisuus, osakeyhtiölaki mahdollistaa teoriassa tilanteen, jossa esimerkiksi 99 % osakkeista on yhtiön omia äänivallattomia osakkeita ja 1 % osakkeista on yhden osakkeenomistajan hallussa, joka käyttää ylintä päätöksentekovaltaa yhtiössä, sillä osakeyhtiön omia osakkeita ei lasketa äänimääriin OYL 5 luvun 9 §:n mukaisesti. Mainitun kaltainen hypoteettinen tilanne johtaa siihen, että osakeyhtiö voisi lähestyä päätöksentekomenettelyltään henkilöyhtiöitä. Tietysti tämä tilanne edellyttää tarpeeksi omia pääomia, sillä omien

⁷⁷ Villa ym. 2014, II jakso.

⁷⁸ HE 109/2005 3. luku

osakkeiden hankinta tulee tehdä yhtiökokouksen valtuutuksella vapaan oman pääoman erillä OYL 15 luvun 5 §:n mukaisesti.

3.2.5 Joukkovelkakirjalaina

Joukkovelkakirjalainalla (bondilla) tarkoitetaan pitkäaikaista velkasitoumusta, joka jaetaan useaan samanehtoiseen haltijalle asetettuun velkakirjaan.⁷⁹ Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskijoita ovat yritykset, rahoituslaitokset, valtio tai kunnat. Pääosin pörssiyritykset laskevat liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, koska IFRS-tilinpäätös mahdollistaa JVK-lainojen esittämisen oman pääoman eränä.⁸⁰ JVK-lainat ovat pääosin vakuudettomia, mikäli niitä hyödynnetään oman pääoman ehtoisena rahoituskeinona.⁸¹ Valtaosa suomalaisten pörssiyritysten viime vuosina liikkeellelaskemista välipääomarahoitusinstrumenteista ovat vakuudettomia joukkovelkakirjalainoja. Lainan korko voidaan sopia kiinteäksi tai vaihtuvaksi; liikkeellelaskijan taloudellisen aseman perusteella arvioitava riski vaikuttaa koron määrään. Joukkovelkakirjalainan takaisinmaksu voidaan sopia yhteen tai useampaan erään. Bullet-lainalla tarkoitetaan lainaa, joka maksetaan takaisin kertasuorituksena laina-ajan lopussa.⁸²

Joukkovelkakirjalainoja on kahdenlaisia: jälkimarkkinakelpoiset yleislainat sekä erillislainat, joita voivat merkitä vain etukäteen määrätyt sijoittajat. Jälkimarkkinakelpoisuuden myötä velkakirjoja voidaan ostaa ja myydä lainan liikkeellelaskun ja takaisinmaksun välisenä aikana.⁸³ Vaihtovelkakirjalainoja koskevat arvopaperimarkkinalain säännökset koskien arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskua ja tiedonantovelvollisuutta säätelevät myös joukkovelkakirjalainoja.⁸⁴

⁷⁹ Knüpfer & Puttonen 2014, s. 256.

⁸⁰ Nasdaq First North Bond Market Finland -joukkovelkakirjalainamarkkinoilla pienet ja keskisuuret yritykset voivat laskea liikkeelle kevyemmin ehdoin joukkovelkakirjalainoja (ei esimerkiksi IFRS-tilinpäätösvaatimusta). Pienten ja keskisuurten yhtiöiden lisääntyneestä joukkovelkakirjalainojen liikkeellelaskemisesta on osoituksena listaamattoman M-Brain Oy:n First North Bond Market Finland –markkinapaikalle liikkeellelaskema 15 miljoonan euron joukkovelkakirjalaina.

⁸¹ Joukkovelkakirjalaina voidaan sopia myös vakuudelliseksi, vrt. vakuudeton debentuurilaina. VVO Yhtymä Oyj:n vuonna 2013 liikkeellelaskettu joukkovelkakirjalaina on vakuudellinen: lainan vakuutena on asuinkiinteistöjä. Joukkovelkakirjalaina on merkitty taseeseen markkinalainoiksi vieraan pääoman eräksi. Vieraan pääoman ehtoisuus johtunee lainan vakuudellisuudesta.

⁸² Hoppu 2004, s. 47–49.

⁸³ Knüpfer & Puttonen 2014, s. 256.

⁸⁴ Leppiniemi & Lounasmeri 2015 4 jakso.

Joukkovelkakirjalainoja, erityisesti julkisyhteisöjen liikkeellelaskemia, on pidetty yleisesti sijoittajan näkökulmasta melko vähäisen riskin sijoitusinstrumenttina.⁸⁵

Suomalaisten pörssiyhtiöiden joukkovelkakirjalainoja tarkastellaan tarkemmin tutkielman kappaleessa 3.3.

3.2.6 Debentuurilaina

VKL 5 luvun 34 §:ssä säädetään debentuurista eli joukkovelkakirjalainasta, jonka etuoikeus on liikkeeseenlaskijan muita sitoumuksia huonompi. Debentuurin asema konkurssissa on viimesijainen muihin lainamuotoihin nähden VMJL 6 §:n 3-kohdan mukaisesti. Debentuurin liikkeeseenlaskija ei saa asettaa vakuutta debentuurin maksamisesta.⁸⁶ Liikkeeseenlaskija ei saa mainitun pykälän mukaan hankkia vastiketta vastaan debentuuria takaisin ennen sen eräpäivää, ellei lainaehdoissa ole siihen oikeutta. Liikkeeseenlaskija ei saa myöskään ottaa debentuuria pantiksi. Hallituksen esitöiden mukaan takaisinostamisen kieltämisellä pyritään noudattamaan velkojen tosiasiallista maksunsaantiasemaa. Debentuurilainan ennaikaisella lunastamisella pystyttäisiin kiertämään velkojen maksunsaantijärjestystä, sillä debentuurilaina on huomommalla sijalla maksunsaantijärjestyksessä verrattuna tavalliseen, paremmalla etuoikeudella olevaan lainaan.⁸⁷

3.3 Joukkovelkakirjalainat pörssiyhtiön rahoituksessa

3.3.1 Pörssiyhtiöiden liikkeellelaskemat joukkovelkakirjalainat

Alla on tarkasteltu suomalaisten pörssiyhtiöiden vuosina 2014–2015 liikkeellelaskemia sekä muita tässä tutkielmassa viitattuja joukkovelkakirjalainoja.⁸⁸ Taulukossa esitetään

⁸⁵ Finanssivalvonnan ohjeistus, 8/2011, ks. myös Hoppu 2004, s. 47–49, jonka mukaisesti erityisesti valtion joukkovelkakirjalainat ovat riskittömiä. Vrt. Kuntarahoituksen Esa Kallion kirjoitus, jossa hän esittää näkemyksen kertaluontoisesti takaisinmaksettavan bullet-lainan riskistä, jos markkinatilanne on heikentynyt lainan liikkeellelaskusta. Pörssiyritysten joukkovelkakirjalainojen riski voi olla liikkeellelaskijan taloudellisesta tilanteesta (esimerkiksi jälkikäteen arvioituna Talvivaaran rahoitus) johtuen olennaista suurempi, kuin julkisyhteisön liikkeellelaskema joukkovelkakirjalaina. Ks. joukkovelkakirjalainan riskistä myös KHO 119:2014, jossa liikkeellelaskijayritys ei saanut rahoitusta pankilta, jolloin turvauduttiin korkeakorkoiseen lainaan.

⁸⁶ Norros 2012, s. 441.

⁸⁷ HE 318/1992, 3 luku.

⁸⁸ Suomen Pankin tilastotiedotteen mukaisesti JVK-lainarahoituksen määrä on kasvanut vuoden 2010 3 038 miljoonasta eurosta vuoden 2014 3 648 miljoonaan euroon. Vuonna 2012 laskettiin euromääräisesti eniten JVK-lainoja, 9 765 miljoonalla eurolla. Vuonna 2012 Suomen talous vajosi virallisesti taantumaan,

yritysten omavaraisuusasteen muutos edelliseen tilikauteen, koska omavaraisuusastetta voidaan parantaa JVK-lainoilla osana muuta rahoitusaseman parantumista.⁸⁹ Esitetyt joukkovelkakirjalainat ovat kertalyhenteisiä bullet-lainoja.

Yritys	Pääoma	Korko	Ajankohta	Lunastus	Omavaraisuusasteen muutos
Ahlström Oyj	100 milj. €	4,13 %	9/2014	2019	-0,40 %
Cargotec Oyj	150 milj. €	3,38 %	3/2014	2020	3,60 %
Destia Oyj	65 milj. €	4,50 %	6/2014	2019	-9,70 %
Finnair Oyj	200 milj. €	7,88 %	10/2015	2020	-
HKScan Oyj	100 milj. €	3,63 %	11/2014	2019	14,40 %
Innofactor Oyj	3,2 milj. €	9,00 %	12/2013	2016	5,90 %
Kemira Oyj	200 milj. €	2,25 %	5/2014	2019	0,00 %
Kemira Oyj	150 milj. €	2,25 %	5/2015	2022	-
Lassila & Tikanoja Oyj	30 milj. €	2,13 %	9/2014	2019	2,60 %
Lemminkäinen Oyj	70 milj. €	8,75 %	3/2014	2018	9,80 %
Metsä Board Oyj	225 milj. €	4,00 %	3/2014	2019	-
M-Brain Oy	15 milj. €	8,00 %	6/2014	2017	-
Oriola-KD Oyj	40 milj. €	7,00 %	2/2014	2017	-5,90 %
Outokumpu Oyj	250 milj. €	6,63 %	9/2014	2019	11,80 %
Sanoma Oyj	100 milj. €	7,25 %	12/2013	2016	-4,10 %
Sato Oyj	100 milj. €	3,38 %	4/2012	2019	-0,10 %
Solteq Oyj	27 milj. €	6,00 %	7/2015	2020	-
Sponda Oyj	175 milj. €	2,38 %	5/2015	2020	-
Suominen Oyj	75 milj. €	4,38 %	9/2014	2019	8,30 %
Suominen Oyj	17,5 milj. €	4,38 %	9/2014	2019	8,30 %
Talvivaara Oyj	110 milj. €	9,75 %	4/2012	2017	-3,60 %
Technopolis Oyj	150 milj. €	3,75 %	11/2015	2020	-
VVO-Yhtymä Oyj	100 milj. €	3,25 %	5/2013	2020	0,70 %

Niillä yhtiöillä, joiden omavaraisuusaste heikkeni verrattuna edelliseen tilikauteen, väheni nettovelkaantumisaste (Destia Oyj ja Ahlström Oyj) tai yhtiöllä oli huomattavia yritysostoja tilikaudella (Oriola-KD Oyj). Sanoman ja Talvivaaran taloudellinen asema heikkeni omavaraisuusasteen lisäksi muiden tunnuslukujen osalta: Talvivaaran nettovelkaantumisaste kasvoi 141,3 %:sta 183,8 %:iin ja Sanoman 78,7 %:sta 95,7 %:iin. Esityksestä nähdään, että joukkovelkakirjalainojen hyödyntäminen oman pääoman eränä, osana rahoituskokonaisuutta, paransi pörssiyritysten omavaraisuusastetta. On huomionarvoista, että lainoja koskevissa pörssitiedotteissa

sillä bruttokansantuote laski toisen vuosineljänneksen peräkkäin. Tilastokeskuksen tiedotteen mukaisesti teollisuusyritysten kannattavuus ja työllistäminen väheni vuonna 2012.

⁸⁹ Vuonna 2015 liikkeellelaskettujen lainojen vaikutusta omavaraisuusasteeseen ei voida tarkastella tilikauden ollessa vielä kesken.

huomioitiin usein laimentamattomuusvaikutus eli lainojen liikkeellelaskeminen ei vaikuta osakkeenomistajien omistamiin osakkeisiin tai päätösvaltaan. Joukkovelkakirjalainoissa ei ole sovittu varsinaista eräpäivää, mutta liikkeellelaskijayrityksellä *on oikeus lunastaa* laina takaisin ennalta määrättyinä aikoina. Täten joukkovelkakirjalainat toteuttavat oman pääoman eräpäivättömyysedellytyksen. Joukkovelkakirjalainojen liikkeellelaskulla pyritään pörssitiedotteiden mukaisesti parantamaan yhtiöiden rahoitusasemaa, keräämään rahoitusta esimerkiksi yritysostoihin (Destia Oyj ja Oriola-KD Oyj) tai pidentämään olemassa olevien lainojen maturiteettia.

90

3.3.2 Sanoma Oyj:n joukkovelkakirjalainat esimerkkitapauksena

Aiemmin tutkielmassa mainittu Sanoma Oyj:n liikkeellelaskema 400 miljoonan euron JVK-laina on vakuudeton, määräajaltaan viisi vuotta ja sen korko on 5,00 %. Laina on esitetty konsernitaseessa IAS-standardien mukaisena rahoitusvelkana.⁹¹ Otettaessa huomioon aiemmin mainitut keskeiset piirteet omalle pääomalle huomataan, että tässä joukkovelkakirjalainassa on ennalta määrätty määräaika lainalle, kun oman pääoman tunnusmerkkeihin kuuluu, että sijoitus tehdään ennalta määräämättömälle ajalle. IAS 32:19 säädetään, että mikäli ei ole ehdotonta oikeutta välttää käteisvarojen tai muiden rahoitusvarojen luovuttamiselta sopimukseen perustuvan velvoitteen täyttämiseksi, velvoite vastaa rahoitusvelan määritelmää. Tätä pykälää soveltaessa huomataan, että Sanoma Oyj:n liikkeellelaskemassa 400 miljoonan euron joukkovelkakirjalainassa on lunastusehto, mikä tarkoittaa, että Sanoma Oyj:n on maksettava laina takaisin viiden vuoden päästä eli luovuttaa käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja. Lunastusvelvoitteellinen instrumentti on luokiteltu pääsääntöisesti velaksi, vaikka se muilta ehdoiltaan voitaisiin tulkita oman pääoman ehtoisena instrumenttina.⁹²

Sanoma Oyj on tämän mainitun 400 miljoonan euron hybridilainan jälkeen laskenut liikkeelle joulukuussa 2013 100 miljoonan euron hybridilainan vahvistaakseen pääomarakennetta ja hyödyntääkseen lainasta saatavia varoja muiden velkojen

⁹⁰ Oriola-KD Oyj:n vuosikertomuksen mukaisesti JVK-lainan korot maksetaan, jos yhtiökokous päättää maksaa osinkoa, jolloin laina on sidottu yrityksen tulokseen eli rahoittaja on samankaltaisessa asemassa, kuin osakkeenomistaja residuaaliriskin osalta.

⁹¹ Sanoma Oyj tilinpäätös ja toimintakertomus 2012.

⁹² Haaramo ym. 2013, II osa 6. kappale.

takaisinmaksuun.⁹³ Molemmat lainat suunnattiin institutionaalisille sijoittajille, eikä niihin tiedottamisen perusteella sisälly oikeutta vaihtaa osakkeita, eivätkä liikkeellelaskijat saa velallisyhtiön osakkeita, joten molemmat lainat ovat oikeudelliselta luonteeltaan joukkovelkakirjalainoja. Tämän kyseisen instrumentin pääomaluonnehdinta ja sen tosiasiallinen sisältö tulee ilmi yrityksen tiedottamisessa: lainaa nimitetään pörssitiedotteessa ja tilinpäätöksen tase-erittelyssä hybridilainaksi, kun taas aiempaa lainaa nimitettiin kautta linjan joukkovelkakirjalainaksi. Hybridilainan keskeiset piirteet mainitaan tase-erittelyssä: lainalla on heikompi maksunsaantiasema, laina on eräpäivätön, koronmaksu on kytköksissä osingonmaksuun, konsernilla on takaisinosto-oikeus liikkeeseen laskettuihin velkakirjoihin kolmen vuoden kuluttua liikkeeseenlaskupäivästä ja hybridilainanantajilla puuttuu sekä määräysvalta että äänestysoikeus.⁹⁴ Tämä hybridilaina on esitetty yrityksen taseessa erillisenä oman pääoman eränä, oman pääoman ehtoisena lainana. Tarkasteltaessa tätä rahoitusjärjestelyä kokonaisuudessaan huomataan useita piirteitä, joilla määritetään selväpiirteisesti instrumentin oikeudellista luonnetta oman pääoman ehtoisena lainana. Aiemmin mainitut oman pääoman tunnusmerkit toteutuvat lainan julkisten tietojen perusteella jako-osaisuutta ja kontrollioikeutta lukuun ottamatta.

Hybridilaina tulkitaan IAS 32 -standardin mukaisesti omaan pääomaan luettavaksi eräksi säännöksessä määrättyjen edellytysten täytyessä. Lainan eräpäivättömyydellä vältetään aiemmin mainitun IAS 32:19 määritelmä rahoitusvelasta, koska lainaan ei liity ehdotonta velvollisuutta siirtää käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja: Sanoma Oyj:llä on *oikeus* velkakirjojen takaisinostamiseen kolmen vuoden kuluttua liikkeellelaskupäivästä pörssitiedotteen mukaisesti. Tämän ehdon perusteella Sanoma Oyj:lle ei synny ehdotonta velvollisuutta maksaa pääomaa. Tämä eräpäivättömyys johtaa siihen, että IAS 32:16 oman pääoman ehtoisen instrumentin a-ehdon ensimmäinen ehto toteutuu, sillä silloin instrumenttiin ei sisälly velvollisuutta siirtää käteisvaroja tai rahoitusvaroja toiselle yhteisölle.⁹⁵ Säännöksen b-ehdon ensimmäinen ehto toteutuu siten, että laina tulkitaan oman pääoman ehtoiseksi, koska lainassa on kyse muusta kuin

⁹³ Sanoma Oyj pörssitiedote 12/2013.

⁹⁴ Sanoma Oyj tilinpäätös ja toimintakertomus 2013, jossa avataan maksunsaantiaseman olevan heikompi kuin konsernin muilla velkasitoumuksilla, mutta kuitenkin muita omaan pääomaan luettavia eriä parempi. Korkeus on 7,5 %, jonka maksamisesta päätetään erikseen, mikäli konserni ei jaa osinkoa. Maksamattomat korot kumuloituvat.

⁹⁵ IAS 32:16 mukaisesti a-osan toisen ehdon on toteuduttava.

johdannaissovimuksesta, joka ei sisällä liikkeeseenlaskijan velvollisuutta luovuttaa muuttuvaa lukumäärää omia oman pääoman ehtoisia instrumenttejaan.⁹⁶

Esimerkkinä olevan tapauksen pääomarakenteen vahvistamista lähestytään esittämällä, mikä vaikutus otetulla hybridilainalla on yrityksen vakavaraisuuden tunnuslukuihin. Sanoma Oyj konsernin omavaraisuusaste on vuoden 2013 tilinpäätöksen mukaisesti 37,1 %, tässä luvussa hybridilaina on laskettu oman pääoman eräksi, kuten se on taseessa sijoitettu. Mikäli hybridilaina laskettaisiin vieraan pääoman eräksi, omavaraisuusaste olisi 32,4 %.⁹⁷ Näin huomataan, että hybridilainalla on saatu merkittävä parannus velkaantuneen yrityksen omavaraisuusasteeseen. Yleisesti yli 30 % omavaraisuusastetta pidetään hyväksyttävänä vakavaraisuutta osoittavana tunnuslukuna. Sanoma Oyj:n nettovelkaantumisaste on tilinpäätöksessä 91,7 %. Hybridilainan esittämisellä vieraana pääoman seurauksen tämä tunnusluku olisi 119,1 %.⁹⁸ Tilinpäätöksessä asetetaan tavoitteita pääomarakenteen osalta seuraavasti: omavaraisuusasteen tavoitteena 35–45 % ja nettovelkaantumisaste alle 100 %. Osakeyhtiön kannalta onnistuneella hybridilainan liikkeellelaskulla molemmat vakavaraisuudesta kertovat tunnusluvut saatiin asetetun tavoitteen mukaisiksi. Osakkeenomistajan kannalta hybridilaina on puhtaasti tunnuslukuihin peilattaessa osakkeenarvoa lisäävä laina: muutoin reilusti velkaantuneen osakeyhtiön tunnuslukuja on saatu korjattua. Osakkeen taloudellinen arvo oletettavasti nousee, koska vakavaraisuudesta kertovat tunnusluvut ovat parantuneet eikä yhtiön kassaa ei joudut käyttämään pelkästään velvoitteiden takaisinmaksuun.

3.4 Välipääomarahoituksen verokohtelu

Suomalainen elinkeinotuloverotusjärjestelmä ei tunne käsitteenä välipääomarahoitusta, vaan verotuksen kannalta merkityksellistä on yksittäisen instrumentin kirjaaminen yrityksen tilinpäätökseen. Sisältöperiaatteen mukaisesti verotettavan instrumentin

⁹⁶ IAS 32:16 b-osassa säädetään siten, että kahdesta alaehdosta on toteuduttava toinen, samoin kuin ensimmäisessä ehdossa.

⁹⁷ Vähennetään Sanoma Oyj:n taseen omasta pääomasta 1 238,4 miljoonasta eurosta hybridilainan tilinpäätöshetken arvo 99,1 miljoonaa ja jaetaan summa taseen loppusummalla 3 514 miljoonalla eurolla ja kerrotaan sadalla. Yrityksellä ei ollut saatuja ennakkoja tilinpäätöksen mukaisesti.

⁹⁸ Laskettaessa nettovelkaantumisastetta lisätään hybridilainan tilinpäätöshetken arvo korollisiin vieraisiin pääomiin ja vastaavasti vähennetään se omasta pääomasta. Laskukaava tunnusluvulle on korolliset velat – rahavarat jaettuna oman pääoman määrällä.

sisällöllä on suurempi merkitys kuin sen juridisella muodolla.⁹⁹ Välipääomarahoituksen verokohtelun kannalta keskeinen seikka on se, luetaanko pääoman erä joko omaan tai vieraaseen pääomaan, koska tällä on eniten merkitystä, kun tulkitaan rahoitusmenon vähennyskelpoisuutta elinkeinotulon verotuksessa. Instrumentti voidaan verokohtelun selvittämiseksi joko pilkkoa osiin ja yksittäisiä instrumentin osia verotetaan osan luonteen mukaisesti. Toisena vaihtoehtona on koota oikeudelliset elementit yhteen, ja tehdä kokonaisarviointi instrumentin verokohtelusta.¹⁰⁰ Mikäli lainaa käytetään elinkeinotulon hankkimiseen lain elinkeinotulon verottamisesta 18 § 2-kohdan mukaisesti, voidaan vieraasta pääomasta aiheutuneet menot, kuten korkomenot, vähentää yrityksen verotuksessa. Pykälässä säädetään vähennysoikeudesta myös tilanteessa, jossa velan korko on sidottu yrityksen tulokseen, jolloin myös voitto-osuuslainan korko ja muut menot ovat vähennyskelpoisia yrityksen verotuksessa. Vastavuoroisesti välipääomarahoituksen tuotot ovat välipääomarahoituksen lainantajalle EVL 1 luvun 5 §:n mukaisesti veronalaista elinkeinotuloa.

Pääomalainan korkojen vähennyskelpoisuudesta verotuksessa on kiinnitetty huomiota pääomalainan tarkoitukseen sekä sen kirjanpidolliseen esittämistapaan. Pääomalainan korko on vähennyskelpotonta, mikäli pääomalaina on esitetty taseessa omana pääomana. Mikäli pääomalaina on hankittu elinkeinotoimintaan, lainan korko on vähennyskelpoista. Pääomalainan katsotaan kuuluvan elinkeinotoimintaan, kun sillä rahoitetaan yrityksen investointeja tai muuten yritystoimintaa.¹⁰¹ Lisäksi pääomalainan voidaan katsoa liittyvän elinkeinotoimintaan, kun se on otettu yhtiön vakavaraisuuden parantamiseksi. Muuhun kuin edellä mainittuihin tarkoitukseen otetun pääomalainan korkoja ei voida vähentää elinkeinotulonlähteen verotuksessa.¹⁰²

Tutkimuksessa esitettyjen muiden välipääomarahoitusinstrumenttien korkomenojen vähennyskelpoisuuden määrittää EVL 18 § 2-kohta. Mikäli instrumentti luetaan

⁹⁹ Leppiniemi & Walden 2015, 5 luku. Sisältöpainotteisuuden periaate tilinpäätöksessä on kirjattu KPL 3 luvun 3 §:ään.

¹⁰⁰ Verohallinnon joukkovelkakirjalainojen henkilöverotusta koskevassa ohjeessa kiinnitetään huomio järjestelyn kokonaisarviointiin. Ks. instrumentin osittais- ja kokonaisarvioinnista myös Äimä 2009 s.139–142.

¹⁰¹ Verohallinnon yritysverotusohje 5/1997, 1 luku, joka säätelee vuoden 1978 mukaisen osakeyhtiölain pääomalainan verotusta, sitä voitaneen soveltaa myös uuden osakeyhtiölain pääomalainaa koskevaan verokohteluun, vrt. Mähönen & Villa 2009, s. 130, jonka mukaan pääomalaina katsotaan poikkeuksetta velaksi sekä kirjanpidossa että verotuksessa.

¹⁰² Tikka ym. 2015, 9. luku.

yrittäjän tilinpäätöksessä vieraan pääoman eräksi, ovat sen korkomenot vähennyskelpoisia velallisyrittäjän elinkeinotulon verotuksessa. Välipääomarahoitusta hankkivan yrityksen kannattaa harkita instrumentin tosiasiallista oikeudellista luonnetta, joka määrittää miten instrumentti esitetään tilinpäätöksessä sekä sen, miten sitä kohdellaan verotuksellisesti.¹⁰³ Äimän mukaan välipääomainstrumentin korkomenoa ja -tuloa verotetaan osinkona, mikäli rahoitusinstrumentin oman pääoman tunnusmerkit ovat vallitsevassa asemassa ja vastaavasti korkona, mikäli vieraan pääoman tunnusmerkit ovat vallitsevassa asemassa.¹⁰⁴

Elinkeinotulon hankkimiseen tarkoitetun lainan korkojen vähennyskelpoisuuden vastakohtana on yrityksen tilinpäätöksen perusteella maksettu voitonjako, kuten osinko. Elinkeinotuloverotuksessa OYL 13 luvun 3 §:n mukaisesti maksettu osinko ei ole maksajayritykselle vähennyskelpoinen meno. Osingon ja koron vähennyskelpoisuuden erojen takia on tehtävä rajanveto, onko meno korkomeno vai maksettu osinko.¹⁰⁵ Yritykselle voi olla edullista sopia esimerkiksi voitto-osuusehdon sisällyttämisestä pääomalainaan, joukkovelkakirjalainaan tai vaihtovelkakirjalainaan, jolloin siitä aiheutuvat yrityksen tulokseen sidotut korot ovat vähennyskelpoisia elinkeinotulon verotuksessa. Korkojen verovähennyskelpoisuus ei aiheuta rasitetta yrityksen käyttöpääomatilanteeseen. Jos yrityksen tilinpäätöksessä vahvistettu nettotulos on kannattava, voitto-osuuslainan ehdot aiheuttavat sen, että koron määrä vastaavasti korreloi suhteessa yrityksen tulokseen, jonka seurauksena velan esittäminen tilinpäätöksessä vieraan pääoman eränä voi olla velallisyrittäjän kannalta edullista.

Lainsäädännössä ja oikeuskirjallisuudessa välipääomarahoitusta pidetään nimensä mukaisesti välimuotona perinteisen pääoman jaottelun kannalta mutta verotukselliset syyt voivat ohjata rajaamaan instrumentteja vieraan pääoman eräksi, minkä seurauksena edellä mainittu korkomenon vähennyskelpoisuus toteutuu. Tutkielman kuudennessa luvussa tarkastellaan ylikansallista lainsäädäntöä ja lainsäädäntöhankkeita koskien myös välipääomarahoitusinstrumenttien kansainvälistä verotusta.

¹⁰³ Ks. Hybridilainojen verotuskohtelusta Knuutinen 2015, s. 112–115. Knuutisen mukaan verotuksellinen näkökulma rakentuu instrumentin yksityisoikeudelliseen perusmuotoon eli onko kyseessä velkainstrumentti. Suomessa hybridilainojen oikeudellinen muoto on siten ratkaiseva tekijä; jos instrumentti nimetään velaksi, on sen korot vähennyskelpoisia.

¹⁰⁴ Äimä 2009, s. 141.

¹⁰⁵ Mähönen & Villa 2009, s. 425.

4 VÄLIPÄÄOMARAHOITUS MAKSUKYVYTTÖMYYSTILANTEESSA

4.1 Konkurssimenettely ja rahoittajan asema

4.1.1 Konkurssista ja välipääomarahoituksesta

Rahoittajan intressissä on itseoikeutetusti rahoitetun yrityksen toiminnan jatkuminen ja turvattu takaisinmaksukyky. Käyttöpääoman menettäminen voi aiheuttaa yrityksen konkurssin, minkä seurauksena rahoittajan intressinä on saada jonkinlainen takaisinmaksu pääomalleen. Toisaalta rahoittajan intressinä voi olla osallistuminen rahoitus- tai riskinjakosopimuksen ehtojen mukaisesti tai viimeistään lainatun pääoman määrän perusteella konkurssipesän päätöksentekoon, jotta heidän oikeusturvansa toteutuu.

Konkurssi on velallisen kaikkia omaisuuseriä koskeva insolvenssimenettely, jonka tarkoituksena on jakaa velallisen omaisuuden realisoinnista saadut varat yhtiön velkojille. Konkurssin oikeusvaikutuksena yhtiön harjoittama elinkeinotoiminta usein loppuu¹⁰⁶ ja määräysvalta velallisen omaisuudesta siirtyy tuomioistuimen määräämälle pesänhoitajalle tai pesänhoitajille.¹⁰⁷ Velkojat käyttävät ylintä päätöksentekovaltaansa velkojainkokouksessa, jossa päätetään esimerkiksi pesänhoitajan toimintavaltuuksista, mahdollisten oikeusprosessien aloittamisesta ja omaisuuden myynnistä kertyneiden varojen jaosta.¹⁰⁸ Velallisyhtiön saatavat erääntyvät konkurssiin asettamishetkellä.

Pesänhoitajan tehtäviin kuuluu myös tarvittaessa oikeusprosessien, kuten mahdollisten epäiltyjen velallisten rikosten tai johdon rikosten saattaminen esitutkintaan konkurssilain (120/2004) 14 luvun 5 §:n mukaisesti. Pesänhoitaja voi tarvittaessa laittaa vireille takaisinsaantikanteita, mikäli prosessille on edellytyksiä.

Pörssiyrityksiä asetetaan erittäin harvoin konkurssiin Suomessa, joten joidenkin välipääomarahoitusinstrumenttien, kuten pörssiyritysten JVK-lainojen, asema

¹⁰⁶ Konkurssipesän hallinto ja pesänhoitaja tai julkisselvittäjä voivat jatkaa yhtiön elinkeinotoimintaa, kuten esimerkiksi Talvivaara Kaivososakeyhtiö Oy:n konkurssissa on tehty. Vrt. kriittinen huomio elinkeinotoiminnan jatkamisesta Nenonen 2005, s. 763.

¹⁰⁷ Koulu 2004, s. 159.

¹⁰⁸ Pesänhoitajalle voidaan antaa valtuudet aloittaa tarvittavia, mm. saatavien perintään, liittyviä oikeusprosesseja.

ajankohtaistuu harvoin konkurssissa.¹⁰⁹ Toisaalta on huomattava, että myös M-Brain Oy:n kaltaiset listautumattomat yritykset voivat nykyisin laskea liikkeelle joukkovelkakirjalainoja. Muut välipääomarahoitusinstrumentit ovat paremmin pienten ja keskisuuren yritysten käytettävissä ja siten rahoituksen maksunsaantiaseman selvittäminen toteutuu useammin konkurssissa.

Konkurssipesän varojenjaossa kaikille velkojille ei useimmissa tapauksissa kerry täysimääräistä suoritusta saatavalleen: konkurssista kertyvä jako-osuus on keskimäärin 10 % tavallisille velkojille.¹¹⁰ Muiden kuin oman pääoman ehtoitten velkojien vaatimuksille voi kertyä huomattava määrä korkoa alkuperäisen velkapääoman lisäksi, minkä vuoksi velkojen ja korkojen määrä on niin suuri, että edellä mainittu tavanomainen 10 % jako-osuus on jopa hieman optimistinen jako-osuuden määrä. Jälkikonkurssissa eli konkurssissa, jota on edeltänyt yrityssaneerausmenettely, oman pääoman ehtoisten velkojien jako-osuuden kertyminen on epätodennäköisempää, sillä yrityssaneerausmenettelyn aikaiset saatavat ovat VMJL 3 a §:n mukaisesti etuoikeutettuja muihin vakuudettomiin velkoihin nähden.¹¹¹ Myös yrityssaneerausmenettelyn aikana kertyneet korot ovat etuoikeutettuja muihin saataviin nähden ja vallitsevan oikeudellisen käsityksen mukaisesti yrityssaneerausmenettely katkaisee korkojen kertymisen etuoikeudettomille saataville saneerausmenettelyn ajalta.¹¹²

Vähäinen jako-osuus heikentää välipääomarahoitajan mahdollisuutta saada suoritus saatavalleen, sillä viimesijaiset, oman pääoman ehtoiset sijoitukset saavat VMJL 2 §:n mukaisesti suorituksen vain silloin, kun jako-osuudet muiden velkojien saatavista on

¹⁰⁹ 2000-luvulla suomalaisista pörssiyrityksistä on asetettu konkurssiin Evia, Elcoteq, Reach U Holding, Stromsdal ja Tiimari, vrt.: Tilastokeskuksen tiedotteen mukaisesti vuonna 2014 panttiin vireille 2 954 konkurssia. Ulkomaisista pörssiyrityksien konkurseista mainittakoon vuonna 2008 konkurssiin asetettu huomattavan suuri yhdysvaltalainen pankki, Lehman Brothers.

¹¹⁰ Koulu 2004, s. 24–25.

¹¹¹ Yrityssaneerausmenettelyn aloittamisen ja lopettamisen välillä kertyneet, menettelynaikaiset velat ovat etuoikeutettuja muihin vakuudettomiin velkoihin nähden. Vakuudellisille veloille kertyy jako-osuus panttinalaisen omaisuuden myynnistä kertyvästä tulosta. Yrityskiinnitysvelkakirjan haltijoille jaetaan 50 % yrityskiinnityksen alaisesta omaisuudesta kertyneistä varoista. Yrityssaneerausmenettelyn aikaiset saatavat ovat kuitenkin etuoikeutettuja yrityskiinnityssaataviin nähden, sillä menettelynaikaisille saataville täytyy kertyä täysi jako-osuus, jotta yrityskiinnityksellä turvatuille saataville kertyy jako-osuus.

¹¹² Asiasta ei ole korkeimman oikeuden ennakkopäätöstä mutta lain yrityssaneerausmenettelystä (47/1993) 4 luvun 15 §:n mukaisesti saneerausmenettely keskeyttää viivästyskorkojen kertymisen – sopimuksen mukaiset korot, kuten välipääomarahoitusinstrumentit korot eivät ole viivästyskorkoja, joten niitä kertyy saneerausmenettelyn aloittamisesta huolimatta.

suoritettu täysimääräisesti. Oman pääoman viimesijaisuus ja sen mukainen residuaaliriski toteutuu tavallisessa konkurssissa siten, että rahoittaja ei saa suoritusta saatavalleen, koska omaisuuden myynnistä kertyneet varat jaetaan velkojille, eikä oman pääoman ehtooselle saatavalle todennäköisesti kerry suoritusta. Oman pääoman ehtoista rahoitusta ei voida valvoa konkurssissa, vaan valvottavia saatavia¹¹³ ovat vain kirjanpidon mukaiset vieraan pääoman erät.¹¹⁴

Koska välipääomarahoitusinstrumenteissa yhdistellään oman ja vieraan pääoman elementtejä, voidaan niitä käsitellä asiayhteydestä riippuen eri tavalla: oman pääoman ehtoisen rahoitusinstrumentit korkomenot voivat olla vähennyskelpoisia, vaikka niiden maksunsaantijärjestyksellinen asema on oman pääoman ehtoinen.¹¹⁵ Hybridilainojen osalta konkurssissa ja yrityssaneerausmenettelyssä merkityksellistä on yhtäältä, että luetaanko lainat oman pääoman eräksi vai vieraaksi pääomaksi ja toisaalta se, voivatko rahoitussopimukseen mahdollisesti maksukyvyttömyystilannetta varten otetut finanssi- ja kontrollikovenantit olla konkurssipesää sitovia.¹¹⁶ Rahoittajat voivat säännellä omaa maksunsaantiasemaansa riskinjakosopimuksilla.

4.1.2 Rahoittajan asema konkurssissa

Rahoittajan asemaa konkurssissa sääntelee konkurssilain sääntely velkojien päätöksentekovallan käytöstä: velkojat käyttävät ylintä päätösvaltaansa velkojainkokouksessa. Velkojien autonomian periaatteella pyritään turvaamaan velkojien oikeusturva ja toisaalta mahdollisimman korkea omaisuuden myyntitulo. Rahoittajan intressissä on mahdollisimman suuri jako-osuus ja tämän intressin toteutumista voidaan tavoitella esimerkiksi myymällä velallisen liiketoiminta

¹¹³ Valvottavilla saatavilla tarkoitetaan KonkL 12 luvun 1 §:ssä säädettyä saatavaa, jolle kertyy jako-osuus. Velkojan on valvottava saatava ellei saatavaa oteta huomioon ilman KonkL 12 luvun 7 §:n mukaista valvontakirjelmää.

¹¹⁴ Lauriala 2010, s. 411. Laurialan mukaisesti oman pääoman ehtoosesta rahoituksessa valvottavia saatavia ovat vain ennen konkurssia eräntyneet ja päätetyt osingot.

¹¹⁵ Ks. klassifioinnista ja klassifiointiristiriidasta Äimä 2009, s.138–142.

¹¹⁶ Konkurssipesä on velallisyhtiöstä erillinen oikeushenkilö omine y-tunnuksineen. Konkurssi ei periaatteessa vaikuta velallisen sopimussuhteisiin sopimusjatkuvuuden periaatteen mukaisesti, ks. Koulu ym. 2009, II jakson 4 kappale. Konkurssipesän yhtenä tarkoituksena on kuitenkin tilittää velkojille mahdollisimman suuri jako-osuus, jolloin konkurssipesä irtisanoo/purkaa tarpeettomat velallisyhtiön sopimukset KonkL 3 luvun 8 §:n nojalla, jotta konkurssipesälle maksettavaksi kertyvä massavelka on mahdollisimman vähäinen.

toiminnallisena kokonaisuutena, minkä seurauksena myyntitulos on oletettavasti parempi, kuin jos omaisuus myydään erillisessä huutokaupassa.¹¹⁷

Velkojainkokouksessa on osakeyhtiöoikeuden osake ja ääni -periaatetta vastaava periaate; velkojien äänimäärä riippuu konkurssisaatavan määrästä KonkL 15 luvun 3 §:n mukaisesti. Esimerkiksi rahoituslaitokset, verohallinto, tavarantoimittajat ja eläkevakuutusyhtiöt voivat olla suurimpia velkojia, ja heidän äänimääränsä on moninkertainen muihin velkoihin nähden. Tämä aiheuttaa sen, että vaikka pesänhoitaja käyttää käytännön valtaa¹¹⁸ konkurssimenettelyssä, on suurimmilla velkojilla (kuten toiminnan jatkuessa enemmistöosakkeenomistajilla yhtiökokouksessa) enemmistövalta päättää konkurssipesän asioista. Mikäli kyseessä on KonkL 23 luvun 1 §:n mukainen laaja konkurssipesä, ei ole esteitä ottaa välipääomarahoitajien edustajaa asetettavan velkojatoimikunnan yhdeksi jäseneksi.¹¹⁹

Koska konkurssipesän päätöksenteossa käytetään saatavan suuruuden mukaista äänimäärää, välipääomarahoitajien äänivalta voi sirpaloitua niiden välipääomarahoitusinstrumenttien osalta, joissa on useita rahoittajia. Pääomalaina ja voitto-osuuslaina ovat välipääomarahoitusinstrumenteista puhtaimmin yhden rahoittajan rahoitusmuotoja, jolloin saatavan määrä voi olla edellä mainittujen suurimpien velkojien jälkeen suurin yksittäinen velkaerä. JVK- ja VVK-lainoja sekä äänivallattomia osakkeita voivat merkitä useat sijoittaja, minkä lisäksi ne ovat jälkimarkkinakelpoisia ellei äänivallattoman osakkeen luovutusvapaudesta ole muuta sovittu.¹²⁰ Useampi sijoittaja tarkoittaa sitä, että yksittäisiä velkojia on enemmän ja heidän saatavansa vaihtelevat huomattavastikin, minkä seurauksena rahoitusinstrumentin huomattavan suuri pääoma pirstaloituu äänimäärällisesti, ellei sijoittajat sovi yhden heitä edustavan asiamiehen käytöstä tai saa jäsentä velkojatoimikuntaan. Yksittäisellä JVK-lainan sijoittajalla eli konkurssipesän velkojalla

¹¹⁷ Ks. konkurssipesän realisoinnista ja erityisesti myynnistä toimivana kokonaisuutena Nenonen 2005, s. 762–764.

¹¹⁸ Pesänhoitajan tehtäviin kuuluu KonkL 14 luvun 5 §:n mukaisesti mm. laatia velallisen varoista ja veloista kertovan pesäluettelon, velallisselvityksen, jakoluetteloehdotuksen, jakoluettelon, hoitaa omaisuuden myynti, riitauttaa mahdolliset saatavat, tilittää varat velkojille sekä hoitaa pesän juoksevaa hallintoa.

¹¹⁹ Velkojatoimikunta on asetettava laajassa konkurssipesässä KonkL 14 luvun 12 §:n mukaisesti, ellei asettamatta jättämiselle ole erityisiä syitä.

¹²⁰ Äänivallaton osake ei ole velka konkurssissa, joten osakkeenomistajat eivät voi osallistua päätöksentekoon.

on kuitenkin KonkL 13 luvun 4 §:n mukaisesti oikeus riitauttaa velan saatava tai sen etuoikeus. Velkoja voi riitauttaa pesänhoitajan jakoluetteloehdotuksessa esittämän saatavan huomioon ja täten voi riitauttaa esimerkiksi JVK-lainan pääoman esittämisen omana pääomana tai sen, ettei kertyneitä korkoja hyväksytä.

4.1.3 Maksunsaantijärjestys konkurssissa

Maksunsaantijärjestys konkurssissa määräytyy VMJL 2–6 §:ien mukaisesti, ellei vakuudettomien saatavien velkojat ovat sopineet erityisestä maksunsaantijärjestyksestä. Vakuusvelkojat saavat konkurssissa suorituksen saatavalleen pantti- tai pidätysoikeuden alaisen omaisuuden myynnistä saatavasta tuotosta. Tavallisesti vakuusvelkojilla on kiinteistö- tai vuokraoikeuskiinnitys, jonka myynnistä kertyneet tuotot tilitetään jako-osuutena vakuusvelkojalle (VMJL 3 §).¹²¹ Seuraavaksi konkurssissa maksetaan jako-osuus mahdollisen konkurssia edeltäneen saneerauksen saneerausselvittäjän ja saneerausohjelman valvojan saataville, minkä jälkeen maksetaan jako-osuus saneerausmenettelyn aikaisille saataville (VMJL 3 a §). Mahdollinen elatusapusaatava ja takaussaatava maksetaan edellä mainittujen jälkeen parhaalla etuoikeudella (VMJL 4 §). Yrityskiinnityksellä vakuutetuille saataville maksetaan jako-osuutta 50 % kiinnityksenalaisen omaisuuden arvosta sen jälkeen, kun edellä mainitut saatavat on suoritettu (VMJL 5 §). Yrityskiinnitysvelkojille on erityisen haitallista, mikäli konkurssia edeltää epäonnistunut yrityssaneeraus, koska konkurssi voi johtua saneerauksen aikaisten huomattavien massavelkojen erääntymisestä, jolloin menettelyn aikaiset saatavat voivat vähentää tai viedä kokonaan yrityskiinnitysvelkojan jako-osuuden.

VMJL 2 §:ssä säädetään velkojen yhtäläisestä oikeudesta saada maksu, kun varat eivät riitä kaikkien saatavien maksamiseen. Ne välipääomarahoitusinstrumentit, joita kohdellaan vieraan pääoman ehtoisena velkana, saavat jako-osuuden VMJL 2 §:n mukaisesti. Viimeksi suoritetaan jako-osuus erälle korko- ja viivästysseuraamuksille, ylikuormamaksuille tai muulle rikoksesta tai muun lainvastaisesta menettelystä tuomitulle tai määrätyle maksulle tai lahjanlupa-lakiin (625/1947) perustuvalla saatavalla tai kuolinpesän konkurssissa muille kuolinpesän veloille kuin pesänselvitysveloille (VMJL 6 §). VMJL 6 §:n 3–4 kohdissa on säännelty

¹²¹ Sato Oyj on laskenut liikkeelle 4/2012 100 milj. euron vakuudellisen JVK-lainan, jonka vakuutena asunto-omaisuutta. Hypoteettisessa Sato Oyj:n konkurssissa JVK-lainan velkojille kertyisi jako-osuus asunto-omaisuuden myynnistä kertyvästä tuotosta.

joukkovelkakirjalainan ja subordinoidun lainan maksunsaantijärjestyksessä. JVK-lainaan perustuville saataville maksetaan viimeisenä jako-osuus, mikäli lainojen ehdoissa on määrätty huonompi etuoikeus kuin liikkeellelaskijan muille saataville (VMJL 6 § 3-k.). VMJL 6 § 4-kohdassa on yleissäännös oman pääoman ehtoïsille lainoille perustuville saataville: lainaan perustuva saatava, jonka pääoma sekä korko ja muu hyvitys saadaan lainahtojen mukaan maksaa yrityksen purkautuessa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkojia huonommalla etuoikeudella. Pykälän 4-kohdan mukaisesti oman pääoman ehtoisen lainan lainahtoihin voidaan ottaa viimesijaisuuslauseke ja laventavan tulkinnan mukaisesti sama säännös hyväksyy velkojien riskinjakosopimukset ja niiden osoittaman maksunsaantijärjestyksen muuttamisen vakuudettomien velkojen osalta.

Välipääomarahoitusturumenttien maksunsaantiasema konkurssissa määräytyy sen oikeudellisen muodon perusteella. Mikäli rahoitus katsotaan vieraaksi pääomaksi, kertyy sille jako-osuus VMJL 2 §:n yleislausekkeen perusteella. Mikäli rahoitusinstrumentti on oman pääoman ehtoinen, maksunsaantiasema määräytyy VMJL 6 §:n mukaisesti siten, että rahoitukselle kertyy jako-osuus viimeisenä. Viimesijaisuuden osalta voidaan tehdä maksunsaantijärjestyksen muutoksia sopimusjärjestelyin: sopimusjärjestelyt ovat tarkoituksenmukaisia, mikäli yhtiöllä on runsaasti vakuudetonta velkaa ja oman pääoman ehtoista velkaa, koska tällöin voidaan parantaa joidenkin velkojien maksunsaantiasemaa. On todennäköistä, että suurin osa välipääomarahoitajista ei saa suoritusta saatavalleen, mutta maksunsaantijärjestelyin voidaan parantaa esimerkiksi suurimpien velkojien asemaa.¹²²

4.1.4 Sopimusehtojen sitovuus konkurssissa

Konkurssimenettelyssä lähtökohtana on sopimusten jatkuvuuden periaate, joskin se toteutuu tosiasiallisesti harvoin. Sopimusten asemaa konkurssissa säänteli ennen konkurssilain vuoden 2004 kokonaisuudistusta kauppalaïn (355/1987) 63 §. Kauppalaïn sääntely on otettu lähes samanaïsenä KonkL 3 luvun 8 §:ään, joka sääntelee sopimusten asemaa konkurssissa:

Jos velallinen ei ole konkurssin alkaessa täyttänyt sopimusta, jossa hän on osapuolena, vastapuolen tulee vaatia ilmoitusta siitä, sitoutuuko

¹²² Riski pääoman menettämisestä korreloi tosin rahoituksen normaalia korkeamman koron myötä.

konkurssipesä sopimukseen. Jos konkurssipesä ilmoittaa kohtuullisessa ajassa, että se sitoutuu sopimukseen, sekä asettaa hyväksyttävän vakuuden sopimuksen täyttämistä, sopimusta ei saa purkaa.

Konkurssipesän vastapuolella on kuitenkin 1 momentin estämättä oikeus purkaa sopimus, jos siihen on sopimuksen henkilökohtaisesta luonteesta johtuva tai muu erityinen syy, jonka vuoksi ei voida edellyttää, että sopijapuoli jatkaa sopimusta konkurssipesän kanssa.

Pykälässä säädetyn mukaisesti vastapuolen tulee vaatia ilmoitusta sopimukseen sitoutumisesta eli konkurssipesän passiivisuutta ei voida katsoa sopimukseen sitoutumiseksi.¹²³ Konkurssipesän tulee antaa ilmoitus sopimukseen sitoutumisesta kohtuullisen ajan kuluessa ja lisäksi konkurssipesän on asetettava hyväksyttävä vakuus sopimusvelvoitteiden täyttämistä. Näiden edellytysten myötä konkurssipesä sitoutuu velallisyhtiön sopimukseen erittäin harvoin varsinkin konkurssimenettelyn alkuvaiheessa, jolloin pesälle lankeaa massavelkaisia vastuita irtisanomisajan palkoista ja muista välttämättömistä kuluista, eikä omaisuuden realisoinnista ole vielä kertynyt konkurssipesälle varoja.¹²⁴ Sopimusten jatkumisen osalta Tenhunen ja Ekdahl ovat kirjoittaneet, että sopimukset eivät ole lähtökohtaisesti siirrettävissä konkurssissa, vaan siirrosta täytyy erikseen sopia.¹²⁵

HE 26/2003 ja oikeuskirjallisuuden mukaan yksittäiset maksukyvyttömyystilannetta silmällä pitäen otetut sopimusehdot eivät lähtökohtaisesti sido konkurssipesää, eivätkä ne siten ole päteviä konkurssissa.¹²⁶

Rahoitusinstrumenttien osalta sopimusten ja sopimusehtojen sitovuudella on tosiasiallista taloudellista ja oikeudellista merkitystä silloin, kun tarkastellaan kovenanteja maksukyvyttömyystilanteessa ja muiden konkurssia varten otettujen

¹²³ Sääntelyn tarkoituksena lienee varsinkin laajamittaisten konkurssien sopimusten huomattavan suuri määrä, jolloin konkurssihallinnolle aiheutuisi suuri selvitysvelvollisuus velallisen sopimuksista ja niiden välittömästä purkamisesta, jotta vältytään suurilta massaveloilta. Koulu ym. 2009 II luvun 4 kappale; jossa esitellään sopimusten jatkumisfiktiota.

¹²⁴ Maksamattomien palkkojen osalta konkurssipesä voi tosin hakea palkkaturvalain (866/1998) mukaista palkkaturvaa. Irtisanomisajan palkka on massavelkaa, joka pitää maksaa takaisin palkkaturvaviranomaiselle, elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskukselle.

¹²⁵ Tenhunen & Ekdahl 2005, s. 722.

¹²⁶ Ks. HE 26/2003 s. 54. Samalla linjalla ovat myös Könkkölä & Linna 2013, ks. s. 348–349 sekä Tenhunen & Ekdahl 2005 s. 725.

sopimusehtojen sitovuutta konkurssissa. Rahoittajilla voi olla oikeus irtisanoa rahoitussopimus sen finanssikovenanttien mukaisesti maksukyvyttömyyden lähestyessä, sillä vakavaraisuutta osoittavat tunnusluvut heikkenevät ja rahoitetulla yrityksellä voi olla ilmoitusvelvollisuus toimintaedellytysten heikentymisestä.¹²⁷ Rahoitussopimuksen irtisanomisen tai purkaminen ja mahdollisen ennenaikaisen takaisinmaksun takaisinsaantiedellytyksiä tutkitaan jäljempänä. Rahoitussopimukseen konkurssin varalta otetut ehdot, kuten kontrollikovenantit, ovat edellä kerrotun pääsäännön mukaisesti pätemättömiä konkurssimenettelyssä.¹²⁸ Rahoittajat voivat kuitenkin sopia riskienjaosta ja velkojen keskinäisestä maksunsaantijärjestyksestä maksukyvyttömyystilanteessa erityisellä riskinjakosopimuksella.

4.1.5 Riskinjakosopimukset konkurssissa

Riskinjakosopimuksilla järjestellään rahoittajien maksunsaantiasemaa konkurssissa. Velkojat jaotellaan junior- ja seniorvelkoihin riskiasemansa perusteella: juniorvelkojilla on seniorvelkojia heikompi maksunsaantiasema konkurssissa. Rahoittajan junior- tai seniorvelkojan asema voidaan määrittää rahoitussopimuksessa, jossa säädetään, että rahoitus on viimesijainen kaikkiin tai osaan muita rahoitusinstrumentteja. Asemasta voidaan sopia myös erillisessä yhtiön ja velkojan tai velkojen välisessä riskinjakosopimuksessa, jossa määrätään rahoittajien maksunsaantiasema ja mahdollinen juniorvelkojan seniorvelkojalle antama lisävakuus.¹²⁹ Käytännössä yksittäisen rahoitussopimuksen viimesijaisuuslauseke kaikkiin muihin rahoituksiin nähden tarkoittaa sitä, että sovitulle rahoitukselle kertyy jako-osuus vasta silloin, kun muille velkojille on kertynyt täysi jako-osuus.¹³⁰ Etusijajärjestyksestä eli subordinaatiosta sovitaan siten velkojen kesken tai yhtiön ja velkojen välillä. Riskinjakosopimuksessa juniorvelkojat voivat luopua VMJL mukaisesta oikeudesta maksunsaantiin siten, että he tilittävät heille kertyvän osuuden seniorvelkojalle, jolloin he saavat konkurssissa jako-osuuden vain, jos kaikkien muiden velkojen saatavat on suoritettu täysimääräisesti. Tällä järjestelyllä seniorvelkojat saavat turvatumman riskiposition lisävakuuden muodossa. Juniorvelkojat luopuvat riskinjakosopimuksella

¹²⁷ Sippel & Tiitta 2002, s. 963–964.

¹²⁸ Rahoittajilla voi olla intressi vaikuttaa konkurssimenettelyyn ja saatavansa kohteluun konkurssissa.

¹²⁹ Lauriala 2010, s.406–408.

¹³⁰ Sippel & Tiitta 2002, s. 944.

heille VMJL 2 tai 6 §:n mukaisesti kuuluvasta jako-osuudestaan, mikäli heille sellainen kertyy konkurssissa.¹³¹

Junior- ja seniorvelkojan välinen takauksellinen riskinjakosopimus voidaan toteuttaa siten, että juniorvelkoja antaa rajoitetun takauksen, jonka vakuudeksi pantataan velalliselta oleva saatava. Toisena vaihtoehtona on antaa vierasvelkapanttaus, jolloin junior panttaa velalliselta olevan saatavansa seniorvelkojan velan vakuudeksi.¹³² Takaus- tai vierasvelkapanttausriskinjakosopimukseen sovelletaan takauksesta ja vierasvelkapanttaukselta annettua lakia (361/1999). Panttisuhde perustetaan pantinantajan ja -saajan välisellä panttaussopimuksella, jonka oikeusvaikutuksen mukaisesti pantinsaaja voi vaatia sopimuksen täyttämistä. Konkurssissa sopimuksen täyttämällä tarkoitetaan seniorvelkojalle sopimuksen perusteella kuuluvan jako-osuuden tilittämistä.¹³³ Irtaimen omaisuuden, kuten rahoitussaatavien, panttaamisessa denuntiaatio eli panttausilmoitus toimii julkivarmistuksena.¹³⁴ Ennen konkurssimenettelyn alkamista tehty panttausilmoitus ja sen mukaisesti vierasvelkapanttaus tai rajoitettu takaus ovat konkurssipesää sitovia eli riskinjakosopimuksen mukainen maksunsaantijärjestys sitoo konkurssipesää, vaikka se erilajistaa saatavat toisella tavalla, kuin VMJL:ssä on säännelty.

4.2 Takaisinsaantimenettely konkurssissa ja yrityssaneerauksessa

4.2.1 Yleistä takaisinsaantimenettelystä

Takaisinsaannilla tarkoitetaan velallisyhtiön kriittisellä ajalla tehtyjen, joitakin velkojia suosivien oikeustoimien peräyttämistä ja siten varojen kerryttämistä konkurssipesään tai saneerattavaan yhtiöön. Konkurssia ja yrityssaneerausmenettelyä koskevat samat takaisinsaantiperusteet YrSanL (47/1993) 35 §:n mukaisesti.¹³⁵ Mikäli tuomioistuimien hyväksyy takaisinsaantikanteen tai osapuolten välillä tehdään sovinto

¹³¹ Ks. myös Kaisto 2003, s. 465. Kaiston mukaisesti asiassa on kyse ennemmin juniorvelkojan oikeusaseman muotoutumisesta, kuin jako-osuudesta luopumisesta. Käytännössä näissä tilanteissa lienee kuitenkin kyse siitä, että juniorvelkoja tosiasiallisesti luopuu jako-osuudestaan, sillä on hyvin todennäköistä, että heidän saataville ei kerry suoritusta, sillä kaikkien muiden velkojien saatavia ei luultavasti pystytä maksamaan konkurssipesän varoista täysimääräisesti.

¹³² Sippel & Tiitta 2002, s. 968–970.

¹³³ Tuomisto 2015, s. 47–50. Ks. vierasvelkapanttaukselta myös Hoppu & Hoppu 2005, s. 210–211.

¹³⁴ Tuomisto 2015 s. 53–55.

¹³⁵ Saneerausselvittäjä edustaa yhtiötä saneerausmenettelyn aikaisessa takaisinsaannissa.

takaisinsaantikanteesta, joutuu velallisyhtiöltä maksun saanut taho palauttamaan omaisuuden takaisin konkurssipesälle. Takaisinsaannilla pyritään varmistamaan velkojien oikeusturva ja yhdenvertaistamaan velkojien asemaa. Yhtiön johto on oletettavasti hyvin ajan tasalla yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja uhkaavasta tai jopa vääjäämättömästä maksukyvyttömyydestä, minkä vuoksi se voi yrittää suosia tiettyjä velkojia tai työntekijöitä muiden velkojien kustannuksella. Johto voi esimerkiksi siirtää varoja omille TakSL 3 §:n mukaisille läheisilleen, maksaa tietyn velkojan erääntyneet saatavat muiden velkojien jäädessä ilman maksua erääntyneille saatavilleen¹³⁶ tai maksaa johdolle kohtuuttoman suuria palkkoja. Takaisinsaantikanteissa konkurssipesää edustaa pesänhoitaja ja yrityssaneerausmenettelyssä saneerausselvittäjä tai saneerausohjelman valvoja.

TakSL 2 luvussa säädetään takaisinsaantiperusteista. Tutkielman aiheen kannalta todennäköisimmät takaisinsaantiperusteet ovat TakSL 5 §:n yleinen takaisinsaantiperuste ja TakSL 10 §:n velan maksun peräytyminen. TakSL 5 §:n yleinen takaisinsaantiperuste edellyttää, että oikeustoimella on suosittu yhtä velkojaa, omaisuutta on siirretty pois velkojien ulottuvilta tai lisätty velkoja konkurssipesän velkojien vahingoksi. Edellytyksenä on lisäksi, että velallinen on oikeustoimea tehdessä maksukyvytön¹³⁷ tai, että oikeustoimi johti osaltaan yhtiön maksukyvyttömyyteen. Kolmantena edellytyksenä vaaditaan, että oikeustoimen osapuoli tiesi tai olisi pitänyt tietää velallisen maksukyvyttömyydestä tai ylivelkaantuneisuudesta tai vaihtoehtoisesti, että sopimuskumppani tiesi oikeustoimen vaikutuksesta velallisen taloudellisille oloille ja ne seikat, joiden vuoksi oikeustoimi oli sopimaton. Sopimaton oikeustoimi peräytyy, jos se on tehty viisi vuotta ennen konkurssihakemuksen jättämistä käräjäoikeudelle tai aiemmin, mikäli sopimuskumppanina oli läheinen. TakSL 3 §:n mukaisen läheisen katsotaan tienneen velallisen maksukyvyttömyydestä tai merkityksestä velallisen taloudellisille oloille.

Konkursseissa, varsinkin täysimittaisissa konkursseissa, eli niissä, joissa omaisuuden myynnistä kertyvät varat tilitetään jako-osuutena eli lopputilityksenä velkojille,

¹³⁶ Ks. velkojan suosimisesta muiden kustannuksella KKO 11:2008, KKO 12:2008 ja KKO 13:2008, joissa oli kyse verohallinnolle tilitettävien maksujen maksamatta jättämisestä, vaikka elinkeinotoiminnan kannalta tärkeille sidosryhmille maksettiin erääntyneitä saatavia.

¹³⁷ TakSL 1 luvun 4 §:n mukaisesti maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan takaisinsaannissa sitä, että velkoja on muutoin kuin tilapäisesti kyvytön maksamaan velkoja niiden erääntyessä. Ylivelkaisuudella tarkoitetaan sitä, että velallisen varat ovat suuremmat kuin velat.

teetetään usein velkojen oikeusturvan varmistamiseksi erityistilintarkastus velallisen tilien ja toiminnan tarkastuksesta.¹³⁸ Erityistilintarkastuksessa tutkitaan yhtenä asiakokonaisuutena muun muassa sitä, onko velallisyhtiö jakanut varojaan osakeyhtiölain varojenjakoääntöjen vastaisesti tai tehnyt muita TakSL mukaan sopimattomia oikeustoimia. Välipääomarahoitustien osalta pesänhoitajan tulee selvittää se, ovatko rahoitussopimuksen ehdot, kuten sovittu koron määrä ja kontrolliehdot, markkinaehtoisia ja tavanomaisia. Mikäli yhtä rahoittajaa suositaan muiden velkojen kustannuksella, voivat takaisinsaantikanteen edellytykset täytyä.

4.2.2 Rahoittaja velallisyhtiön läheisenä

TakSL 3 §:n 2 momentin 1–2 kohdassa säädetään, että läheisenä on pidettävä yhtiötä, jolla on osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella olennainen etujen yhteys tai jolla on johtavan aseman perusteella olennainen vaikutusvalta velalliseen. Ensimmäisen kohdan taloudellisen seikan etujen yhteys voidaan katsoa toteutuvan välipääomarahoitajan osalta, mikäli rahoitussopimuksissa on sovittu laajoista finanssi- ja kontrollikovenanteista, jotka antavat velkojalle käytännön päätösvaltaa velallisyhtiössä. Mikäli katsotaan, että rahoittaja on velallisen läheinen, takaisinsaannin määräajat pitenevät ja tietoisuus velallisen maksukyvyttömyydestä katsotaan toteutuvan. Takaisinsaantikanteen kantajalla eli konkurssipesällä tai saneerausselvittäjällä on todistustaakka velkojan läheisyyden osoittamisesta.

Hallituksen esityksessä 102/1990 viitataan olennaisen etujen yhteydellä muun muassa konserneja, joissa yhtiöt ovat erillisiä oikeushenkilöitä, mutta tosiasiallisesti ne ovat yhteydessä toisiinsa johdon tai muun seikan perusteella. Korkeimman oikeuden ratkaisukäytännössä KKO 52:1998, 120:2000 ja 69:2009 läheisenä pidettiin velallisyhtiön omistajia, toimitusjohtajaa ja velallisyhtiön johdon lapsia. Välipääomarahoitajan asemasta läheisenä ei toistaiseksi ole korkeimman oikeuden ratkaisukäytäntöä.

Koulun mukaan läheisellä tarkoitetaan oikeushenkilöä, jolla yksin tai yhdessä läheisensä kanssa on osakkuuden tai siihen rinnastettavan taloudellisen seikan perusteella olennainen etujen yhteys velallisen kanssa.¹³⁹ Rahoitussopimuksen ehdoista

¹³⁸ Ks. erityistilintarkastuksesta lisää Konkurssiain neuvottelukunnan ohjeessa 8/2004.

¹³⁹ Koulun 2009, s. 274–275. Koulun esittää väitteen, että velkoja voi olla poikkeuksellisesti läheinen, mikäli hän ohjaa voimakkaasti velallisyhtiön toimintaa.

riippuen rahoittajan oletettu läheisasema perustuu osakkuuteen rinnastettavan taloudellisen asemaan eli rahoitussopimuksen kovenanttien tuomasta kontrollioikeudesta.

Ratkaisukäytännön ja oikeuskirjallisuuden vähäisyyden vuoksi läheisyyden arviointi on haasteellista. Voidaan kuitenkin katsoa, että jos rahoitussopimuksen ehdot tuovat velkojan aseman lähemmäksi johtoa tai osakkeenomistajaa, jolla on tosiasiallinen määräysvalta yritykseen, voidaan velkojaa pitää velallisyhtiön läheisenä. Läheisyyden myötä TakSL 10 §:n mukainen määräaika läheiselle suoritetusta velan maksusta on enintään kaksi vuotta, kun se on tavalliselle velkojalle kolme kuukautta.

4.2.3 TakSL 10 §:n mukaiset takaisinsaantiedellytykset

Takaisinsaantikanne voi menestyä, mikäli kertalyhenteisen rahoituksen, kuten välipääomarahoituksen pääoman takaisinmaksu on poikkeuksellinen siten, että se maksetaan epätavallisin maksuvälinein tai ennaikaisesti tai määrällä, jota pesän varoihin nähden on pidettävä huomattavana.

Epätavalliset maksuvälineet eivät luultavimmin tule kyseeseen rahoituksen takaisinmaksussa, mutta ennaikainen lyhennys on poikkeuksellista, jos se tehdään rahoitussopimuksen erääntymisehtojen vastaisesti.¹⁴⁰ Toinen tilanne, jossa takaisinsaantiperuste voi olla olemassa, on tilanne, jossa esimerkiksi kriittisenä aikana tehty pääomalainan takaisinmaksu vie huomattavan osan velallisyhtiön varoista.¹⁴¹ Mikäli rahoitussopimuksessa on sovittu tietystä eräpäivästä, kaikki sitä ennen tehdyt ennaikaiset maksut, joista ei ole velkojan ja velallisen välillä sovittu, ovat erityisen tarkkailun alla mahdollisessa maksukyvyttömyystilanteessa. Takaisinsaannissa edellytetään myös, että yhtä velkojaa suositaan toisten kustannuksella – tämä edellytys täyttynee rahoituksen takaisinmaksussa, kun yhtiön varoilla maksetaan yhden velkojan saatava pois toisten jäädessä ilman maksua.

Ennaikaiset ja huomattavat rahoitusten maksut takaisinsaantiperusteina voivat täytyä välipääomarahoitusinstrumenttien osalta, mikäli maksut ovat ennaikaisia, vastoin

¹⁴⁰ Eräpäivättömyyden vaatimuksen mukaisesti voidaan sopia, että laina on eräpäivätön mutta velkojalla on oikeus lunastaa rahoitus tietyntä ennalta sovittuna aikana.

¹⁴¹ Tapauksessa KKO 141:1998 oli maksettu huomattavan suuri tilivelka, 5,3 milj. markan velka, kun konkurssipesässä oli varoja 3,0 milj. markkaa. Korkeimman oikeuden mukaisesti yhtä velkojaa ei oltu suosittu toisten velkojien kustannuksella, vaikka kyseessä oli huomattavan suuri maksu yksittäiselle velkojalle.

rahoitus sopimuksen erääntymisehtoja ja toisaalta, jos sinänsä viimesijaiselle saatavalle suoritetaan maksu ennen muita saatavia.

4.3 Välipääomarahoitusunstrumentit yrityssaneerausmenettelyssä

Yrityssaneerausmenettelyn tarkoituksena on tervehdyttää maksuvaikeuksissa olevan yhtiön taloudellinen tilanne lain yrityksen saneerauksesta mukaisin keinoin, kuten velan pääoman leikkaamisella, maksuaikataulun muuttamisella, korkojen ja muiden viivästysseuraamusten maksuvelvollisuuden alentamisella, ja sopimalla, että velallinen maksaa ensin velan pääoman ja vasta sitten luottokustannukset. Saneerauksen ydinajatuksena on, että velkojille kertyy suurempi jako-osuus velalle kuin konkurssissa. Saneerausmenettelyllä pyritään pitämään velallisyhtiön elinkeinotoiminta käynnissä, jolloin yhtiön liiketoiminta going concern -periaatteen mukaisesti kerryttää velkojille suuremman jako-osuuden kuin konkurssissa, jossa omaisuus voidaan joutua myymään ”ruuvi ja mutteri kerrallaan” heikommalla myyntimenestyksellä.

Saneerausohjelmaehdotuksessa selvittäjä antaa esityksensä velallisyhtiön veloista ja varoista ja ehdotetuista toimenpiteistä velallisyhtiön taloudellisen tilanteen turvaamiseksi. Välipääomarahoitusunstrumenttien asema on saneerauksessa samankaltainen kuin konkurssissa: oman pääoman ehtoinen rahoitus on viimesijaisessa maksunsaantiasemassa YrSanL 46 §:n mukaisesti. Jos yritys hakeutuu saneeraukseen, saneerauksessa pyritään turvaamaan takaisinmaksu vakuus- ja tilivelkojille sekä muille velkojille, joiden velka on oikeudelliselta luonteeltaan puhdas velka. Oman pääoman residuaaliriski toteutuu myös yrityssaneerausmenettelyllä, koska sille kertyy jako-osuus vasta muiden velkojen korkojen ja luottokustannuksien jälkeen. Hallituksen esityksessä 182/1992 esitetään, että viimesijaiset saatavat eli sellaiset saatavat, jotka saneerausmenettelyn ulkopuolella olisivat oikeutettuja suoritukseen vasta sen jälkeen, kun kaikki muut velat on maksettu, ovat myös saneerausohjelman velkajärjestelyissä asetettava viimesijaisiksi, jolleivät velkojaryhmien enemmistöt muuhun suostu. Hallituksen esityksessä todetaan edelleen, että viimesijaisille saataville ei velkajärjestelyssä tulisi minkäänlaisia suorituksia. Vanhan osakeyhtiölain mukaisella vakautetulla lainalla eli hybridilainojen edeltäjällä on kaikkein huonoin maksunsaantiasema. Vakautettua lainaa koskeva maininta voidaan laajentaa koskemaan nykyisiä oman pääoman ehtoisia välipääomarahoitusunstrumentteja.

Jos välipääomarahoitus katsotaan vieraan pääoman instrumentiksi, se otetaan saneerausohjelmaehdotuksessa huomioon viimesijaisena velkana, jolloin velkojalla on

yrityssaneerauslain mukaiset osallistumis- ja riitautusoikeudet saneerausmenettelyssä. Vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen sovelletaan em. saneerauksen tervehdyttämiskeinoja, kuten velan pääoman leikkaamista tai maksuaikataulun pidentämistä. Junior- ja seniorvelkojat voivat sopia keskinäisestä maksunsaantijärjestyksestä riskinjakosopimuksella myös saneerausmenettelyä koskevasti.

5 RAHOITTAJAN YHTIÖOIKEUDELLINEN ASEMA

Koska välipääomarahoituksessa on sekä oman että vieraan pääoman piirteitä, kuten päätöksenteko- ja kontrollioikeus, on järkevää tarkastella rahoittajan osakeyhtiöoikeudellista asemaa yhdenvertaisuuden sekä huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden toteutumisen näkökulmasta. Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti osakeyhtiön jollekin taholle ei saa aiheutua epäoikeutettua etua (esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajalle) toisen kustannuksella. Angloamerikkalaisesta oikeusjärjestyksestä alunperin peräisin olevat fidusiaariset velvoitteet, huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, ohjaavat yhtiön johdon toimintaa siten, että johdon on toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön etua, jolloin markkinaehtoisista lainoista mahdollisesti olennaisesti poikkeavat rahoitukset voivat olla erityistarkkailun alla.

Osakkeenomistajat voivat moittia yhtiön päätöksiä ja viimekätisenä oikeusturvakeinona yhtiön johto voidaan asettaa vahingonkorvausvastuuseen, mikäli johdon katsotaan toimineen osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn vastaisesti.

5.1 Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä

Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä käsittää sekä osake ja ääni -periaatteen että yhdenvertaisuuden vaatimuksen, jonka mukaisesti johto ei saa ryhtyä toimenpiteeseen, joka tuottaa jollekin sidosryhmälle epäoikeutettua etua toisen kustannuksella. OYL 1 luvun 7 § käsittelee yhdenvertaisuutta:

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.

Osakeyhtiössä voidaan nähdä olevan useita yrityksen sidosryhmiä tai toimielimiä, joiden välisiä sopimussuhteita voidaan luonnehtia päämies-agentti-teorian käsitteellä. Osakeyhtiön eri sidosryhmiä ja toimielimiä ovat vähemmistöosakkeenomistajat, määräävä osakkeenomistaja, osakeyhtiön johto, velkojat sekä osakkeenomistajat kokonaisuudessaan. Yhdenvertaisuuskysymyksen liittyen merkittäviä päämies-agentti-

teorian suhteita ovat vähemmistöosakkeenomistaja-määräävä osakkeenomistaja, osakkeenomistajat-johto sekä yhtiö-velkojat.¹⁴²

Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on suojata osakeyhtiön osakkeenomistajia, erityisesti vähemmistöosakkeenomistajaa, joka on yhtiöoikeudellisesti heikommassa asemassa kuin enemmistöosakkeenomistaja.¹⁴³ Periaatteella ei hallituksen esitöiden mukaan estetä enemmistövallan käyttämistä, vaan se pyrkii siihen, ettei enemmistöosakkeenomistajia suosita vähemmistön kustannuksella.¹⁴⁴ Osakeyhtiössä suurempi määrä omistettuja osakkeita johtaa siihen, että omistajalla on suurempi valtaoikeus suuremman residuaaliriskin vuoksi, eli omistettujen osakkeiden määrä määrittää osakkeenomistajan päätöksenteko-oikeuden.¹⁴⁵

5.1.1 Huolellisuusvelvollisuus ja liiketoimintapäätösperiaate

Huolellisuusvelvollisuus on kirjattu OYL 1 luvun 8 §:ään johdon velvollisuudeksi toimia huolellisesti edistäen yhtiön etua. Pykälään on kirjattu myös johdon lojaliteettivelvollisuus. Huolellisuusvelvoite edellyttää yhtiön johdolta huolellisuutta yhtiötä koskevissa päätöksissä. HE 109/2005 mukaan huolellisuusvelvoite koskee myös yhtiön tosiasiallista johtoa: huolellisuusvelvollisuutta ei ole sidottu tiukasti johdon muodolliseen asemaan. Huolellisuusvelvollisuus koskee henkilöä, joka käyttää yhtiön tosiasiallista valtaa, vaikka hän ei kuuluisi virallisesti yhtiön johtoon.¹⁴⁶

Hallituksen esitöiden ja oikeuskirjallisuuden mukaan huolellisuusvelvollisuutta on arvioitava objektiivisesti eli johtoon kuuluvan henkilön henkilökohtaiset kyvyt ja taidot eivät vaikuta huolellisuuden objektiiviseen arviointiin.¹⁴⁷ Arvioidessa huolellisuutta

¹⁴² Yhtiön käsitteeseen katsotaan kuuluvan tässä johto ja osakkeenomistajat.

¹⁴³ Osake ja ääni -periaate johtaa siihen, että enemmistöosakkeenomistajalla on suurempi päätäntävalta yhtiökokouksessa, kuin vähemmistöosakkeenomistajalla. Täten enemmistöosakkeenomistaja voi paremmin vaikuttaa yhtiön johdon valitsemiseen ja muihin laajakantoisiin päätöksiin. HE 109/2005 mainitaan, että periaatteen noudattaminen merkitsee sitä, että yhtiön varat jaetaan osakkeenomistuksen ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti, eikä niitä pyritä eri tavoin siirtämään osakkeenomistajien enemmistölle.

¹⁴⁴ HE 109/2005, s. 37–39.

¹⁴⁵ Ks. Villa & Mähönen 2015, s. 97: residuaaliriskillä tarkoitetaan sitä viimekätistä riskiä sijoituksensa menettämiseen osakkeen arvon laskemisen seurauksena.

¹⁴⁶ Tällaisen järjestelyn takana voi olla ns. bulvaanijärjestely, jossa johtoon on merkitty henkilö, jolla ei välttämättä ole mitään oikeaa yhteyttä yhtiöön. Bulvaanijärjestelyjen taustalla voi olla esimerkiksi se, että tosiasiallisen johdon luottotiedot vaikeuttaisivat rahoituksen saantia tai, jos he ovat liiketoimintakiellossa.

¹⁴⁷ Ks. HE 109/2005 ja Mähönen & Villa 2013, s. 39–41.

verrataan henkilön toimintaa vastaavassa asemassa olevan henkilön toimiin. Edellä mainitun sananmukainen tulkinta tarkoittaa sitä, että vaikka yhtiön johdossa olisi erittäin kokenut hallituksen jäsen ja yhtiöoikeuden hyvin tunteva henkilö, ei hänen huolellisuuden arvioinnin mittapuuna olisi tarkempi kuin muun vastaavassa tilanteessa olevan henkilön. Korkeimman oikeuden ratkaisussa 111:1997 esitetään tarkentava tulkinta huolellisuusvaatimukseen. Tapauksessa on kysymys huolimattomassa luotonannossa pankille johtuneista tappioista ja siten huolellisuusvelvollisuudesta. Tapauksessa katsottiin, että pankin pääjohtajalla, jolla on ollut keskeinen rooli luototuksessa, on ollut korostunut huolellisuusvelvollisuus, jolloin hänen toimintaansa arvioidaan eri mittapuulta kuin muiden vastaajien. Myös KKO 69:2000:ssa viitattiin pankin johtokunnan jäsenien *korostuneeseen huolellisuusvelvollisuuteen*. Voidaan siten sanoa, että lähtökohtaisesti huolellisuusvelvollisuus on objektiivista, mutta jos henkilö on erityisessä asemassa tai hänellä on erityinen ammatillinen osaaminen, on hänellä korostunut huolellisuusvelvollisuus. Korostuneen huolellisuusvelvollisuuden ajatusta voidaan pitää perusteltuna ja sen voidaan katsoa helpottavan tuomioistuimen harkintaa mahdollisen huolellisuuden rikkomista arvioitaessa: esimerkiksi lakimiehillä, tilintarkastajalla¹⁴⁸ ja pankin luotonannosta vastaavilla henkilöillä tulee olla korostuneempi huolellisuusvelvollisuus maallikkoon verrattuna osakeyhtiön johdossa.

Amerikkalaisesta yhtiöoikeudesta on peräisin liiketoimintapäätösperiaate eli *business judgement rule*, joka sääntelee osakeyhtiön johdon ja hallituksen vastuusta huolellisuusvelvoitteen mahdollisissa laiminlyönneissä. Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaan johto ei, ensiksikään, saa tavoitella päätöksellä omaa etuaan eli päätös ei esimerkiksi saa olla oikeustoimi johdon itsensä kanssa. Toisekseen päätöksen tulee olla tehty huolellisesti eli sen on oltava hyvin valmisteltu ja perusteltu. Hallituksen pöytäkirjat, hallituksen päätöksen perusteena käytetyt materiaalit ja hallitusten jäsenten äänestyslauseumat tai muut huomiot ovat merkittävässä asemassa, kun arvioidaan jälkikäteen, esimerkiksi konkurssimenettelyssä, yhtiön johdon vahingonkorvausvelvollisuutta.¹⁴⁹ Kolmanneksi tehdyn päätöksen tulee liittyä yhtiön toimialaan ja toimintaan. Neljänneksi päätöksen tulee olla tehty yhtiön edun mukaisesti.

¹⁴⁸ Erityisammattiryhmien korostunut huolellisuusvelvollisuus ilmenee KKO 36:2001, jossa tilintarkastajalla katsottiin olevan korostunut huolellisuusvelvollisuus.

¹⁴⁹ Yhtiön johto voi joutua vahingonkorvausvelvolliseksi konkurssipesää kohtaan, mikäli katsotaan, että johto on aiheuttanut vahinkoa yhtiölle esimerkiksi sitoutumalla kohtuuttomiin sopimuksiin, tekemällä päätöksiä ilman liiketaloudellista perustetta tai lisäämällä velkoja joidenkin velkojien vahingoksi.

Jotta johto vapautuu huolellisuusvelvoitteen rikkomisesta aiheutuvasta vahingonkorvausvastuusta, on kaikki neljä edellä mainittua edellytystä täytyttävä.¹⁵⁰ Liiketoimintapäätösperiaatteen mukaisesti suurempi riski korreloi huolellisuuden kanssa eli johdon tulee olla erityisen huolellinen tehdessään suuririskisiä päätöksiä, esimerkiksi sopiessaan huomattavan suuresta rahoituksesta. Liiketoimintapäätösperiaate tunnistaa odottamattomat riskit siten, ettei kaikkia olosuhteita ja niiden muutoksia voida täydellisesti arvioida ennen päätöstä tehtäessä. Ennalta-arvaamattomien riskien toteutuminen ei lähtökohtaisesti aiheuta vahingonkorvausvelvollisuutta. Keskeisenä ajatuksena liiketoimintapäätösperiaatteessa on se, että johto valmistelee ja perustelee huolellisesti yhtiön kannalta järkeviä päätöksiä, vaikka ne myöhemmin osoittautuisivatkin heikoiksi päätöksiksi.

Yrityksen johdon huolellisuusvelvollisuus rahoituksen osalta keskittyy siihen, onko rahoitukselle oikea tarve ja ettei yhtiön vastuita lisätä tarpeettomasti, sillä vaikka yhtiö voi laskea liikkeelle oman pääoman ehtoista rahoitusta, lisää rahoituksen pääoma yhtiön vastuita takaisinmaksuvelvollisuuden myötä. Useissa JVK-lainojen liikkeellelaskuissa yhtiö on järjestänyt rahoituksensa uudestaan ja maksanut muita erääntyviä saatavia JVK-lainasta saatavilla varoilla. Tällaisissa järjestelyissä hallituksen on oltava kohtuullisen varma yhtiön takaisinmaksukyvyistä sovittuna takaisinmaksuhetkenä. Voidaan katsoa, että välipääomarahoituksen osalta huolellisuusvelvollisuuden rikkominen ja siitä seuraava vahingonkorvausvelvollisuus ei kovin todennäköisesti tule kyseeseen yrityksen toiminnan jatkuessa, sillä yrityksellä on oletettavasti harkitulle rahoitukselle tarvetta, eikä rahoitussopimuksen solmimisesta aiheudu yritykselle ylitsepääsemätöntä maksuvelvollisuutta. Toinen näkökulma on rahoituskierroksen jälkikäteinen vahingonkorvausoikeudellinen arviointi konkurssissa, jossa konkurssipesän pesänhoitaja voi laittaa vireille vahingonkorvausvaatimuksen, mikäli hän katsoo yhtiön johdon rikkoneen osakeyhtiölain tai muun lain säännöksiä aiheuttaen vahinkoa yhtiölle.

Tapauksessa KHO 119:2014 katsottiin, että hybridilaina ei ollut markkinaehtoinen, koska vastaavaa rahoitusta ei olisi voinut odottaa riippumattomilta osapuolilta.¹⁵¹ Rahoitussopimuksessa oli sovittu poikkeuksellisen korkeasta 30 % korosta.

¹⁵⁰ Hannula ym. 2014, s. 104–105.

¹⁵¹ Velallisyriksen taloudellinen tilanne oli rahoituksen myöntämishetkellä heikko: yhtiön liiketoiminnan kassavirta oli ollut kolmena vuonna negatiivinen ja sen luottoluokitus oli heikko.

Konkurssimenettelyssä johdolla saattaa olla vahingonkorvausvastuu suhteessa konkurssipesään aiemmin otetusta rahoitusinstrumentista, jos tuomioistuin katsoo, että rahoitus ei ole olennaisilta osin markkinaehtoinen ja velallisyriityksen johdon olisi pitänyt tietää, että yritys ei selviydy rahoituskustannuksista tai takaisinmaksuvelvollisuudesta ilman, että se ajautuu maksukyvyttömyyteen.

5.1.2 Lojaliteettivelvollisuus

OYL 1 luvun 8 §:n mukaisesti yhtiön johdon tulee edistää yhtiön etua.¹⁵² Yhtiön edulla käsitetään laajan tulkinnan mukaisesti yhtiön taloudellisen tilanteen ja toimintaedellytysten paraneminen sekä sopimusverkkomallin mukaisesti myös yhtiön sidosryhmien edun huomioiminen.¹⁵³

Yhtiön taloudellisen tilanteen ja toimintaedellytysten parantamisella tarkoitetaan toimenpiteitä, kuten uuden rahoitusten järjestämistä, joilla yhtiön taloudellinen asema paranee. Yhtiön etu määräytyy myös rekisteriin merkityn toimialan perusteella: jos yhtiön toimialana on kuljetus- ja logistiikkapalvelut, se ei lähtökohtaisesti voi hankkia suurta määrää esimerkiksi rakennustarvikkeita. Yhtiön edun määritelmä vaihtelee sen mukaisesti, onko kyseessä osakkeenomistajakeskeinen vai intressiryhmäkeskeinen etu: osakkeenomistajakeskeisen mallin mukaan yhtiön etu on osakkeenomistajalle kertynyt voitto. Jos osakkeenomistajan tai oman pääoman ehtoisen rahoittajan pääomalle kertyy voittoa, paremmalla maksunsaantiasemalla olevaa pääomaa voidaan maksaa takaisin. Oman pääoman viimesijaisuuden periaate ja voitonjakoa edeltävä maksukykyisyydesti nivoutuvat siten yhtiön etuun. Lojaliteettivelvollisuus eli yhtiön edun edistäminen on kytköksissä nykyisin vallalla olevaan valistuneeseen arvonmaksimointiin, jonka mukaan pyritään tekemään kestäväää elinkeinotoimintaa sidosryhmien intressit huomioiden.

Lojaliteettivelvollisuuden mahdollinen rikkominen on oletettavasti epätodennäköistä välipääomarahoitusinstrumenttien liikkeellelaskussa, jos liikkeellelaskulla pyritään parantamaan yrityksen taloudellista asemaa rahoituksen uudelleenjärjestelyllä tai

¹⁵² Yhtiön edun määritelmä on riippuvainen siihen, mitä yhtiöjärjestyksessä on säädetty yhtiön tarkoituksesta. Yhtiön tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille mutta, jos yhtiöjärjestyksessä on säädetty jostain muusta, erikseen säädettyä tarkoitusta voidaan pitää yhtiön etuna.

¹⁵³ Ks. Mäntysaari 2013, s. 581–586. Mäntysaaren mukaan yhtiön etu käsittää toimintaedellytysten ja taloudellisen aseman parantamisen, yritykselle käyttökelpoisen omaisuuden hyödyntäminen sekä liiketaloudellinen etu. Ks. myös. Pönkä 2013, s. 24–26. Pöngän mukaan yhtiön edun tavoittelu kattaa sopimusverkkomallin mukaisesti myös intressiryhmien edun.

käyttöpääoman hankkimisella. Lojaliteettivelvollisuuden rikkominen edellyttäisi perusteettoman suuren rahoituksen keräämistä ilman liiketaloudellista perustetta eli ylivelkaantumista.

5.1.3 Yhdenvertaisuus rahoittaja–yhtiö-relaatiassa

Yhdenvertaisuusperiaatetta ilmentävässä OYL 1 luvun 7 §:ssä mainitaan ettei oikeudetonta etua voida tuottaa osakkeenomistajalle tai muulle taholle. Säännöksessä tarkoitettuna muuna tahona voidaan pitää myös sellaisen oman pääoman ehtoisen rahoitusinstrumentin liikkeellelaskijaa, jolle on myönnetty rahoitussopimuksen ehdoissa päätöksenteko-, kontrolli- tai muita oikeuksia, jotka lähentävät instrumentin osakeyhtiöoikeudellista luonnetta osakkeeseen. Tappioon osallistumista on pidetty residuaalisena piirteenä oman pääoman ehtoisesssa rahoituksessa. Pääoman menettämisen myötä yritystoimintaan liittyvää riskiä siirtyy velkojille.¹⁵⁴

Välipääomarahoitussinstrumentin liikkeellelaskevan osakeyhtiön päätöksentekointressin taustalla on rahoitusinstrumentin tuoton maksimointi, mikäli sopimuksessa on sovittu voitto-osuusehdosta. Osakkeenomistajalla ja lainanantajalla on molemmilla residuaaliriski sijoitetun pääomansa menettämisestä, minkä seurauksena heidän molempien intressinä on turvata ja myös maksimoida sijoituksensa tuotto. Tämä aiheuttaa sen, että osakkeenomistajan ja lainanantajan intressien mukaista on edesauttaa OYL 1 luvun 5 §:n mukaista tarkoitusta tuottaa voittoa osakkeenomistajalle, toki lainanantaja haluaa turvata oman sijoituksensa. Onkin perusteltua tarkastella näiden sidosryhmien suhdetta yhdenvertaisuuden kannalta. Aiemmin tutkielmassa mainitun Sanoma Oyj:n hybridilainasopimuksen ehdoilla turvataan osakkeenomistajan päätöksenteko-oikeuden laimentamattomuusvaikutus, sillä hybridilainan haltijoilla ei ole äänestys-oikeutta yhtiökokouksessa eikä määräysvaltaa yhtiön päätöksenteossa.¹⁵⁵

Yhdenvertaisuuden kannalta on järkevää tehdä intressipunninta siitä, mitä välipääomarahoitussinstrumenteista saadaan vastineeksi niiden tuomista uusista velvoitteista. Kun kyseessä on julkinen osakeyhtiö, kuten Sanoma Oyj:n tapauksessa, yhtiön pääomarakennetta saadaan vahvistettua tehokkaasti ilman, että velkojat saavat

¹⁵⁴ Villa 2013, s. 168.

¹⁵⁵ Sanoma Oyj tilinpäätös ja toimintakertomus s. 22.

suurta kontrollioikeutta yrityksessä.¹⁵⁶ Tällöin yhdenvertaisuus ei vaarannu oletettavasti millään tasolla. Yritystoiminnan kannalta jatkuva uusiin velvoitteisiin sitoutuminen ei tietenkään ole kestävä taloudellisen kehityksen mukaista, vaan eräänlainen hätäapu kriittiseen velkaantuneisuuteen. Yksityisen osakeyhtiön osalta välipääomarahoituksella saadaan myös vahvistettua pääomarakennetta ja kerrytettyä puskuria käyttöpääomatilanteeseen, kun yrityksen kassaa ei ole sidottu velan maksuun. Välipääomarahoitusta hankkiessaan listaamattoman osakeyhtiön tulee kiinnittää huomiota sopimuksen luonteeseen ja sen vaikutuksiin: yksityisen osakeyhtiön ei ole järkevää siirtää kohtuuttomasti päätöksenteko- ja kontrollioikeutta velkojille. Mikäli kontrollioikeus siirtyy suurilta osin pois osakkeenomistajalta, se voi vaarantaa yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumisen. Huomionarvoista on myös, että merkittävässä määrin velkojille painottunut päätöksenteko-oikeus voi johtaa hyvin maltilliseen yritystoimintaan, jolla varmistetaan jatkuva velan pääoman ja korkojen takaisinmaksu.

5.2 Päätöksenteosta ja moiteoikeudesta osakeyhtiössä

Osakeyhtiön päätöksenteosta on säädetty OYL 1 ja 5 luvussa ja enemmistöperiaate on kirjattu OYL 1 luvun 6 §:ään. Osakeyhtiön osakkeenomistajat käyttävät päätösvaltaansa yhtiökokouksessa kuten OYL 5 luvun 1 §:ssä säädetään, jolloin yksi osake tuottaa lähtökohtaisesti yhden äänen. Osakeyhtiöllä on oltava myös hallitus OYL 6 luvun 1 §:n mukaisesti. HE 109/2005 mukaan yhtiökokous voi päättää vain sille osakeyhtiölain mukaan kuuluvista asioista. Yleinen toimivalta kuuluu hallitukselle.¹⁵⁷ Hallituksen yleiseen toimivaltaan katsotaan OYL 6 luvun 2 §:n mukaisesti kuuluvan velvollisuus yhtiön hallinnon huolehtimisesta sekä yhtiön toiminnan järjestämisestä. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että yhtiökokous päättää mahdollisen toimitusjohtajan tai hallituksen yleistoimivaltaan kuuluvasta asiasta.¹⁵⁸ Koska osakeyhtiön yhtiökokous päättää OYL 5 luvun 3 §:n 4-kohdan mukaisesti hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten valitsemista, voidaan perustellusti olettaa, että osakeyhtiön hallitus edustaa yhtiökokouksessa edustettujen osakkeenomistajien tahtoa ja toteuttaa sitä osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukaisella toimivallallaan. Osakeyhtiön

¹⁵⁶ Riippuen kuitenkin rahoitussopimuksen mahdollisista kovenanteista.

¹⁵⁷ HE 109/2005 s. 65.

¹⁵⁸ Mähönen & Villa 2010, s. 54.

toimivan johdon tulee toiminnassaan noudattaa huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitteita.¹⁵⁹ Hallituksen toimivallan perusteella asianmukaisesti valittu johto toteuttaa osakkeenomistajien tahtoa, jolloin yhdenvertaisuuskysymykseen yhtiön ja osakkeenomistajien välillä saadaan ratkaisu: osakeyhtiön toimiva johto on osakkeenomistajien asianmukaisesti valitsema toimielin, joka noudattaa osakeyhtiölain säännöksiä ja täten sen tehtävänä on voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Se millä keinoin johto tämän tekee¹⁶⁰, on sen itsensä päätettävissä. Jos osakkeenomistajat ovat tyytymättömiä johdon toimenpiteisiin, he voivat erottaa yhtiön johdon.

Mikäli osakkeenomistaja on tyytymätön yhtiökokouksen päätökseen, hän voi moittia yhtiökokouksen päätöstä yhtiötä vastaan ajettavalla kanteella OYL 21 luvun 1 §:n mukaisesti.¹⁶¹ Osakeyhtiön johdon päätös voidaan tuomita myös mitättömäksi OYL 21 luvun 2 §:ssä säädetyin edellytyksin. Näistä välipääomarahoitukseen liittyen voitaisiin soveltaa 3-kohtaa, jonka mukaan päätös voidaan tuomita mitättömäksi, jos se on selvästi OYL 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen eikä OYL 5 luvun 29 §:n 3 momentin mukaista osakkeenomistajan suostumusta ole saatu. Selvästi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen päätös voisi olla päätös, jossa päätetään sellaisen lainan ottamisesta, jossa lainantajalle annettaisiin merkittävät päätöksenteko-oikeudet yhtiössä ja sovittaisiin korosta, joka ylittäisi viimeisten vuosien oman pääoman tuoton. OYL 21 luvun 3 §:n mukaisesti hallituksen päätöksestä voi ajaa moitekannetta, jos päätös on OYL 21 luvun 2 §:n 2-4-kohtien mukainen päätös, joka rinnastetaan yhtiökokouksen päätökseen.

¹⁵⁹ HE 109/2005 s. 40, huolellisuusvelvoitteen mukaisesti yhtiön johdon tulee toimia huolellisesti ja lojaliteettivelvoitteen mukaisesti johdolla on velvollisuus toimia yhtiön edun mukaisesti.

¹⁶⁰ Esimerkiksi sitoutuu välipääomarahoitukseen, joka lisää velkojen kontrollioikeutta.

¹⁶¹ OYL 21:1:n mukaisesti päätöksen pätemättömyyden aiheuttaa, jos asian käsittelyssä ei ole noudatettu päätöksentekomenettelyä koskevia osakeyhtiölain säännöksiä tai yhtiöjärjestyksen määräyksiä ja virhe on voinut vaikuttaa päätöksen sisältöön tai muuten osakkeenomistajan oikeuteen taikka päätös on muuten osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen vastainen.

6.1 Ylikansallinen sääntely ja lainsäädäntöhankkeet

6.1.1 IFRS-standardin mukainen instrumenttien jaottelu

IFRS-standardit kehitettiin harmonisoimaan kansainvälisten suuryritysten tilinpäätöskäytäntöä Euroopan talousalueella. IFRS-standardit otettiin Suomessa käyttöön kirjanpitolakia muuttaneella lailla (1304/2004), jonka myötä saatettiin voimaan myös kansainvälisten tilinpäätösstandardien eli IFRS-standardien mukainen IAS-asetus (1606/2002), minkä jälkeen suomalaisten julkisesti noteerattujen yhtiöiden tuli noudattaa IFRS-standardeja tilinpäätöksessään. IAS 32 -standardi (1126/2008) sääntelee rahoitusinstrumenttien esittämistapaa. Hauramon mukaan IAS 32 -standardissa instrumentin luokittelusta omaan tai vieraaseen pääomaan määritellään kahdella tekijällä. Ensimmäinen tekijä on rahoitusjärjestelyn tosiasiallinen sisältö ja toiseksi on otettava huomioon IAS 32:11 mukaiset rahoitusvelkojen, -varojen ja oman pääoman määritelmät.¹⁶²

IAS 32:16 on säädetty ehdoista, jotka määrittävät missä tilanteessa rahoitusinstrumentti on oman pääoman ehtoinen rahoitusinstrumentti. Näitä pääasiallisia ehtoja on kaksi, a ja b. Instrumentti on oman pääoman ehtoinen instrumentti vain siinä tapauksessa, kun molemmat ehdot, a ja b täyttyvät. A-ehdoin kuuluu seuraavat ehdot, joista toisen on toteuduttava: instrumentti ei sisällä sopimukseen perustuvaa velvollisuutta luovuttaa käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja toiselle yhteisölle *tai* velvollisuutta vaihtaa rahoitusvaroja tai -velkoja olosuhteissa, jotka olisivat liikkeellelaskijalle epäedulliset. Mikäli instrumentti toteutetaan oman pääoma ehtoisena, vaaditaan siltä, että myös toinen b-kohdan ehdoista toteutuu. B-ehdon ehtoja ovat, että oman pääoman ehtoinen instrumentti on muu kuin johdannaissopimus, joka ei sisällä liikkeeseenlaskijan velvollisuutta luovuttaa muuttuvaa lukumäärää omia oman pääoman ehtoisia instrumenttejaan *tai* instrumentin on oltava johdannaissopimus, joka tullaan

¹⁶² Haaramo ym. 2013, II-osa 6. kappale ks. myös Lautjärvi 2011, s. 1341–1362, jonka mukaan IAS-asetuksessa säädetään oman pääoman tasekohtelusta siten, että instrumentin luonteelle ja sisällölle annetaan merkitystä instrumentin oikeudellisen muodon sijaan. IAS 32:11 määritelmät: rahoitusinstrumentti on mikä tahansa sopimus, joka synnyttää yhdelle yhteisölle rahoitusvaroihin kuuluvan erän ja samalla toiselle yhteisölle rahoitusvelan tai oman pääoman ehtoisen instrumentin. Rahoitusvara on mikä tahansa omaisuus, joka on käteisvaroja tai toisen yhteisön oman pääoman ehtoinen instrumentti. Rahoitusvelan ominaisuudet ovat käänteiset oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen.

toteuttamaan vaihtamalla kiinteä määrä raha- tai rahoitusvaroja kiinteään määrään oman pääoman ehtoisia instrumentteja.

6.1.2 IAS 32 -standardin implementointi suomalaiseen lainsäädäntöön

Suomalaista lainsäädäntöä välipääomarahoituksesta on kohtuullisen vähän. Vaikka välipääomarahoituksen oikeudellisesta luonteesta säädetään esimerkiksi pääomalainan ja JVK-lainan osalta, yhtenäistä sääntelyä välipääomarahoituksen esittämistavasta tilinpäätöksessä ei ole. IFRS-standardien pohjalta säädetty IAS 32 -standardi esittää ensiksi yleiset ehdot oman pääoman ehtoisen sijoituksen esittämiseen tilinpäätöksessä. Standardi on yksittäiseksi lainsäännökseksi melko pitkä, mutta yleisen ehto-osan jälkeen standardissa syvennyttään säädettävään asiaan ja selvitetään seikkaperäisesti, mitkä ovat ne seikat, jotka määräävät miten yksittäinen rahoitusinstrumentti esitetään tilinpäätöksessä. Standardin myöhemmissä pykälissä esitetään yksittäisen rahoitusinstrumenttia koskevan sopimuksen tasolla ehdot ja tosiasiallisen oikeudellisen luonteen vaatimukset tarpeeksi yksityiskohtaisesti, joiden nojalla sijoituksen tilinpäätöksellinen luonne on selkeästi määritettävissä. IAS 32 -standardin kaltaista sääntelyä voitaisiin hyödyntää tulevaisuudessa suomalaisessa välipääomarahoitusta koskevassa lainsäädännössä. Standardia mukailleen lainsäädäntö voisi pitää sisällään sijoituksen yleisen tilinpäätöskohtelun ehdot, säänneltävän asian tarkemman käsittelyn sekä instrumentin tilinpäätöstulkinnan esittelyn yksittäisen rahoitussopimuksen tasolla. Ruotsissa on omaksuttu lainsäädäntöön IAS-periaatteet kevyempänä versiona, jolloin esimerkiksi pk-yritykset voivat laatia tilinpäätöksen IFRS-periaatteiden mukaisesti.

Mainitulla tavalla voidaan kehittää välipääomarahoitusinstrumentteja koskevaa lainsäädäntöä siten, että instrumenttien yleinen sääntely voitaisiin toteuttaa osakeyhtiölaissa, samoin tavoin kuin pääomalainasta on säännelty. Osakeyhtiölaki sääntelee pääomalainan sisällöstä, maksunsaantijärjestyksestä ja pääoman palautuksesta. Osakeyhtiölain säädös voisi sisältää lakiviittaukseen esimerkiksi kirjanpitolakiin, jossa säädetään IAS 32 -standardin tyyppisesti oman pääoman ehtoisesta sijoituksesta ilman muotovaatimuksia. Erityislaissa oleva säädös sääntelisi siis kaikkia instrumentteja, ja sääntely olisi niin tarkkaa ja käytännönläheistä, että säännöksen ehtojen perusteella voitaisiin määritellä selvästi, mitä sovitulla rahoitusinstrumentilla halutaan toteuttaa ja mihin sopimuksen ehtoihin tulee kiinnittää huomioita oikeudellista luonnetta määriteltäessä.

6.1.3 Euroopan unionin emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutos

Vuonna 2014 säädetyllä Euroopan unionin emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutoksella pyrittiin välttämään jäsenvaltioiden keskinäisen verosääntelyn mahdollistamaa järjestelyä, jossa eri valtioissa olevat yhtiöt laskevat liikkeelle hybridilainoja, joiden menot ovat verotuksessa korkojen lailla vähennyskelpoisia. Toisissa jäsenvaltioissa tulot eivät ole osinkotuloina veronalaisia, jolloin yritykset pystyvät järjestelemään hybridilainojen tulot verovapaiksi.¹⁶³ Hybridilainojen verotuksen epäjohtonmukaisuus johtuu oman ja vieraan pääoman elementtien yhdistämisestä sekä oikeudellisen ilmiön viimeaikaisesta kehittämisestä, josta seuraa, ettei rahoitusinstrumenttien kansallinen sääntely ole yhtenäistä: jokin valtio voi tulkita hybridi-instrumentin puhtaasti oman pääoman eränä ja toinen valtio vieraan pääoman eränä.¹⁶⁴ Direktiivin aiheuttamia muutoksia suomalaiseen verotukseen on käsitelty hallituksen esityksessä 59/2015.

Alun perin vuonna 1990 säädetyin emo- ja tytäryhtiödirektiivin tarkoituksena oli välttää kaksinkertaista verotusta kansainvälisissä konserniyhtiöissä. Direktiivillä vapautettiin osingot ja muut voitot, joita emoyhtiöt saavat tytäryhtiöiltään. Osinkoihin ja muihin voittoihin sisältyy korko- tai muu osinkotulo tytäryhtiöille annetuista rahoitusinstrumenteista. Ennen emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutosta emoyhtiön ja rahoittaja A:n kotimaassa hybridilainan korkotulot saattoivat olla verovapaata tuloa ja velallisyhtiö B:n kotimaassa korkomenot vähennyskelpoisia menoja. Tällöin B:n maksamat korkomenot voidaan vähentää verotuksessa ja toisaalta A:n saamat osinkotulot olivat verovapaata tuloa. Tämä järjestely kannusti sopimaan korot huomattavan suuriksi konserniyhtiöiden välisissä rahoitussopimuksessa, sillä niiden on yhteisten intressien myötä mahdollista markkinaehdoista poikkeavasti. Tämä johtuu siitä, että korkeaksi sovitut korot ovat velallisyhtiölle vähennyskelpoisia ja emoyhtiö saa verovapaata tuloa.¹⁶⁵

Direktiivin voimaantulon jälkeen emoyhtiöiden hybridi- tai muut lainat verotetaan sen mukaisesti, ovatko rahoittajayhtiön kotimaassa korot veronalaista vai verovapaata tuloa,

¹⁶³ Euroopan unionin neuvosto, tiedote ST 15103/14 9.12.2014.

¹⁶⁴ Omana pääomana kohtelu tarkoittaa usein osinkoverotusta, joka on pääosin hyvin vähäistä tai sitä ei ole ollenkaan, kun taas vieraan pääoman korkomenot ja –tulot ovat lähtökohtaisesti verotettavaa menoa ja vähennyskelpoista tuloa.

¹⁶⁵ Ks. Äimä 2009 s. 139. Väitöskirjassa kannustetaan siihen, että hybridilainoissa sovitaan markkinaehtoista korkeammasta korosta, koska yritykset voivat vahvistaa tasetta ilman omistusrakenteen muutosta. Väitöskirja on kirjoitettu 2009 eli ennen emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutosta.

minkä seurauksena velallisyriityksen maksamat korot tai muut luottokustannukset ovat vastavuoroisesti vähennettävää tai vähennyskelvotonta menoa.

Kansainvälisen verotuksen harmonisointiin tähtäävillä uudistuksilla, kuten emo- ja tytäryhtiödirektiivin muutoksella pyritään yhdenmukaistamaan verotus jäsenvaltioiden välillä, jotta edellä mainittua verosääntelyn vastaamattomuutta ei voida hyödyntää kohtuuttomasti.¹⁶⁶ Tämän kaltaiset ylikansalliset uudistukset ovat merkittäviä, kun puhutaan välipääomarahoitusinstrumenteista, sillä esimerkiksi JVK-lainat ovat aiemmin kerrotun mukaisesti pääosin pörssiyritysten ja muiden suurehkojen yritysten käyttämä rahoitusmuoto. Voidaan sanoa, että välipääomarahoitusinstrumentteja hyödyntävät yritykset harjoittavat todennäköisesti kansainvälistä liiketoimintaa ja niillä saattaa olla emo- tai tytäryhtiö toisessa Euroopan unionin jäsenvaltiossa.

6.1.4 OECD:n BEPS-hanke

Ylikansallisen OECD-järjestön (Organisation for Economic Cooperation and Development) tarkoituksena on mm. edistää kestävästä taloudellista kasvua ja työllisyyttä ja tukea kansainvälistä kauppajärjestelmää.¹⁶⁷ OECD toimii maailmanlaajuisesti ja sillä on 34 jäsenmaata (ml. Suomi), joista osa on maailman suurimpia talouksia, joten sen antamat suositukset voivat aiheuttaa merkittäviä muutoksia kansainväliseen verotukseen. OECD on tunnistanut aiemmin mainitun verotuksen epä johdonmukaisen tilanteen eli Hybrid Mismatch -tilanteen. OECD:n yhtenä hankkeena on BEPS-suunnitelma (Base Erosion and Profit Shifting), jolla torjutaan kansainvälisesti toimivien yritysten voittojen siirtämistä veroparatiiseihin ja muuta valtioille vahingollista verosuunnittelua, jonka seurauksena voitoista maksetaan huomattavan vähän tai ei ollenkaan veroja.¹⁶⁸

BEPS-hankkeen yhtenä osa-alueena on hybridi-instrumenttien verokohtelun yhdenmukaistaminen.¹⁶⁹ BEPS-hanke voi olla toteutuessaan merkittävämpi kuin EU:n emo- ja tytäryhtiödirektiivin uudistus, koska OECD:n jäsenvaltiot ovat

¹⁶⁶ Kansainvälisen vero-oikeudellisen periaatteen mukaisesti mikäli rahoitusmeno on vähennyskelvoinen velallisen verotuksessa, on se vastaavasti veronalaista tuloa rahoittajan verotuksessa - tässä tapauksessa jäsenvaltioiden verosääntelyt eivät toteuta tätä vastaavuuden periaatetta.

¹⁶⁷ Ulkoasiainministeriön raportti Laajeneva OECD – ratkaisuja kansallisiin ja globaaleihin ongelmiin s. 8.

¹⁶⁸ OECD 2013a, s. 13.

¹⁶⁹ Hybrid Mismatchia koskeva uudistus on BEPS-hankkeen Action 2: Neutralising the Effects of Hybrid Mismatch Arrangements.

maailmanlaajuisesti suurimpia talouksia ja BEPS-hanke koskee myös muita yhtiöitä kuin konserniyhtiöitä. BEPS-hankkeen onnistuminen edellyttää OECD:n jäsenvaltioilta aktiivista roolia lakien säätämisessä. Hankkeen tavoitteena on järjestää hybridi-instrumenttien verotus samoin, kuin emo- ja tytäryhtiödirektiivissä: mikäli tulo on osinkoa rahoittajayhtiön kotimaassa, on se velallisyhtiölle vähennyskelpoista menoa ja toisinpäin.

Hankkeen tavoitteiden toteuttaminen jätetään kansallisen lainsäädännön varaan. Vuonna 2013 G20-maiden hyväksynnällä laaditussa toimintasuunnitelmassa projekti kansallisine lakimuutoksineen pyrittiin saamaan valmiiksi 18–24 kuukaudessa.¹⁷⁰ Hankkeen 15-kohtainen toimintasuunnitelma suosituksineen on tarkoitus implementoida kansallisiin oikeusjärjestyksiin vuodesta 2016 alkaen vain vähäisin muutoksin.¹⁷¹ Mikäli hanke toteutuu suunnitellun mukaisesti, on sillä suuri vaikutus välipääomarahoitusinstrumenttien kansainväliseen verotukseen, sillä tämän hetkinen kansainvälinen oikeustila kannustaa yhtiöitä maksamaan markkinaehtoista korkeampaa korkoa pääomalle. Hankkeen toteutuessa hybridilainojen kansainvälinen hyödyntäminen voi hieman vähentyä, kun rahoittajayhtiöt ovat tottuneet saamaan lainaamalle pääomalle markkinaehtoista korkeampaa korkoa. On vielä epäselvää tullaanko rahoitussopimuksia tulevaisuudessa laatimaan selvästi joko oman tai vieraan pääoman ehtoisiksi uudistuksen myötä.

6.2 Rahoitussäätely ja rahoituksen käyttö yhtiöoikeudellisissa järjestelmissä

6.2.1 Ruotsi

Suomen ja Ruotsin osakeyhtiöoikeudelliset järjestelmät muistuttavat toisiaan lainsäädännön samankaltaisuuden ja laajan yhteistyön vuoksi. Ruotsissa tehtiin osakeyhtiölain kokonaisuudistus vuonna 2005 ja Suomessa vuonna 2006. Suomalaisessa lainvalmistelutyössä hyödynnettiin Ruotsin uutta osakeyhtiölakia. Molemmassa lainsäädännön kokonaisuudistuksissa siirryttiin nimellisarvottomaan

¹⁷⁰ Ks. Corporate Reform Collective 2014 s. 103, jossa kritisoidaan hankkeen kunnianhimoisia ja laaja-alaisia tavoitteita sekä kohtuuttomana pidettävää aikataulua, koska vero-oikeudelliset muutokset ovat perinteisesti olleet hitaita toteuttaa. Ks. myös OECD 2015, jossa todetaan, että 15 toimenpidettä kattava yhtenäinen ohjelma on valmis implementoitavaksi kansallisiin oikeusjärjestyksiin.

¹⁷¹ OECD 2015, s. 3–4. Hanke on kokonaisuudessaan ja toteutuessaan suurin verouudistus lähes sataan vuoteen.

pääomajärjestelmään, minkä seurauksena yhtiöiden rahoitusmahdollisuudet paranivat.¹⁷² Oikeuskirjallisuudessa Ruotsin pääomamarkkinoita luonnehditaan tehokkaammiksi ja helpommiksi kuin Suomessa.¹⁷³ Mezzanine-rahoituksen määrä on Ruotsissa kasvanut viime vuosina ja nykyisin pankit tarjoavat tavallisten pankkilainojen ohella mezzanine-instrumentteja. Riskin määrä ja vaadittu tuotto on korkeimmillaan puhtaasti oman pääoman rahoituksessa, sen jälkeen välipääomarahoitusinstrumenteissa ja vähimmillään se on pankin myöntämässä lainarahoituksessa, jonka vakuutena on yhtiön osakkeita.¹⁷⁴

Osakeyhtiöihin ja niiden rahoitukseen sovelletaan aktiebolagslagenia (551/2005), bokföringslagenia (1078/1999), årsredovisningslagenia (554/1999) ja pörssinoteerattuihin yhtiöihin IFRS-sääntelyä. Pk-yritysten on mahdollista käyttää ns. kevyempää IFRS-sääntelyä K3-sääntelyn mukaisessa tilinpäätöksessä.¹⁷⁵ IFRS-standardeissakin säänneltyä sisältöpainotteisuuden periaatetta, substance over form -periaatetta sovelletaan Ruotsin kansallisessa verotuksessa, kun selvitetään onko rahoitusinstrumentti oman vai vieraan pääoman erä.¹⁷⁶

Ruotsissa välipääomarahoitusinstrumentit jaotellaan oman tai vieraan pääoman eriksi samankaltaisin perustein kuin Suomessa. Ruotsalaisessa oikeusjärjestyksessä painotetaan residuaaliriskiä huomattavan paljon oman pääoman tunnusmerkinä. Ruotsin osakeyhtiöoikeudessa oman pääoman tunnusmerkit ovat lunastuskelpoisuus eli jälkimarkkinakelpoisuus, oikeus yrityksen voittoon ja viimesijaisuus.¹⁷⁷ Vero-oikeudellisessa jaottelussa Ruotsissa toteutetaan samaa rahoituksen kokonaisuuden pilkkomista osiin kuin Suomen oikeudessa: esimerkiksi vaihtovelkakirjalaina (*konvertibla skuldinstrument*) jaotellaan osiin ja velkaosuus määrätään saman arvoiseksi kuin laina, ilman vaihto-oikeutta yhtiön osakkeisiin. Jäljelle jäävä osa verotetaan omana

¹⁷² Nimellisarvoton järjestelmä erottaa osakkeen ja osakepääoman, jolloin yhtiöllä on mahdollisuutena kerätä pääomaa osakepääomasijoituksella ja rahastokorotuksella sekä antaa itselleen maksuttomia osakkeita. Ks. Mähönen & Villa 2012, s. 112–113.

¹⁷³ Katramo ym. 2011, s. 259. Ruotsissa on kirjoittajien mukaisesti paremmat keinot rahoituksen järjestämiseen useiden eri pörssilistojen kautta, joilla ei ole niin tarkka sääntely ja valvonta, kuin varsinaisella pörssilistalla.

¹⁷⁴ Riksbank 2005 s. 62–63.

¹⁷⁵ Skatteverket 2012, s. 74.

¹⁷⁶ Ks. sisältöpainotteisuuden periaatteesta Vernimmen ym. 2014, s.108 ja Mähönen 2005b, s. 160–161. Sisältöpainotteisuuden periaate on merkittävä kansainvälisen verotuksen periaate, jonka mukaisesti järjestelyn sisällölle annetaan huomattava painoarvo sen ulkoisen (sopimuksen ehtojen) sijaan.

¹⁷⁷ Skatteverket 2012, s. 74–75.

pääomana.¹⁷⁸ Pääomalaina on tunnistettu rahoitusinstrumentti ja sen kirjanpidollinen asema on luonnehdittu korkeimman hallintotuomioistuimen, Högsta förvaltningsdomstolenin, ratkaisussa HFD 12:2012, jossa on kyse siitä verotetaanko pääomalainaa voitto-osuuslainan säädösten mukaisesti eli omana pääomana.¹⁷⁹ Ratkaisussa todettiin, että pääomalaina on omaa pääomaa ja sitä tulee täten verottaa voitto-osuuslainan säädösten mukaisesti. Ratkaisu osoittaa, että pääomalaina on hyväksyttävä rahoituskeino, vaikka siitä ei ole nimenomaista sääntelyä, kuten Suomen lainsäädännössä. Tällä hetkellä on todennäköistä, että välipääomarahoitusinstrumenttien sääntely – ainakin verosääntely – tiukkenee lähivuosina.¹⁸⁰

Toisin kuin Suomen osakeyhtiölaissa, ABL:ssä ei ole nimenomaista sääntelyä äänivallattomasta osakkeesta, pääomalainasta tai vaihtovelkakirjalainasta. Äänivallaton osake on ulkomainen oikeudellinen ilmiö, joka sallittuna järjestelynä osoittaa ruotsalaisen osakeyhtiöoikeuden dispositiivisuuden. Äänivallattoman osakkeen osalta Ruotsissa on pohdittu sitä, pidetäänkö sitä kaikilta muilta ominaisuuksiltaan samanlaisena kuin tavallista osaketta, jonka myötä herää kysymys siitä, onko sitä pidettävä oikeudellisesti osakkeena vai jonakin muuna rahoitusinstrumenttina, joka vain vastaa osaketta.¹⁸¹

Ruotsin oikeuden samankaltaisuuden vuoksi Suomen ja Ruotsin välillä ei ole kovin suuria eroja välipääomarahoitusinstrumenttien osalta: nimenomainen sääntely on vähäistä, jolloin oikeudellinen luonne määräytyy kansainvälisten säädösten ja markkinoiden myötä. Ns. kevyemmän IFRS-sääntelyn mukaisen tilinpäätöksen mahdollistaminen pk-yritykselle tekee välipääomarahoitusinstrumenttien oikeudellisesta luonnehtimisesta johdonmukaisempaa. Tämä mahdollisuus voisi olla käyttökelpoinen myös Suomessa, sillä myös listaamattomat yritykset voivat kerätä rahoitusta perinteisesti pörssiyritysten suosimalla JVK-lainalla. Ruotsin osakeyhtiöoikeus on osittain vielä dispositiivisempaa kuin suomalainen oikeus, sillä pääomalainan nimenomaisen sääntelyn puute, mutta toisaalta sen hyväksyminen

¹⁷⁸ Skatteverket 2012, s. 75.

¹⁷⁹ Voitto-osuuslaina toteuttaa ruotsalaisen osakeyhtiöoikeuden mukaan vahvimmin välipääomarahoitusinstrumenteista oman pääoman residuaaliriskin vaatimusta, koska lainan korot on sidottu yhtiön tulokseen.

¹⁸⁰ KPMG International 2014, s. 7.

¹⁸¹ Skatteverket 2012, s. 68.

tuomioistuinratkaisussa osoittaa lainan tunnistetun aseman ruotsalaisessa oikeusjärjestelmässä. Rahoitusinstrumenttien sääntelyn vähäinen määrä aiheuttaa pohjoismaisessa oikeudessa, jossa säädännäisen oikeuden määrä on perinteisesti ollut suurta, tilanteen, jossa tuomioistuinten ratkaisulla on olennainen rooli rahoitusinstrumentin oikeudellisen muodon määräämisessä. Ruotsalaisessa oikeuskäytännössä pääomalainaa koskevat rajoittunevat vero-oikeudellisiin kysymyksiin. Suomen lainsäädännön pääomalainaa koskevat säännökset sääntelevät erityisesti mm. pääomalainan lukemisesta oman pääoman eräksi.

6.2.2 Iso-Britannia ja Yhdysvallat

Perinteisesti markkinakeskeisinä pidetyissä yhtiöoikeusjärjestelmissä, kuten Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa, oman pääoman rooli yhtiön rahoituksessa on suuri. Suomalainen rahoitusjärjestelmä on perinteisesti ollut pankkikeskeinen, jolloin velkarahoituksella on suurempi rooli rahoituksessa.¹⁸² Angloamerikkalaisissa maissa ei ole edellä mainitusta syystä selväpiirteistä rajausta omaan ja vieraaseen pääomaan. Vieraan pääoman pääluokkia on neljä: kiinteistökiinnityksillä tai muilla kiinnityksillä vakuutetut lainat, alle kymmenen vuoden maturiteetilla olevat lainat sekä debentuurilainat.¹⁸³ Oman pääoman eristä mainittakoon osakesijoitukset ja venture capital -järjestelyt.¹⁸⁴ Mezzanine-rahoitusta kerättiin Yhdysvalloissa vuonna 2008 yhteensä 27,7 miljardia dollaria, mutta sittemmin rahoituksen määrä on laskenut 4,8 miljardiin euroon.

Iso-Britanniassa mezzanine-rahoituksella tarkoitetaan usein lainaa, joka on muutettavissa velallisyhtiön osakkeiksi eli se on samanlainen kuin suomalaisen oikeuden vaihtovelkakirjalaina.¹⁸⁵ Toisin, kuin Ruotsissa, Iso-Britanniassa pankit tarjoavat hyvin vähän välipääomarahoitusta, koska sitä pidetään hyvin riskialttiina rahoitusmuotona. Välipääomarahoituksen määrä on vähentynyt Iso-Britanniassa vuoden 2008 alkaneen taloudellisen laman jälkeen mutta rahoituksen määrän odotetaan

¹⁸² Ks. pankkikeskeisestä järjestelmästä Mähönen 2005b, s. 117–118, Knüpfer & Puttonen 2014, s. 71 ja Katramo ym. 2011, s. 258–259. Oikeuskirjallisuuden mukaisesti Suomessa on hiljattain siirrytty pankkikeskeisestä järjestelmästä markkinakeskeisempään järjestelmään, joka on Puttonen ja Knüpferin mukaan toimivampi. Muutos on tapahtunut kansainvälistymisellä 1980- ja 1990-luvuilla.

¹⁸³ Berk & DeMarzo 2006, s. 782–785.

¹⁸⁴ Cumming 2012, s. 162–163.

¹⁸⁵ Demaria 2013 s. 24–25 ja s. 199.

kuitenkin kasvavan lähivuosina.¹⁸⁶ Hybridilainaksi kutsutaan Iso-Britanniassa syndikoitua lainaa. Syndikoidussa lainassa useat pankit jakavat riskin ja ottavat sopimukseen eri lainainstrumenttien ehtoja, jolloin puhutaan hybridistä.¹⁸⁷ Syndikoitu laina on oikeudelliselta luonteelta vierasta pääomaa, eikä siinä ole havaittavissa oman pääoman tunnusmerkkejä. Angloamerikkalaisen oikeuden mukainen JVK-laina eli bondi vastaa maksunsaantiasemaltaan suomalaista JVK-lainaa, koska sillä on viimesijainen maksunsaantiasema. Bondeilla on kuitenkin debentuurilainoja ja tavallisia note-lainoja parempi maksunsaantiasema.¹⁸⁸

Iso-Britanniassa pörssiyrityksiin sovelletaan IFRS-standardeja ja muihin yrityksiin UK GAAP -standardeja. OECD:n BEPS-hankkeen hybrid mismatch -sääntely implementoidaan Iso-Britannian oikeusjärjestykseen vuonna 2017. Hybridilainojen vastaamattomuussääntelyssä Iso-Britanniassa on mielenkiintoinen poikkeussääntö: tiukka osinkojen verosääntely ei koske yhtiöitä, joilla on rekisteröity kotipaikka veroparatiisissa. Tämä poikkeus on merkittävä, sillä BEPS-hankkeen yhtenä tavoitteena on välttää veroparatiisijärjestelyjä verojen vähentämiseksi. Jos sääntely ei koske veroparatiisissa kotipaikkaansa pitäviä yrityksiä, voi se ohjata suuria yrityksiä siirtämään emoyhtiönsä veroparatiiseihin. Iso-Britannian lainsäädäntöesityksen mukaisesti hybrid mismatchin poistamisella saadaan jo vuonna 2017 17 miljoonan punnan verotulot ja sitä seuraavina vuosina 70–90 miljoonan punnan verotulot valtiolle.¹⁸⁹

Yhdysvalloissa välipääomarahoitusinstrumentteja tilinpäätöksessä säännellään hyvää tilinpäätöstapaa koskevissa US GAAP -standardeissa sekä FASB-standardeissa. US GAAP -standardeissa poiketaan Suomessa vallalla olevasta tulkintatavasta, jossa rahoituksen eri osiot pilkotaan osiin, kun selvitetään onko rahoitus omaa vai vierasta pääomaa. Yhdysvaltain sääntelyssä eri komponentit ja johdannaiset kootaan yhdeksi kokonaisuudeksi, jonka perusteella rahoituksen oikeudellinen luonne määritellään.

¹⁸⁶ UK Development Finance Review 2015 s. 17.

¹⁸⁷ Gadanez 2004, s. 75–76. Välipääomarahoitusinstrumenttien ja syndikaattilainojen yhteisenä piirteenä on laaja kovenanttien käyttö. Gadanez esittää, että, rating-kovenanteilla on vaikutus lainan luottokustannuksiin.

¹⁸⁸ Berk & DeMarzo 2006, s. 782–783.

¹⁸⁹ Policy Paper : Corporation Tax: anti-hybrid rules.

6.2.3 Saksa ja Itävalta

Saksalainen yhtiöoikeus kuuluu mannereurooppalaiseen yhtiöoikeusjärjestelmään, johon kuuluu myös esimerkiksi ranskalainen ja itävaltalainen yhtiöoikeus. Saksalaiselle yhtiöoikeudelle on tunnusomaista vahva legalistisuus ja säädännäisen oikeuden suuri määrä. Saksan osakeyhtiölain uudistuksissa on siirrytty Suomen ja Ruotsin tavoin pois nimellisarvoisesta pääomajärjestelmästä. Saksan oikeudessa tunnustettu rajavastuu-yhtiö on sääntelyltään kevyempi, joten sen on helpompi hankkia pääomaa.¹⁹⁰ Osakeyhtiön rahoitus on painottunut pitkäaikaiseen velkapääomaan eli saksalainen pääomajärjestelmä on vahvasti pankkikeskeinen. Pankkikeskeisyydestä johtuen vähemmistönsuojalla ei ole kovin merkittävää roolia, koska rahoitus kerätään pääosin lainavaroin. Osakkeenomistajien ei tarvitse tällöin luopua osakkeiden lukumäärästä tai niiden äänioikeudesta, kun taas markkinakeskeisessä pääomajärjestelmässä rahoitus kerätään esimerkiksi osakeannein, jolloin osakkeenomistajien omistukset saattavat laimentua.¹⁹¹ Saksalaisen oikeuden vahvasta legalistisuusvaatimuksesta johtuen IFRS-sääntelyn implementointi oli haasteellista ja standardit otettiin käyttöön lailla.¹⁹² Kirjanpitosääntelyssä on poikkeuksellisen vahva yhteys verotuskäytäntöön.

Saksa on sitoutunut OECD:n BEPS-hankkeeseen, jonka muutokset saksalaiseen yhtiöoikeuteen eivät tule olemaan kovinkaan radikaaleja, koska sen veronkiertosääntelyä pidetään tällä hetkellä hyvin edistyksellisenä. Saksan hallitus ei ole toistaiseksi antanut aikatauluja toimenpideohjelman implementoinnista oikeusjärjestykseensä.¹⁹³

Oman pääoman tunnusmerkit on kirjattu BGB:een (162/2016), jonka mukaan oman pääoman tulee täyttää seuraavat neljä edellytystä: osingon tai muun korvauksen maksu on sidottu yhtiön tulokseen, pääoma on viimesijaista, sijoitukselle ei ole määräaika¹⁹⁴ ja arvopaperin hallitsijalla on päätös- ja tiedonsaantioikeus. Vastaavasti vieraan pääoman tunnusmerkkejä ovat, että pääomalle maksetaan korkoa tasaisesti riippumatta

¹⁹⁰ Ks. HE 109/2005.

¹⁹¹ Mähönen 2009, s. 57.

¹⁹² Mähönen 2005b, s. 87–88. Myös Ranskassa IFRS-standardien käyttöönotto järjestettiin lailla, kun Suomessa standardien käyttöönotto perustui alun perin pelkästään kauppa- ja teollisuusministeriön päätökseen.

¹⁹³ Ks. Abschluss des BEPS-Projekts von OECD und G20 5.10.2015.

¹⁹⁴ Käytännössä tämä täyttyy yli viiden vuoden päässä olevalla lunastuksella.

yhtiön tuloksesta, sillä on ensisijainen maksunsaantiasema, velkojalla ei ole päätös- tai tiedonsaantioikeutta ja sopimus on tehty määräajaksi.¹⁹⁵ Suomalaiseen oikeuteen verrattuna oman ja vieraan pääoman tunnusmerkkinä ei ole mainintaa vakuudesta tai sen puuttumisesta.

Välipääomarahoitusinstrumentteja hyödynnetään kohtuullisen laajasti osakeyhtiön rahoituksessa Saksassa. Rahoitusinstrumentit ovat jaoteltu junior-, hybrid- ja senior mezzanine -instrumentteihin niiden oikeudellisen sisällön perusteella. Oman pääoman eristä maksunsaannillisesti heikoimmassa asemassa on tavallinen osake. Saksalainen osakeyhtiöoikeus tunnistaa neljä pääasiallista välipääomarahoitusinstrumenttia: osallistumisoikeuslaina, voitto-osuuslaina, pääomalaina ja äänivallaton osake.¹⁹⁶ Osallistumisoikeuslaina ja voitto-osuuslaina ovat pääomamarkkinoille liikkeelle laskettavissa, kun taas pääomalaina ja äänivallaton osake lasketaan liikkeelle suunnatulle sijoittajajoukolle.¹⁹⁷ Saksan osakeyhtiö- ja kirjanpitolainsäädännössä, BGB:ssä ja HGB:ssä (162/2016) on sääntelyä äänivallattomasta osakkeesta, pääoma-, voitto-osuus- ja optio-lainasta. Ainoa pääasiallinen välipääomarahoitusinstrumentti, josta ei ole nimenomaista sääntelyä on osallistumisoikeuslaina, *genusssrecht*.¹⁹⁸ Pääomalaina ja äänivallaton osake ovat BGB:n mukaisesti vieraan pääoman erinä tilinpäätöksessä. Voitto-osuus- ja optiolaina taas ovat velan konversion eli osakkeiksi vaihtamisen jälkeen oman pääoman erinä. Poikkeuksellisen Saksan pääomajaottelusta tekee se, että kaikki välipääomarahoitusinstrumentit ovat tasamerkinästä riippumatta taloudellisesti oman pääoman erinä esimerkiksi vakavaraisuusarvostuksia laskettaessa.¹⁹⁹

Saksan pääomamarkkinoilla rahoitukseen voidaan ottaa perinteisen taloudellisen arvon perusteella maksettavan koron lisäksi virtual kicker -ehto, jonka mukaisesti korko maksetaan yhtiön taloudellisen arvon perusteella vasta rahoituksen erääntyessä. Non-

¹⁹⁵ Ks. pääoman luonnehdinnasta myös StaroBom 2013, s. 295.

¹⁹⁶ Ks. myös Kopp 2013, s. 861, jonka mukaan Saksan yhtiöoikeus tunnistaa indeksilainan hybridinstrumentiksi.

¹⁹⁷ Schulte 2006, s. 148–150.

¹⁹⁸ Schulte 2006 s. 151. Osallistumisoikeuspääomalle ei ole virallista oikeudellista määritelmää, vaan sen sisältö on hyvin pitkälti sovittavissa osapuolten välillä. Schulten mukaisesti osallistumisoikeuspääoma on osakkeen ja lainan välimaastossa. Pääoman sijoittajalla ei ole äänioikeutta, sillä on huono maksunsaantiasema mutta osapuolet voivat sopia kohtuullisen vapaasti optio- ja voitto-osuusjärjestelyistä. Ks. osallistumisoikeuspääomasta myös Kopp 2013, s. 855-857.

¹⁹⁹ Rahoitusinstrumentit ovat *Wirtschaftliches Eigenkapital* eli taloudellisesti omaa pääomaa. Taseen pääomajaottelu on esitetty *Bilanzielles Eigenkapital*.

equity-ehdon mukaisesti korko ja mahdollinen ylimääräinen korko riippuu yhtiön tuloksesta: rahoittaja ja yhtiö voivat sopia, että mikäli yhtiölle kertyy liikevoittoa, yhtiö maksaa kahdeksan prosentin ylimääräistä korkoa ja jos tulos ylittää esimerkiksi viisi miljoonaa euroa, yritys maksaa 15 % ylimääräisen koron.²⁰⁰

Saksassa on järjestelty joistakin mezzanine-instrumenteista poikkeuksellisesti vakuudellisia, jolloin joko pankki tai valtion keskuspankki antavat vakuuden rahoitukselle.²⁰¹ Saksan valtio-omisteinen kehitys pankki KFW Bankengruppe tarjoaa vakuuksia subordinoiduimpiin rahoituksiin pienille ja keskisuurille sekä erityisesti startup-yrityksille. KFW Bankengruppe on tukenut yli 2000 yritystä vakuudellisen välipääomarahoituksen keräämisessä.²⁰² Itävalta, jonka yhtiöoikeusjärjestelmä muistuttaa suurilta osin Saksan yhtiöoikeusjärjestelmää, tarjoaa AWS:n (Itävallan kehitysyhtiö, Austria Wirtschaftservice) kautta vakuuksia välipääomarahoituksiin enimmillään 50 % rahoituksen määrästä. AWS edellyttää, että lainan maturiteetti on 5–10 vuotta, eli että se toteuttaa oman pääoman määräajattomuusedellytyksen.²⁰³

Saksassa välipääomarahoitusta käytetään yritys kauppahoiduksen, vakavaraisuuden parantamisen ja rahoituksen uudelleenjärjestämisen lisäksi aloittelevien yritysten ja pk-yritysten rahoitusmuotona.²⁰⁴ Valtion vakuuksien tarjoaminen vahvistavat tätä käsitystä. Oikeuskirjallisuudessa on kritisoitu, että rahoituksen transaktio- ja muut kustannukset nousevat korkeiksi ennen kuin yhtiö kerää todellista rahoitusta näillä instrumenteilla. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty perinteistä pankkikeskeistä pääomamarkkinaa tukeva kanta, jonka mukaisesti mezzanine-instrumenteilla voidaan vain täydentää yrityksen rahoitustarvetta, mutta sillä ei voida korvata perinteistä pankkirahoitusta.²⁰⁵

Kokonaisuudessaan Saksan oikeusjärjestyksessä on kohtuullisen paljon sääntelyä oman pääoman ehtoisista instrumenteista. Pk-yritysten valtiolta saama tuki on osoitus siitä, että näillä rahoituskeinoilla voidaan rahoittaa pörssiyritysten lisäksi jopa aloittavia

²⁰⁰ Starobom 2013, s. 297 ja Mäntysaari 2009, s. 300–301.

²⁰¹ Franke & Hein 2007, s. 2.

²⁰² OECD 2013b, s. 53–54.

²⁰³ OECD 2013b, s. 46.

²⁰⁴ Franke & Hein 2007, s. 23.

²⁰⁵ Ks. Starobom 2013, s. 317–318. Kriittisen kannan rahoituskustannuksiin esitetään myös Franke & Hein 2007, s. 23.

yrityksiä. Rahoitusten esittämistapa eroaa vertailuista maista siten, että rahoitusinstrumenttien kirjanpidollinen ja taloudellinen esittämistapa on selvästi eroteltu Saksan oikeusjärjestyksessä.

7 POHDINTA

Välipääomarahoitusinstrumentit ovat modernin yhtiöoikeuden ilmentymä, sillä ne ovat markkinaolojen muovaamia oikeudellisia ilmiöitä, jotka mahdollistaa osakeyhtiöoikeuden laaja sopimusvapaus, sopimusverkkoajattelu ja pääoman vaivattoman hankkimisen tarve. Yhtiöoikeuden sopimusvapauden reunaehtoina ovat sitova sääntely velkojien suojasta sekä vahingonkorvausvastuusta: sitova sääntely määrittää ne kehykset, joiden puitteissa eri välipääomarahoitusinstrumentteja voidaan sekä kehittää että hyödyntää. Viime vuosikymmenten keskeisenä osakeyhtiöoikeudellisena kehityssuuntana on erityisesti pyrkiä pääoman keräämisen helppouteen, vähäisiin transaktiokustannuksiin ja osakeyhtiön toiminnan vapaaseen järjestämiseen. Voidaan olettaa, että osakeyhtiölainsäädännön uudistuksissa pyritään edelleen toteuttamaan edellä mainittuja tavoitteita, minkä seurauksena välipääomarahoitusinstrumentteja voidaan kehittää ja monipuolistaa.

Yrityksillä on käytössään laaja valikoima erilaisia välipääomarahoitusinstrumentteja riippuen yrityksen koosta ja rahoituksen tarpeesta: aloittava yritys voi laskea osakeannilla liikkeelle äänivallattomia osakkeita, joilla saadaan kerättyä elinkeinotoimintaan tarvittava pääoma ilman, että yhtiön perustajaosakkaiden omistus laimentuu. Aloittava yritys voi myös sopia pääomalainasta rahoituksen keräämiseksi ja oman pääoman viimesijaiseksi puskuriksi. Suuremmilla yrityksillä on tarjolla runsaasti vaihtoehtoja oman pääoman ehtoisen rahoituksen keräämiseen optiolainasta JVK-lainaan saakka. Tutkielmassa kerrotun mukaisesti rahoituksen tarve ja käyttökohteet vaihtelevat aina startup-yrityksen tutkimusmenoista pörssiyhtiöiden rahoitusten uudelleenjärjestelemiseen ja erääntyvien tavallisten lainojen takaisinmaksamiseen. Suomalaiset pörssiyritykset hyödyntävät hybridi-instrumentteja yleisesti osana rahoituskokonaisuutta ja niiden käyttö laajenee oletettavasti tulevaisuudessa. Listaamattomien yritysten First North Bond Market Finland –markkinapaikalle liikkeellelaskemat JVK-lainat ovat osoitus siitä, että myös Suomessa niiden käyttö ei rajaudu pelkästään pörssiyhtiöihin: myös listaamattomat yritykset voivat laskea niitä liikkeelle kevyemmin ja tehokkaammin, jolloin pääomamarkkinamme lähestyvät Ruotsin pääomamarkkinoiden tasoa. Saksan ja Itävallan valtion tukemat mezzanine-lainat voivat olla käyttökelpoisia Suomessa, kun helpotetaan pk-yrityksien rahoituksen järjestämistä. Tällaisessa järjestelyssä on kuitenkin kysymys siitä, kohdellaanko Saksan yhtiöoikeudessa tunnistettuja vakuudellisia mezzanine-lainoja omana pääomana myös Suomen oikeudessa.

Yhtiön oman pääoman kenties tärkein tunnusmerkki, residuaaliriski toteutuu välipääomarahoituksen asemassa yhtiön konkurssissa – vain osakkeilla on lähtökohtaisesti huonompi maksunsaantiasema, kuin välipääomarahoitusinstrumenteilla. Laaja sopimusvapaus mahdollistaa velkojien keskinäiset riskinjakosopimukset konkurssissa, joten rahoittajat voivat varautua velallisyhtiön taloudellisen tilanteen heikkenemiseen ennakolta, ja pyrkiä turvaamaan edes vähäinen jako-osuus lainatulle pääomalleen. Takaisinsaantiedellytyksien täyttyminen välipääoman osalta edellyttää lähtökohtaisesti poikkeuksellisia maksuja yhdelle velkojalle, tietoista velkaantumista tai esimerkiksi eräpäivättömäksi sovitun rahoituksen ennen aikaista takaisinmaksua. Takaisinsaannissa läheisenä pidettävälle henkilölle on prosessuaalisia ja takaisinsaantiedellytyksellisiä poikkeussääntöjä, jotka laajentavat pesänhoitajan tai saneeraus selvittäjän tarkastusaikaa ja muuttavat todistustaakkavaatimuksia. Toistaiseksi Suomen oikeudessa ei ole oikeuskäytäntöä tai oikeuskirjallisuudessa yhtenäistä kantaa rahoitussopimuksen kovenanttien perusteella läheisenä pidettävästä tahosta, joten välipääomarahoitajan takaisinsaantioikeudellista asemaa ei voida varmuudella rajata läheiseksi tai tavalliseksi velkojaksi.

Yhdenvertaisuuden osalta rahoittajan asema on lähtökohtaisesti ongelmaton, ellei yhtiön johto ole sopinut poikkeuksellisen laajoista kontrollioikeuksista yhtiössä vähemmistöosakkeenomistajan kustannuksella. Yhtiön osakkeenomistajat voivat valita johdon, jonka tehtävänä on huolellisesti toimien edistää yhtiön ja sitä kautta osakkeenomistajien etua. Rahoituksen kerääminen on pääsääntöisesti yhtiön edun mukaista, mikäli sille on perusteltu tarve. Osakkeenomistajat luovuttavat osan päätöksentekovallastaan agentilleen eli osakeyhtiön johdolle, joka voi sopia pakottavan sääntelyn rajoissa eri rahoituksista, jotka voivat lisätä velkojien kontrollioikeutta. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden mahdolliset loukkauksilymlykset edellyttävät liiketoimintapäätösperiaatteen edellytysten selvää rikkomista tai tietoista ylivelkaantumista ja poikkeuksellisista rahoitusehdoista sopimista.

Oikeusvertailun myötä voidaan tehdä havainto, että eri valtioiden sääntely välipääomarahoitusinstrumenteista vaihtelee merkittävässä määrin. Kansainvälisen vero-oikeuden epäharmonisuus koskien hybridilainoja johtuu lainoja koskevasta vähäisestä sääntelystä ja eri valtioiden poikkeavasta verotussääntelystä. Jopa Euroopan unionin jäsenvaltioilla on merkittäviä eroavaisuuksia, jotka edellyttävät harmonisointia direktiivin tasolla. Hybrid Mismatch -tilanteen huomattava taloudellinen vaikutus ja OECD:n BEPS-hankkeen tavoitteet osoittavat sen sääntelyllisen kilpajuoksun sääntelyn

ja markkinakäytännön välillä, kun markkinat kehittävät uusia ilmiöitä, joihin ei ole kansainvälisesti yhtenäistä lainsäädäntöä. Esimerkkinä tästä on Ruotsin ja Saksan välipääomarahoitusta koskevan lainsäädännön erilaisuus: Saksassa lähes kaikista tunnetuista välipääomarahoitusinstrumenteista on sääntelyä, kun taas Ruotsissa korkein hallinto-oikeus on päätöksellään säännellyt pääomalainan oikeudellisesta luonteesta. Kansainvälinen sääntely, kuten BEPS-hanke, edellyttää suurilta talouksilta esimerkin näyttämistä mallilakien ja sopimusten implementoinnissa.